

## Lettre n°133

### Les freins à la toute-puissance chinoise et à une surperformance boursière (2)

« *Détruire la concurrence, c'est tuer l'intelligence* » Bastiat.

#### *Les freins politiques :*

Les accents mis par Xi Jinping sur le nationalisme, sur le contrôle du secteur privé (qui représente plus de 60% du PIB, 70% des innovations et 80% des emplois urbains), la promotion des entreprises publiques et la répression de la dissidence aggravent les difficultés économiques de la Chine et le mot de Bastiat en exergue résonne avec justesse. Topique est la chute des investissements étrangers en Chine, moins 27% en 2024, et elle pourrait s'accroître.

Depuis quelques mois, Xi s'efforce d'être plus conciliant mais la prudence règne car il craint toujours de fragiliser l'emprise du Parti communiste sur la société et l'économie.

#### *Les freins économiques :*

Depuis plusieurs années, l'indice des prix à la production est négatif car le pays est aux prises avec des surcapacités dans de nombreux secteurs et cela est un facteur de déflation.

Ces dernières années, la croissance économique officielle a été de 5% mais selon un économiste chinois réputé, Gao Shanwen, la croissance du PIB n'aurait été que de 2%/an et la croissance des prochaines années ne dépasserait pas 3 à 4%/an.

Afin de mieux appréhender les freins à la toute-puissance chinoise, on mettra en exergue 4 des fragilités de la Chine, les surcapacités, la dépendance à l'export, l'endettement, l'insuffisance de la consommation.

#### *Les dépendances persistantes dans divers secteurs :*

Xi veut stopper la guerre des prix dans de nombreux secteurs et renforcer des secteurs clés. Si globalement le programme « China 2025 » est un succès, il s'accompagne d'excès et d'insuffisances.

Excès comme en témoignent les surcapacités dans de nombreux secteurs, les guerres de prix, la déflation. Insuffisances dans des secteurs jugés prioritaires comme l'aéronautique, la chimie, les équipements médicaux et les semiconducteurs de pointe.

La Chine souffre d'une dépendance sur les semiconducteurs car elle en a importé pour \$412 milliards en 2024. L'objectif est d'atteindre une autosuffisance de 70% dans les semi-conducteurs en 2028. Le développement de l'aéronautique est une autre priorité.

Dans l'agriculture, on retrouve le même objectif d'indépendance, exemple récent, le développement de fermes de 260 000 cochons. Autre exemple, les achats de soja. La Chine réduit ses achats de soja américain à 20% et privilégie le soja brésilien pour 70% de ses besoins.

Pour accroître son indépendance dans l'énergie, la Chine a augmenté sa production de pétrole de 13% entre 2018 et 2024 à 4,3Mb/j et elle a diminué ses importations de 2% en 2024. Elle importe encore 70% de sa consommation mais développe les voitures électriques et les énergies renouvelables.

Pour réduire sa dépendance sur certains métaux, la Chine, entre 2017 et 2022, a acheté, selon le Cepii, 87% du lithium mondial, 70% du nickel, 63% du cuivre et 53% du cobalt et elle acquiert des mines un peu partout dans le monde.

Selon Rhodium, les réductions d'impôts aux sociétés impliquées dans les secteurs d'avenir ont beaucoup aidé la percée chinoise et la Chine s'emploie à accélérer le découplage avec les États-Unis. Les banques d'État, ces 4 dernières années, auraient prêté \$2000 milliards aux entreprises, surtout publiques, pour renforcer les positions concurrentielles. À diverses reprises, Xi Jinping a également fait pression sur les banques pour qu'elles renoncent au profit et jouent un rôle décisif pour faciliter la compétitivité de l'industrie.

Les dépenses nécessaires à ces investissements ont été réalisés au détriment du développement d'un État providence et de la promotion de la consommation.

### ***La dépendance à l'export :***

Le dumping, les subventions à l'export sont les deux griefs récurrents de la communauté internationale à l'encontre de la Chine.

En 2024, les exportations chinoises représentaient encore 30% du PIB et 1/3 de la croissance du PIB provenait des exportations. La Chine, c'est 17% des exportations mondiales contre 12% en 2019. En 2024, les exportations ont atteint \$3600 milliards et les importations ont été de \$2390 milliards.

Précision importante, à l'heure de la guerre commerciale, les firmes multinationales, souvent américaines, réalisent plus d'un quart des exportations chinoises et plus d'un tiers des importations. Exemples, Apple ou Nike qui revendent aux États-Unis.

En 2024, les exportations étaient en hausse de 5,9%, les importations de seulement 2,9% car la consommation n'est pas très dynamique et car la Chine veut réduire sa dépendance vis-à-vis de l'extérieur. La Chine a ainsi des excédents commerciaux avec 176 pays.

En 2024, selon les statistiques chinoises, l'excédent commercial atteignait \$1000 milliards dont \$361 milliards avec les États-Unis, \$142 milliards avec le Vietnam, \$102 milliards avec l'Inde, \$71 milliards avec le Mexique, \$59 milliards avec le Royaume-Uni, \$47 milliards avec Singapour, \$38 milliards avec la Thaïlande et \$33 milliards avec les Philippines. La balance commerciale n'était négative qu'avec Taiwan à hauteur de \$143 milliards, l'Australie pour \$70 milliards, la Suisse pour \$48 milliards, le Brésil pour \$44 milliards, la Corée du Sud pour \$35 milliards, le Chili pour \$20 milliards, la Russie pour \$14 milliards, l'Arabie saoudite pour \$7 milliards et le Japon pour \$4 milliards.

Cet excédent commercial global a augmenté ces dernières années puisqu'il était de \$ 813 milliards en 2023, \$878 milliards en 2022 et \$421 milliards en 2019 avant la crise de la COVID. Au terme des 5 premiers mois 2025, l'excédent commercial est en hausse de 40% à \$500 milliards.

Les seuls excédents industriels en 2023 atteignaient \$1750 milliards, soit près de 2% du PIB mondial, un pourcentage jamais observé dans le passé avec le Japon ou l'Allemagne.

### ***Les relations avec les États-Unis :***

Les exportations représentent toujours 3% du PIB. L'excédent commercial en 2024 était 23% supérieur à celui de 2018, preuve s'il en faut de l'inefficience des tarifs mis à l'époque en œuvre par Trump. Car, à ce chiffre, il faut ajouter les flux de produits chinois achetés par les Américains auprès de pays tiers comme le Bangladesh ou le Vietnam.

Les exportations chinoises vers les États-Unis représentaient 14% du total en 2024 contre 19% en 2018 mais 10 à 20 millions d'emplois sont menacés par les tarifs américains. En juillet, la hausse globale de 7.2% des exportations masque une baisse de 22% vers les États-Unis. Afin de contourner les barrières, les exportations chinoises vers le Vietnam sont passées de 3,1% à 4,5% et celle vers le Mexique de 1,6 à 2,5%. Entre 2018 et 2022, les importations américaines en provenance du Vietnam ont triplé à \$135 milliards et dans l'intervalle les exportations chinoises vers le Vietnam avaient augmenté de 75% à 147 milliards de dollars et les IDE chinois au Vietnam avaient été multipliés par 2.

### ***Les relations avec l'Europe :***

Pour pallier la fermeture du marché américain et compenser la faible croissance de son marché intérieur, la Chine a mis l'accent sur les exportations à destination de l'UE. La Banque centrale européenne dénonce ainsi la hausse de 150% des importations en provenance de Chine de véhicules et de produits chimiques ces 5 dernières années. Les secteurs menacés par la concurrence chinoise emploient 29 millions de personnes et plus d'un quart des emplois sont aujourd'hui à risque.

La Chine joue des divisions. On évoque souvent la pénétration chinoise via la Hongrie mais on peut parler de l'Espagne. L'Espagne ouvre ses portes et la Chine réalise un terminal pour les véhicules électriques vendus en Europe. L'Espagne a également signé avec le groupe chinois Envision Energy pour une usine d'hydrogène vert. Le groupe Chery a signé un contrat de €400 millions pour produire un véhicule électrique en Espagne avec le groupe espagnol Ebro EV Motors et Stellantis, toujours en Espagne, s'est associé avec Catl pour la réalisation d'une giga Factory de 4 milliards d'euros.

### ***Les Routes de la Soie :***

Au premier semestre, les investissements ont été très importants, \$124 milliards pour 176 opérations dont \$39 milliards en Afrique, \$25 milliards en Asie centrale principalement au Kazakhstan, \$11 milliards en Asie du Sud-Est, un montant supérieur à toute l'année 2024, \$122 milliards. Depuis 2013, \$1300 milliards ont été dépensés dont \$775 milliards pour la construction et \$533 milliards pour des investissements non financiers.

### ***La faiblesse de la croissance et la difficulté à développer le marché intérieur :***

La Chine, c'est 18% du PIB mondial, 32% de la production manufacturière mais seulement 15% de la demande mondiale car la Chine a un excédent d'épargne, plus de 40% du PIB, trop longtemps investi dans les infrastructures et l'immobilier.

### ***Les faiblesses de la consommation et de l'État Providence :***

Entre 2021 et 2024, l'épargne des ménages a augmenté de 50% car beaucoup de chinois craignent de perdre leur emploi et, entre 25 et 35 millions de chinois ont fait défaut sur des crédits en 2024.

Les Chinois consomment peu car il n'y a pas d'État Providence. Ces dernières années, Xi Jinping a privilégié les subventions aux exportations à l'accroissement du pouvoir d'achat. En juillet, les ventes de détail n'ont augmenté que de 3,7% sur un an.

L'espérance de vie, aujourd'hui de 78 ans, une des plus élevées au monde, oblige le gouvernement à repousser graduellement l'âge de la retraite de 60 à 63 ans pour les hommes et de 55 à 58 ans pour les femmes mais ces mesures restent insuffisantes. Les pensions de retraite, trop faibles, exemple \$20/mois pour un ancien fonctionnaire, incitent à une épargne de précaution.

Dans le but de dynamiser la consommation, le gouvernement encourage les banques à développer les crédits à la consommation à des taux avantageux et il a décidé, au printemps, d'une enveloppe de €40 milliards de subventions pour exhorter les Chinois à changer leurs appareils ménagers mais cela reste minime. Il a également majoré le salaire minimum à €280/mois contre €250 précédemment. Dans le but de pallier le recul de la population, il incite les provinces à développer les crèches et va verser €420/an et par enfant de moins de 3 ans. Mais, cela risque de rester sans effet. Le nombre d'enfants par femme était de 5,7 en 1970, 2,8 en 1980 et 1 seulement aujourd'hui. Le nombre de naissances en 2024 était de 9,5 millions, un chiffre très inférieur aux 16 millions enregistrés en 2015.

Si la population diminue, il n'y a pas pour autant pénurie de travailleurs car la migration des campagnes vers les villes n'est pas terminée et le chômage des jeunes est évalué à plus de 100 millions. En 2024, 3 millions de personnes auraient postulé pour 40000 postes de fonctionnaires. Tel est un autre motif d'épargne de précaution.

### ***Les surcapacités dans les infrastructures :***

Xi persiste à vouloir développer le réseau de lignes de train à grande vitesse mais China State Railway group a déjà \$1000 milliards de dettes et 30 000 miles de lignes. De nouvelles lignes vont être ainsi construites mais

elles entreront en concurrence avec des lignes existantes, déjà sous-utilisées et les investissements vont coûter des centaines de milliards de dollars.

### ***Les surcapacités dans l'immobilier :***

On évalue toujours à 80 millions le nombre de logements vides. Les prix baissent encore et les destructions de valeur sont évaluées à \$18 000 milliards pour les Chinois. Sur les 5 premiers mois 2025, la demande pour des nouveaux logements dans les villes est inférieure à 5 millions/an contre 20 millions en 2017.

Au premier trimestre, le gouvernement, pour stimuler la croissance, a décidé d'augmenter le déficit budgétaire de 3 à 4% du PIB, hors prise en compte de la dette des collectivités locales, afin de recapitaliser les banques d'État et de refinancer les provinces endettées.

Les perspectives sont ternes car la population diminue et la mortalité va continuer à augmenter à cause du vieillissement rapide.

### **L'aggravation rapide de l'endettement :**

L'endettement du pays a beaucoup augmenté ces dernières années et au printemps de cette année la note publique chinoise a été abaissée de A+ à AA par l'agence Fitch.

La dette publique serait à 129% du PIB et en croissance rapide. Le déficit budgétaire ne serait pas de 3 à 4% du PIB mais de 7,1% du PIB selon Fitch et même 13% selon le FMI, car, à juste titre, il réintègre les emprunts effectués par les gouvernements locaux privés des recettes de vente de terrain.

La dette non financière approche 2 fois le PIB. La dette globale dépasse ainsi 3,1 fois le PIB, en hausse de 30 points depuis 2021.

Les perspectives sont médiocres car le vieillissement de la population signifie, selon le FMI, une hausse de près de 10 points de PIB des dépenses de retraite d'ici 2050. En outre, si le gouvernement finance sa dette à des taux apparemment bas, la réalité est plus sombre car le pays est en déflation.

**Conclusion : « Il faut admettre deux choses déplaisantes : l'avenir n'est jamais limpide et un marché qui réunit un parfait consensus coûte très cher » Warren Buffett.**

Ce précepte de Buffett s'applique parfaitement à la Chine car, faute de consensus, le marché est peu cher et politiquement, l'avenir est tout sauf limpide.

- Le marché boursier chinois est certes un des moins chers du monde, potentiellement au regard des performances ci-dessus présentées un des plus attractifs et pourtant les réticences des investisseurs persistent. Fonctionner sur un seul moteur, l'export, est une fragilité. Garder autant de surcapacités dans de nombreux secteurs est préjudiciable à la tenue des marges des sociétés, même des plus performantes. Privilégier la stabilité du régime à l'initiative privée est un frein à la croissance.
- Mais, d'aucuns évoquent un remplacement de Xi en 2027, soulignent la moindre fréquence de ses sorties du pays, font écho à une réunion en juin du comité central invitant Xi à songer à la retraite. Difficile de voir une fumée grise dans ces conclaves mais, peut-être est-ce une des raisons du redressement récent du marché chinois.

Genève, le 25 août 2025

*Bruno Desgardins*

**Bruno Desgardins**  
CIO  
Switzerland



**SingAlliance Pte Ltd**

16 Raffles Quay  
#12-01 Hong Leong Building  
Singapore 048581  
T: +65 6303 5050  
E: [info@singalliance.com](mailto:info@singalliance.com)

**SingAlliance (Switzerland) SA**

Rue du Mont-de-Sion 6  
1206 Genève  
Switzerland  
T: +41 22 518 85 85  
E: [info.switzerland@singalliance.com](mailto:info.switzerland@singalliance.com)



**SingAlliance (Hong Kong) Ltd**

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre  
248 Queen's Road East  
Wanchai, Hong Kong  
T: +852 2639 3659  
E: [info.hongkong@singalliance.com](mailto:info.hongkong@singalliance.com)

**SingAlliance Pte Ltd  
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC  
PO Box 121208 Dubai, UAE  
T: +971 (0) 4 401 9158  
E: [info.dubai@singalliance.com](mailto:info.dubai@singalliance.com)

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.