

Lettre n°154

La faiblesse structurelle de la croissance chinoise.

« Exige beaucoup de toi-même et attends peu des autres » Confucius.

Cette citation de Confucius gagnerait à être rappelée car la croissance chinoise, aujourd'hui dépend beaucoup des autres, c'est-à-dire des exportations.

Certes la Chine déploie une méthode inégalée pour conquérir des positions dominantes dans presque tous les secteurs industriels, les secteurs traditionnels, ciment, acier... comme les secteurs d'avenir, énergies renouvelables, voitures électriques, batteries, nucléaire... et son PIB atteint, selon la Banque mondiale, \$18500 milliards.

Mais ce déploiement, pourtant orchestré par le pouvoir central est dévoyé par l'intensité de la concurrence locale. 2^{ème} faiblesse, la Chine, entravée par un endettement important et un déclin démographique sans guère d'équivalent dans le monde, ne parvient pas ou ne veut pas promouvoir la consommation domestique. 3^{ème} faiblesse, résultante des 2 premières, une croissance économique dangereusement dépendante de l'export.

On analysera donc ces 3 points :

Les forces et faiblesses de l'industrie :

En quelques décennies, depuis l'arrivée de Deng Xiao Ping, la part de la Chine dans la production industrielle mondiale, est passée de 5% à la fin des années 1990 à plus de 30%, avec des parts supérieures à 50% dans de nombreux secteurs. 80% dans les batteries et les panneaux solaires, plus de 70% dans les éoliennes, près de 40% dans les pompes à chaleur...

Un déploiement industriel orchestré :

Orchestré, il l'est indubitablement, car des plans, comme en 2015, « China 2025 », ont pu, avec beaucoup de discernement faire de tous les secteurs d'avenir des priorités. Et, hormis l'aéronautique ou un peu l'IA, rares sont les échecs relatifs de la Chine.

Orchestré, il l'est car les banques publiques financent à taux préférentiels ces projets d'avenir, car les subventions à ces industries abondent et car la rentabilité à court terme n'est pas l'objectif premier.

Financements à taux préférentiels, prenons l'exemple du nucléaire. On le sait, la quête de l'indépendance énergétique est placée très haut dans les priorités du pays. La réduction de la dépendance au charbon et de l'empreinte carbone vient ensuite. La Chine prévoit d'augmenter de plus de 40% sa capacité nucléaire d'ici 2030 et dépasser ainsi le parc américain. Un tel taux de croissance n'a pas d'équivalent aux Etats-Unis ou en France, deux pays phares dans le nucléaire et désireux d'accroître leurs capacités. L'AIE, dans un rapport récent analyse l'avantage chinois sur les coûts de réalisation. La construction des centrales est réalisée par des entreprises publiques financées à 70% par de la dette à des taux préférentiels inférieurs à 1.4% alors que dans les pays occidentaux les entreprises sont souvent privées et l'endettement ne dépasse guère 30% des besoins de financement.

Des industries subventionnées, tel est le 2^{ème} avantage concurrentiel chinois après les financements à taux préférentiels. Les conclusions d'un récent rapport de l'OCDE sont éclairantes et corroborées par d'autres études. Ainsi, les subventions chinoises à l'industrie sont, selon les secteurs, 3 à 7x supérieures à celles de

l'UE. Elles atteignent 3% du chiffre d'affaires dans des secteurs stratégiques. Les Chinois se refusent à l'admettre mais c'est indéniable.

Ajoutons à ces subventions, le bénéfice d'une devise clairement sous-évaluée de 20 à 30%, un avantage à l'export.

Enfin, après les financements à taux préférentiels, les subventions et la devise sous-évaluée, 4^{ème} avantage, la possibilité pour ces entreprises publiques de fonctionner à perte. Tel est un des griefs de la Commission européenne car ¼ des entreprises chinoises opérant en Europe fonctionnent à perte. Une option impossible pour des entreprises occidentales cotées en Bourse. Le FMI a ainsi demandé à la Chine de diviser par 2 ses subventions mais c'est resté sans effet.

Un déploiement industriel dévoyé par la concurrence locale :

La Chine compte 22 provinces et celles-ci sont souvent en concurrence pour attirer des investisseurs, leur offrir des avantages d'implantation et se positionner sur des secteurs d'avenir. Le risque, pour le pays, ce sont les surcapacités et, on l'observe dans de très nombreux secteurs.

- L'exemple de l'industrie des véhicules électriques et hybrides :

Selon Rhodium, la capacité de production automobile chinoise, thermique et électrique, approche 50 millions mais les ventes en 2025 n'ont pas dépassé 24 millions. Les surcapacités sont donc flagrantes et on comprend la concurrence sur les prix comme la pression sur les marges.

Dans ce secteur automobile, le segment des véhicules électriques et hybrides est emblématique car, en 2025, les ¾ des voitures électriques vendues dans le monde étaient produites en Chine. Selon Alix Partners, 143 sociétés ont vendu des voitures électriques l'année dernière mais 46 seulement ont vendu plus de 1000 voitures et la concentration n'est pas en cours puisque 23 nouvelles sociétés ont été créées en 2025 et seulement 9 fermées. Certes, beaucoup de ces entreprises sont des sous marques de groupes. Certes, 10 sociétés vendent plus de 1 million véhicules et elles représentent 85% du marché. Mais, ces groupes évoluent sur un marché qui, en avril, était en baisse de 20% sur un an et dans lequel les surcapacités abondent.

Conséquence, même des acteurs importants du secteur sont en perte. XPeng a publié au 1^{er} trimestre des pertes et un chiffre d'affaires en baisse de 13%. Li Auto, au même trimestre a publié des pertes et un chiffre d'affaires en recul de 11%. BYD, leader mondial d'un secteur porté par la volonté des acheteurs de réduire la dépendance aux véhicules à essence, a vu ses marges baisser et son cours en Bourse reculer de 4% cette année et de 13% sur 1 an. En 2025, conséquence d'une concurrence intense entre ces nombreuses sociétés, le résultat net a baissé de 19% et la marge nette est tombée à 4.1%. Pire encore a été le 1^{er} trimestre 2026 puisque le résultat net est en recul de 55%.

Seul échappatoire, l'export : en 2020, les exportations de véhicules par la Chine ne dépassaient pas 1 million de véhicules, en 2025, elles atteignent 7 millions, cette année on anticipe 10 à 12 millions. Tout un secteur mondial ainsi pressuré par cette concurrence. Il n'est que de voir le plan de licenciements de VW, 100 000 employés !

- L'exemple de l'industrie solaire :

Prenons un autre exemple, tout aussi éclairant car il s'agit du solaire, un secteur en pleine croissance. En 2024, les sociétés dans le solaire avaient perdu \$40 milliards et licencié 30% de leurs employés.

Les capacités de production chinoises, 1200 GW, représentent 2x la demande mondiale de panneaux solaires, 640 GW. Ainsi, sans surprise, Longi Silicon Materials, pourtant leader mondial de la production de modules solaires, perd de l'argent. \$280 millions au 1^{er} trimestre 2026 après \$210 millions au 1^{er} trimestre 2025. D'autres grands acteurs chinois, Jinko Solar, 1^{er} fabricant mondial de panneaux solaires photovoltaïques, et aussi Trina Solar sont aussi en perte. Les cours boursiers de ces valeurs, pourtant dans des secteurs porteurs, sont en baisse, -35% cette année pour Longi, -81% sur 5 ans, -42% cette année pour Jinko Solar, -72% sur 5 ans, -28% cette année pour Trina Solar, -66% sur 5 ans. Et pourtant, les exportations de panneaux solaires ont doublé en mars par rapport à février !

La faiblesse de la consommation et le déclin démographique accéléré :

- *La faiblesse de la consommation :*

La Chine s'affiche comme régime communiste mais, paradoxe, Xi s'oppose au déploiement d'un Etat providence. La consommation reste à 40% du PIB contre 54% en France et 67% aux Etats-Unis du fait d'un taux d'épargne des ménages élevé, à 35% de leur revenu.

En 2020, le 1^{er} ministre chinois avait rappelé que 600 millions de chinois vivaient encore avec \$140/mois et malheureusement ce chiffre a peu changé.

Les chiffres récemment publiés attestent de la faiblesse de cette consommation, un recul en mai sur 1 an, une croissance de seulement 1% en juin. Et, un suivi sectoriel montre des replis significatifs, -20% au 1^{er} semestre pour les ventes de voitures et même, dernier chiffre connu, -23% en juin. Autre exemple, une chute de 40% des prix du porc sur 1 an car les surcapacités (certaines fermes comptent 600 000 porcs) coexistent avec la faiblesse de la demande.

- *L'incidence de la crise immobilière persistante sur la consommation :*

Le placement immobilier a toujours été le premier placement des Chinois. L'ampleur des surcapacités, le nombre de logements vides, plus de 80 millions selon certaines estimations, ont ruiné les espoirs des Chinois de gagner de l'argent dans ce secteur, ne serait-ce que parce que le déclin rapide de la population va venir ajouter aux logements vides. Ainsi, les Chinois accroissent leurs dépôts d'épargne, ce qui affecte la consommation.

Selon Rhodium Group, l'activité de construction est tombée depuis 2023 de 16% du PIB à 11%. L'investissement immobilier au cours des 4 premiers mois était en baisse de 14% par rapport à la période correspondante de 2024 et les ventes immobilières en valeur ont diminué de 15% sur la même période.

Certes, les prix se stabilisent dans les grandes villes, notamment à Shanghai mais c'est explicable en partie par le découragement de propriétaires qui préfèrent retirer de la vente leur logement.

Le FMI, dans un rapport, recommande à la Chine de dépenser 5.5% de son PIB sur 4 ans pour sortir de la crise du secteur mais l'état des finances chinoises est un frein.

- *Le déclin démographique :*

Depuis quelques années, la Chine n'est plus la 1^{ère} puissance démographique car la population indienne l'a dépassé. Mais là n'est pas l'essentiel. La politique de l'enfant unique, longtemps imposée, a infléchi la pyramide des âges et aujourd'hui, malgré les objurgations de Xi, l'incapacité à dynamiser la natalité, provoquent un vieillissement accéléré et sans comparable dans le monde. On le sait, le nombre d'enfants/femme en Corée du Sud, à Taïwan et au Japon est plus faible mais le déclin démographique sera moins rapide.

En 2025, on dénombrait 11.3 millions de décès pour seulement 7.9 millions de naissances, soit 0.9 enfant/femme. Selon Yi Fuxian, ce nombre de naissances équivaut à celui de l'année 1738 mais à l'époque la Chine ne comptait que 150 millions d'habitants. En 2015, le nombre de naissances était encore de 16.5 millions.

Selon les estimations de l'ONU, la population chinoise devrait baisser de -35% en 50 ans, un pourcentage pire que l'Italie -30% et le Japon -28%. En 2100, toujours selon l'ONU, la population chinoise pourrait être tombée à 633 millions.

- *L'ampleur de l'endettement comme frein à des mesures de stimulation :*

Le déficit budgétaire réel, tel que mesuré par le FMI, ces 5 dernières années, approche 15% du PIB augmentant ainsi la dette publique à 135% du PIB et la dette globale du pays a 3.5 fois le PIB, un chiffre très élevé pour un pays encore émergent par quelques aspects.

Difficile dans ce contexte de venir en aide à un secteur immobilier sinistré depuis 2019, un secteur longtemps principal moteur de la croissance chinoise car, en incluant les travaux publics, il a représenté jusqu'à 25% du PIB.

La dépendance à l'export, désormais seul moteur :

L'excédent de la balance des paiements courants était de 3.7% du PIB en 2025 contre 0.2% en 2018. Le seul excédent commercial (\$1200 milliards en 2025) représente, selon le FMI, 6% du PIB. D'où une accumulation d'épargne.

Les derniers chiffres sont éclairants. En juin, les exportations ont augmenté plus rapidement que prévu de 27% sur un an. Les deux moteurs sont les composants relatifs à l'IA, notamment les semi-conducteurs bénéficiaires de fortes hausses des prix, les terres rares et les énergies renouvelables. Ainsi, les exportations de voitures, beaucoup électriques ou hybrides, ont augmenté de 60% sur les 5 premiers mois à 4 millions.

En mai, l'excédent commercial atteignait \$105 milliards sur 1 mois. Tous les pays, développés (Canada, Japon...) ou émergents (Thaïlande, Indonésie, Mexique...), se plaignent de cette invasion de produits chinois.

Le déficit commercial de l'UE avec la Chine est aujourd'hui de €1 milliard/jour. Des secteurs entiers sont menacés par cette concurrence déloyale. L'UE porte ainsi les taxes sur l'acier chinois à 50% au-delà d'un certain quota. L'UE veut obliger la Chine à transférer de la technologie, à produire davantage en Europe avec des salariés locaux et à acquérir plus de composants européens.

Conclusion : « Un voyage de mille lieux commence par un pas » Lao Tseu.

Le voyage de mille lieux pourrait être le dépassement des Etats-Unis et l'affirmation comme première puissance mondiale mais si les progrès accomplis sont immenses, les obstacles restent nombreux :

- Certes, la Chine est apparente gagnante du conflit en Iran :

Laissons de côté, le discrédit pour les Etats-Unis de cette campagne militaire menée en Iran et la perte de soft power américain depuis le retour de Trump, retenons 3 points favorables à la Chine : un usage accru du Yuan, perçu comme une des alternatives avec l'Euro et l'Or, au \$; le recours accru aux énergies renouvelables, des secteurs qui, de l'éolien au solaire en passant par les batteries et les véhicules électriques, sont dominés par la Chine et enfin, une influence accrue sur de nombreux pays du Sud global car la Chine poursuit le développement des Routes de la Soie. A titre d'illustration rappelons l'ouverture récente d'une ligne de 5400 kms de train vers le Turkménistan.

- ... Mais le primat du politique sur l'économie :

Dans la Chine de Xi, l'idéologie, la politique priment et de cela ressort un objectif, l'indépendance. Indépendance énergétique, objectif atteint à 85% grâce au développement des énergies renouvelables, grâce à la production de charbon, plus de la moitié de la production mondiale, grâce aux capacités de raffinage. Indépendance dans l'alimentation en dépit d'une faiblesse des terres arables et des ressources en eau potable. Pour l'heure, le pays enregistre un déficit de \$140 milliards sur les produits alimentaires.

Dans le même temps, la Chine érige de plus en plus de barrières pour empêcher les transferts de technologie et les investissements d'entreprises à l'étranger. Des dizaines d'entreprises américaines se voient fermer le marché chinois, exemple l'interdiction pour Meta d'acquérir pour \$2 milliards, Manus, un agent d'IA conçu par une start up chinoise.

- ... contribue au ralentissement structurel de la croissance :

Des décennies durant, après la mort de Mao et les réformes mises en œuvre par Deng, la croissance annuelle moyenne a atteint ou dépassé 10% l'an mais c'est terminé.

Depuis le pic de 2021, le poids de la Chine dans le PIB mondial a diminué de 18% à 16.5% tandis que le poids des Etats-Unis augmentait à 26%. Au 2^{ème} trimestre, le pays a enregistré sa plus faible croissance depuis 2022 à 4.3%. La croissance réelle du pays ne serait pas de 4.5% mais bien inférieure, peut-être même à peine supérieure à 0 et cette croissance provient essentiellement des exportations liées aux énergies renouvelables et

à l'intelligence artificielle. Selon Capital Economic, le chiffre de croissance de 2025 aurait été gonflé de 1.5 point et selon FactSet qui a étudié les marges de 5000 sociétés chinoises, elles seraient au plus bas depuis 2009.

Genève, le 17 juillet 2026

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 (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 | Genève

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