

Lettre n°141

La réindustrialisation occidentale fragilisée par la déflation chinoise.

« L'essence de la réflexion, c'est de comprendre qu'on n'avait pas compris » Bachelard.

Les dirigeants internationaux se sont trompés en 2000, voyant dans la Chine, un atelier d'assemblage et un marché à conquérir. Bilan, la Chine, c'était, en 2000 à la veille de l'entrée à l'Organisation mondiale du commerce, 6% de la production industrielle mondiale, c'est aujourd'hui 32%, soit davantage que les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne et la Corée du Sud réunis, et un pourcentage en augmentation d'un point chaque année.

Le sujet est d'importance car il incite à la prudence avant d'investir dans les valeurs industrielles occidentales, aux prises avec une concurrence d'entreprises chinoises, souvent en situation de surcapacités, résolument tournées vers l'export pour échapper à un marché local peu dynamique, et parfois, en perte, en dépit des subventions étatiques ou des incitations fiscales.

Certes, la désindustrialisation, hormis dans quelques économies comme la Suisse, la Suède, voire l'Italie, est à l'œuvre un peu partout et ainsi, depuis 2013, dans le monde, 6% des emplois, soit 20 millions d'emplois, ont disparu. Il y a là, avant tout le fruit des gains de productivité, des développements de la robotique et du glissement des économies vers les services. Il n'empêche, la concurrence chinoise amplifie et aggrave ce phénomène.

L'économie chinoise ne s'est toujours pas remise de la crise de la COVID : une croissance du PIB dont les chiffres officiels peinent à atteindre 5% (la réalité est sans doute autour de 2%) contre une croissance moyenne depuis la fin des années 1970 de 9%/an, un taux de chômage des jeunes très élevé, une déflation des prix à la production depuis 3 ans, une crise immobilière non résolue, des prix immobiliers, selon la Banque des règlements internationaux, en baisse de 17% depuis la pandémie, des volumes de transactions faibles, des surcapacités et nombre de promoteurs virtuellement en faillite.

Xi Jinping ne voulant ou ne pouvant pas stimuler la consommation domestique, la croissance du pays repose sur un seul moteur, l'exportation, d'où l'agressivité des entreprises chinoises pour conquérir les marchés internationaux et la fermeture progressive du marché intérieur aux entreprises étrangères.

Tels sont les 2 aspects à envisager pour analyser dans cette Lettre 141 quelques-uns des obstacles à la réindustrialisation des pays occidentaux et la pression sur les marges des sociétés. La Chine, lors de son entrée à l'OMC en 2001, était un lieu d'assemblage et un marché potentiel pour les entreprises occidentales. Nous n'en sommes plus du tout là.

La fermeture du marché intérieur : 3 points à souligner.

- *Cette fermeture est opérée dans un contexte de concurrence féroce* :

Sur 5300 sociétés cotées en Chine, un quart étaient en déficit sur les 9 premiers mois, notamment près de la moitié des entreprises immobilières et solaires, 30% affichaient un résultat en baisse, seulement 40% bénéficiaient d'une hausse de bénéfices.

Exemple topique, le marché automobile car la Chine produit le tiers de la production mondiale. Le nombre de constructeurs de véhicules électriques est de 130 et la plupart sont en perte, tardent à disparaître et, dans

l'intervalle cassent les prix. BYD, le numéro 1, a dû au printemps baisser ses prix d'un tiers et malgré cela a vu sa part de marché se contracter de 35% à 27% en 1 an. Parmi les conséquences, la part des constructeurs automobiles étrangers sur le marché chinois est tombé de 60% en 2020 à moins de 40% en 2025.

Xi a la volonté de privilégier les acteurs locaux, de lutter contre les surcapacités et, sur 11 mois, on constate une baisse des investissements, -3.6%, mais le risque pour Xi, si les capacités excédentaires sont fermées, c'est une montée du chômage et de la contestation.

- ***Cette fermeture correspond souvent à des mesures de rétorsion :***

La Chine mesure pleinement l'attrait d'un marché intérieur de 1.4 milliard et elle sait pouvoir fragiliser nombre d'entreprises internationales en agitant le spectre d'une fermeture. Contre l'UE, après le cognac en juillet 2025, les produits laitiers européens vont subir des taxes jusqu'à 42%. Contre les Etats-Unis, la Chine agit périodiquement l'arme des terres rares et, cette année, a stoppé ses achats de soja.

- ***Cette fermeture est opérée dans un contexte de consommation atone :***

La population, appauvrie par la perte de l'épargne investie dans l'immobilier, freine les dépenses de consommation, en dépit des mesures de stimulation initiées par le gouvernement. La croissance de la consommation, seulement +1.3% sur 1 an, est la plus faible depuis la période de la COVID, notamment l'automobile -8%, l'électroménager -20%. La consommation reste freinée par la faiblesse des dépenses de protection sociale, 9% du PIB pour la santé et les retraites contre 20 à 25% dans les pays occidentaux. Le revenu disponible/hab dans les villes est inférieur à \$700/habitant/mois et dans les campagnes, plusieurs centaines de millions survivent avec quelques \$/jour.

Les collectivités locales, privées des recettes de la vente de terrain aux promoteurs, font face à des difficultés de financement, sont confrontées à une augmentation rapide de leur dette, passée de 62% du PIB en 2019, selon le FMI, à 84% du PIB en 2024, et ne peuvent soutenir la consommation. Un swap de dettes de \$1400 milliards organisé par le gouvernement central n'a pas suffi et, aujourd'hui, Pékin contraint les gouvernements locaux à céder beaucoup de leurs actifs pour obtenir des liquidités. Cette année, la valeur des ABS (Asset Backed Securities) deals a ainsi totalisé \$2300 milliards mais cela n'est pas encore suffisant.

La Banque mondiale anticipe une croissance de 4.4% en 2026, chiffre le plus bas des 50 dernières années. La dette publique a doublé entre 2019 et 2024 et atteint \$23 000 milliards. La déflation renchérit le service de la dette mais laisse peu d'options car une nouvelle baisse des taux affecterait les marges des banques.

La conquête des marchés internationaux :

Pour mieux appréhender cette conquête, retenons 6 points :

- ***La Chine a clairement l'ambition de devenir l'usine monde :***

Dans le but de renforcer son autonomie stratégique, la Chine, forme 3 millions d'ingénieurs/an, a accru ses dépenses de recherche de 50% depuis 2020 et installe plus de robots que tout autre pays. Récemment, Trump a autorisé Nvidia à vendre certaines puces à la Chine mais la Chine refuse et poursuit son objectif d'autosuffisance dans les semi-conducteurs, 70% en 2028.

Mais, la Chine ne se contente pas de chercher à être l'économie la plus performante. Elle subventionne massivement ses entreprises pour leur permettre d'accélérer la conquête des marchés internationaux et d'écraser leurs concurrents étrangers. Ainsi, le FMI a pu évaluer à \$800 milliards les aides gouvernementales ou les allègements d'impôts en 2023.

Bilan, sur les 11 premiers mois 2025, l'excédent commercial atteint \$1076 milliards, un record historique. Les exportations sont en augmentation de 5.4%, même si les exportations vers les Etats-Unis ont diminué de 19%. Pour le seul mois de novembre, les exportations vers les Etats-Unis ont plongé de 29%, celles vers l'Europe ont augmenté de 15% et vers l'Asie, plus encore.

- ***La conquête des marchés européens :***

Entre 2016 et 2025, le déficit de l'Union européenne avec la Chine a augmenté, passant de €145 milliards à €355 milliards et, en 2024, la Chine n'a investi que €65 milliards en Europe quand l'Europe investissait €240 milliards en Chine.

En 3 ans, l'industrie manufacturière européenne, en % du PIB, est tombée de 16 à 14.7% du PIB.

La Chine affiche 13 projets d'usines automobiles en Europe. 7 sont déjà confirmés. La Chine investit beaucoup dans les véhicules électriques et les batteries (elle a 60% du marché mondial), notamment en Hongrie, mais aussi en Espagne, car elle est très habile à diviser les pays membre de l'Union. L'essentiel des investissements sont réalisés par CATL, leader mondial des batteries, Geely et Tencent.

L'ensemble représenterait 1.1 million de voitures en 2030, soit 10% du marché européen et ne compterait que 30% de composants européens. L'UE va exiger de Pékin des transferts de technologie et prépare un plan qui prévoirait 70% de composants locaux, notamment pour l'automobile. On assiste déjà à une multiplication des partenariats avec des sociétés occidentales, Uber avec Baidu pour les taxis autonomes, Astra Zeneca pour la création d'un centre de recherche de \$2.5 milliards à Pékin, Renault avec Geely pour la production d'un véhicule au Brésil, Nvidia avec BYD pour la conduite autonome, Nvidia avec Alibaba pour les robots humanoïdes...

- ***Les difficultés de l'Allemagne :***

Grande puissance industrielle, l'Allemagne est particulièrement fragilisée par la concurrence chinoise à un moment de fermeture des marchés américains et après le renchérissement des prix de l'énergie. Depuis 2019, les exportations vers la Chine ont baissé de 25%, les importations ont augmenté rapidement et le déficit de l'Allemagne devrait atteindre €88 milliards cette année.

Depuis 2019, le secteur industriel a réduit ses emplois de 5% car le pays a plus de difficultés à l'exportation. En septembre 2022, les exportations automobiles allemandes vers la Chine atteignaient €20 milliards, en septembre 2025, seulement €7 milliards. Pour la 1^{ère} fois, en 2025, la filière automobile allemande est en déficit avec la Chine.

Dans l'acier, Thyssen Krupp, confronté à la concurrence, réduit ses capacités de production de 11MT à 9MT.

Sur les 9 premiers mois 2025, les exportations vers les Etats-Unis et la Chine ont diminué respectivement de 8% et 12%.

- ***Le déploiement des usines chinoises partout dans le monde pour contourner les barrières douanières :***

Les pays d'Asie du Sud-Est sont les grands destinataires de la réorientation des flux d'investissements directs étrangers en dehors de la Chine. En 2023, selon le cabinet Bain, les 6 principales économies de l'Asie du Sud-Est -Indonésie, Singapour, Philippines, Thaïlande, Malaisie et Vietnam- ont reçu plus de \$200 milliards d'investissement, souvent chinois, quand la Chine n'en a reçu que \$43 milliards.

Sur les 9 premiers mois de l'année les exportations chinoises vers les pays d'Asie du Sud-Est ont augmenté de 23% à \$407 milliards et préfigurent parfois des réexportations.

- ***La difficulté des pays émergents à lutter contre la concurrence chinoise :***

Les pays de l'OCDE ne sont pas les seuls à être victimes de l'invasion de produits industriels chinois. Tous les pays émergents sont concernés.

Exemple topique, l'Inde. Modi, le dirigeant nationaliste fait le maximum pour établir des positions industrielles et attirer les capitaux internationaux. Mais, en vain car la part de la production manufacturière dans le PIB indien stagne à 15%, très loin des objectifs fixés par Modi. Le déficit commercial indien avec la Chine, 1^{er} partenaire commercial, est un sujet d'inquiétude, \$100 milliards en 2022, encore \$83 milliards en 2024. En 2023-2024, l'Inde a importé \$100 milliards en provenance de la Chine, aussi bien des produits chimiques que

des machines-outils, des semi-conducteurs ou des équipements pour les télécommunications. L'Inde tente en vain de mettre en œuvre des barrières contre les produits chinois mais, avec le développement nécessaire du renouvelable, principalement le solaire, la dépendance envers la Chine va s'accroître. Dans le même temps, l'Inde n'a pas beaucoup d'autres produits à vendre à la Chine que des produits raffinés, du coton, du minerai de fer, pour un total de \$17 milliards en 2023-2024 et la Chine n'hésite pas à se protéger contre les produits pharmaceutiques indiens ou les services informatiques, points forts de l'industrie indienne. Un médicament générique sur 5 vendu dans le monde est fabriqué en Inde.

- *Les percées récentes dans les services :*

Non contente de dominer l'industrie mondiale, la Chine devient un acteur de référence dans les services avec des sociétés comme TikTok, WeChat, Shein, Temu et, dans le luxe est devenue 1^{er} producteur mondial du caviar.

Conclusion : « Le remords veut oublier, le regret veut perpétrer » Jankélévitch.

Avoir laissé la Chine entrer à l'OMC en 2001 à des conditions avantageuses suscite aujourd'hui davantage de regrets que de remords car il n'y a pas de solution évidente et la déflation chinoise diffuse son poison. Pour conjurer le risque de désindustrialisation hors de la Chine, il faudrait, idéalement, une réévaluation substantielle du yuan, ou une dévaluation massive du dollar ou encore des barrières tarifaires élevées dans les différents pays cibles de la Chine.

- La réévaluation du Yuan n'est pas sur la table. La devise n'est pas convertible et Xi Jinping ne veut pas reproduire le scénario des accords du Plaza au début des années 1990. Le Japon de l'époque, très comparable à la Chine d'aujourd'hui, avait accepté de réévaluer sensiblement le Yen mais, depuis lors, l'économie n'a jamais vraiment rebondi et jusqu'à il y a 3 ans, le pays a été souvent en déflation. La Chine, déjà aux prises avec la déflation, -prix à la consommation +0.7% en novembre sur 1 an, prix à la production en baisse de 2.2% sur 1 an- ne veut pas aggraver cette situation, car le service de la dette en serait d'autant plus renchéri.
- La dépréciation massive du dollar est un souhait de Donald Trump mais serait un cauchemar pour les pays de la zone euro, pris en tenaille entre un Yuan sous-évalué et un \$ qui le deviendrait. Fort heureusement, les marchés décideront de l'évolution du dollar en lieu et place de Donald Trump.
- Les barrières tarifaires, à défaut des 2 précédentes éventualités, peuvent constituer la meilleure des défenses. Trump et auparavant Biden n'ont pas hésité à y recourir, la Commission européenne l'a décidé dans le secteur automobile et l'examine dans d'autres secteurs, comme l'acier. Mais, tôt ou tard, ces barrières se heurteront à l'opposition des consommateurs, nullement enclins à perdre en pouvoir d'achat. La politique tarifaire de Trump n'a pas permis lors de son 1^{er} mandat de créer des emplois et cette année d'empêcher la hausse du chômage. Le nombre d'emplois manufacturiers américains sur 11 mois a diminué de 58 000 à 12.7 millions. De même, les tarifs ne permettent pas de réindustrialiser, d'augmenter la croissance du PIB et de réduire le déficit commercial. En dépit des tarifs, les importations américaines sont en hausse de 10% en 2025 et le déficit commercial en hausse de 17% sur les 9 premiers mois. Enfin, observons la pénétration de Shein en dépit de l'obstruction des pouvoirs publics.

Genève, le 29 décembre 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

SingAlliance (Switzerland) SA | Genève

Rue du Mont-de-Sion 6,
1206 Genève, Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@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

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

SingAlliance (Switzerland) SA | Zürich

Bahnhofstrasse 37,
8001 Zürich, Switzerland
T: +41 76 628 12 36
E: info.switzerland@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.