

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Quoi espérer des récentes annonces pour stimuler l'économie chinoise?

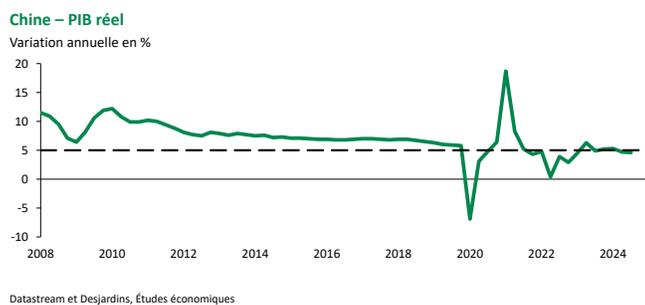
Par Hendrix Vachon, économiste principal, et Marc-Antoine Dumont, économiste senior

Plusieurs mesures de stimulation ont été annoncées en Chine depuis la fin du mois de septembre. L'objectif est de relancer une économie en perte de vitesse. Beaucoup d'efforts sont notamment déployés pour stimuler le secteur de l'immobilier résidentiel. La diminution des taux d'intérêt et la baisse du ratio de réserve des institutions financières pourraient aider en facilitant le crédit. Il y a aussi eu des annonces du gouvernement central pour recapitaliser les institutions financières et soutenir les gouvernements locaux. Dans un premier temps, les marchés ont plutôt bien accueilli les décisions des autorités chinoises, mais l'élan demeure fragile. Certains préféreraient voir le gouvernement intervenir davantage dans l'économie en augmentant encore plus significativement ses dépenses. Cela pourrait aider davantage l'économie chinoise à court terme, mais les effets à long terme sont plus incertains. De notre avis, les difficultés en Chine ont des racines profondes et des changements structurels devront s'opérer pour revigorer l'économie chinoise durablement.

Une économie en perte de vitesse

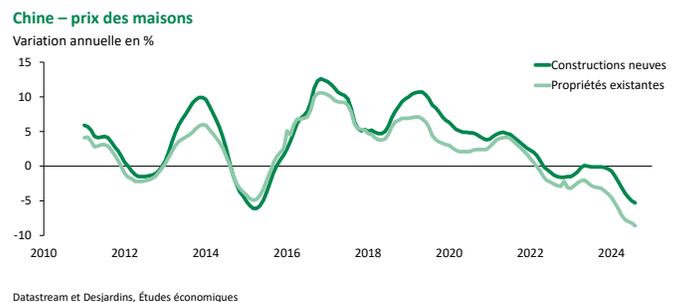
Depuis plus de dix ans, à l'exception du rebond post-COVID, la croissance du PIB réel chinois ralentit (graphique 1). Les plus récentes données font état d'une économie progressant à moins de 5 %, ce qui est peu pour la Chine, en plus d'être sous l'objectif fixé par le gouvernement.

Graphique 1
La croissance économique est sous les 5 % en Chine



Il y a toujours eu des doutes sur la qualité des données économiques chinoises. En réalité, le véritable portrait est peut-être pire encore, mais ce *Point de vue économique* ne portera pas sur cet aspect. De toute façon, il y a des faiblesses qui ne font pas de doute, notamment en ce qui a trait au marché immobilier résidentiel. Après avoir connu une période d'investissements soutenue, l'offre a fini par dépasser la demande et les prix des propriétés sont maintenant en baisse (graphique 2). Il y avait aussi des inquiétudes sur la croissance et la qualité du crédit, ce qui a encouragé les autorités chinoises à intervenir pour assainir la situation. De toute évidence, ces dernières ont raté

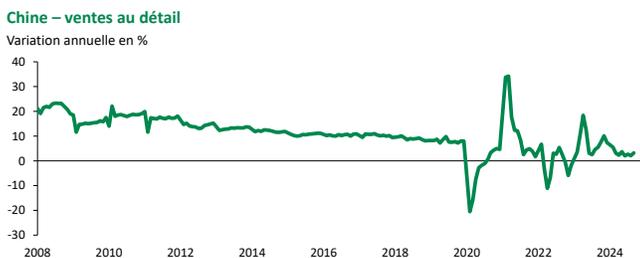
Graphique 2
Les prix des maisons sont en baisse depuis 2022



l'atterrissage en douceur. Plusieurs promoteurs ont connu des difficultés financières et d'importants projets sont demeurés inachevés. Au bout du compte, c'est tout un pan de l'économie qui est maintenant au ralenti et le secteur financier s'en trouve également affaibli.

La consommation ne va pas très bien non plus. Avant la pandémie, les ventes au détail connaissaient encore une progression respectable de 8 % par année. Maintenant, il semble difficile de dépasser 3 % (graphique 3). Les ménages chinois ont reçu peu de soutien financier durant les années où des mesures sanitaires sévères liées à la COVID étaient appliquées, ce qui a limité leur capacité à rebondir par la suite. Les difficultés économiques actuelles, avec une faible confiance des ménages et un taux de chômage en hausse, n'aident pas non plus, sans compter que les banques sont plus réticentes à prêter.

Graphique 3 La consommation progresse beaucoup plus lentement



Datastream et Desjardins, Études économiques

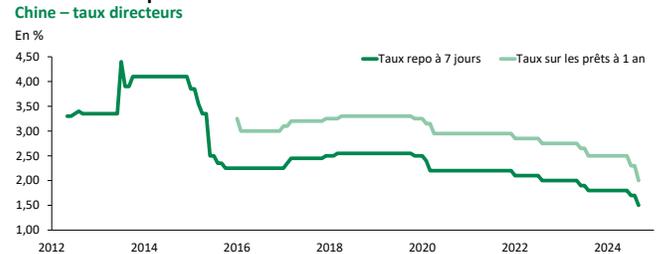
Des mesures d'assouplissement monétaire probablement encore trop timides

Parmi les mesures annoncées dernièrement par les autorités chinoises, on retrouve une baisse des taux d'intérêt et une réduction des ratios de réserves obligatoires pour les institutions financières. Le but est de rendre le crédit plus facile, mais est-ce que ça va suffire?

La réalité est que la Banque populaire de Chine a déjà abaissé plusieurs fois les taux d'intérêt au cours des dernières années sans que cela ait empêché la poursuite du ralentissement du crédit et du marché immobilier. Cette fois, la diminution des taux d'intérêt est d'une ampleur un peu plus grande (graphique 4), mais il n'est pas garanti que cela suffira. D'autres baisses de taux importantes pourraient être nécessaires.

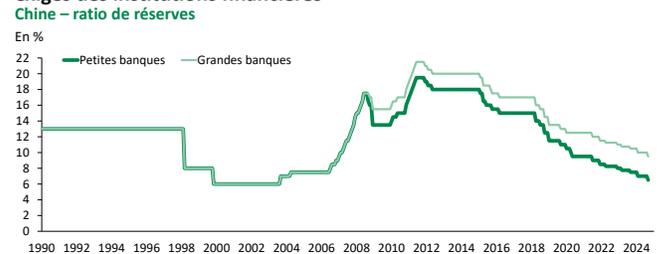
C'est la même critique avec la réduction des ratios de réserves obligatoires. Ceux-ci ont été réduits à plusieurs reprises au cours des dernières années (graphique 5). En principe, cela permet aux institutions financières de prêter davantage, mais l'effet est limité si la demande pour le crédit n'y est pas.

Graphique 4 La Banque populaire de Chine a décrété de nouvelles baisses de taux d'intérêt en septembre



Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 Les autorités monétaires ont régulièrement réduit les ratios de réserves exigés des institutions financières

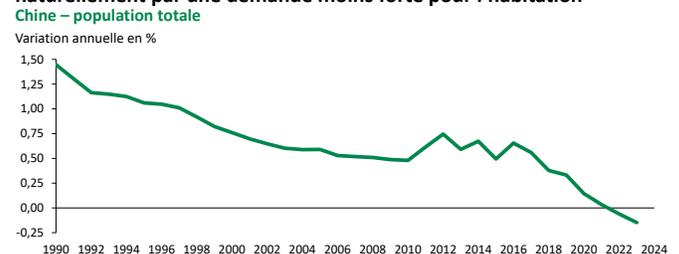


Datastream et Desjardins, Études économiques

Difficile de relancer l'habitation lorsque la population diminue

L'une des raisons pour lesquelles la demande pour le crédit pourrait ne pas augmenter significativement est d'ordre structurel. La population chinoise a commencé à décroître et cela change considérablement la donne (graphique 6). La demande pour le logement et pour le crédit hypothécaire pourra difficilement rebondir dans les prochaines années. C'est une situation qui a d'ailleurs des similitudes avec celle vécue par

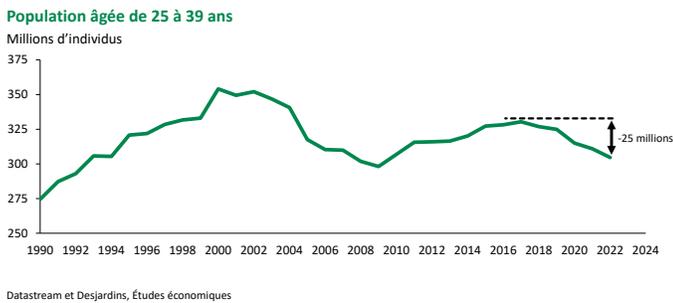
Graphique 6 La population a commencé à décliner en Chine, ce qui se traduit naturellement par une demande moins forte pour l'habitation



Datastream et Desjardins, Études économiques

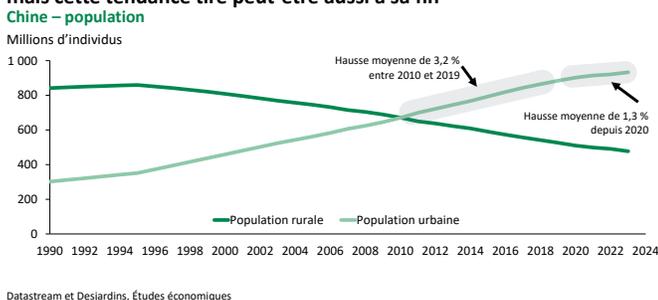
le Japon dans les années 1990. Il sera également difficile de ramener une tendance haussière durable du prix des propriétés. La tendance paraît encore plus inquiétante si l'on regarde la taille de la population âgée de 25 à 39 ans, où se trouve le principal bassin de premiers acheteurs (graphique 7). Cette tranche de la population a diminué de 25 millions d'habitants dans les dernières années.

Graphique 7
La population des 25 à 39 ans diminue plus rapidement



Cela dit, la poursuite de l'urbanisation de la Chine pourrait aider. L'arrivée continue de nouveaux habitants dans les villes nécessite de poursuivre le développement du secteur résidentiel, quoiqu'à un rythme plus lent qu'avant. La croissance annuelle de la population urbaine a ralenti au cours des dernières années. Entre 2010 et 2019, la population des villes augmentait de plus de 3 % par année. La progression moyenne a diminué à 1,3 % entre 2020 et 2023 (graphique 8). La COVID et les mesures sanitaires peuvent expliquer en partie ce ralentissement durant ces années. Il faudra voir les chiffres pour 2024 et 2025 afin de mieux juger de la nouvelle tendance. Les attentes doivent toutefois être modérées, considérant que la diminution de la population chinoise devrait tôt ou tard également affecter la croissance de la population urbaine.

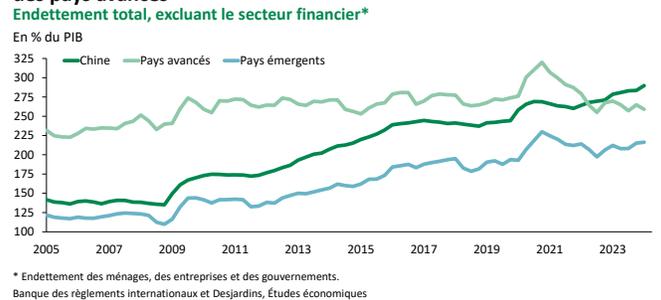
Graphique 8
L'urbanisation nécessite encore des investissements dans l'immobilier, mais cette tendance tire peut-être aussi à sa fin



L'endettement est de toute façon déjà élevé en Chine

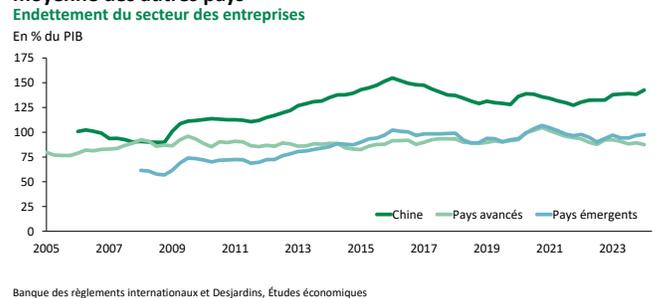
Même s'il y a un certain potentiel de rebond pour le secteur de l'habitation et du crédit, il faut tout de même se questionner sur la soutenabilité à long terme du niveau d'endettement. La somme des dettes gouvernementales, des entreprises et des ménages totalise 290 % du PIB en Chine. C'est plus que la moyenne des pays avancés (graphique 9). Selon les données de la Banque des règlements internationaux, l'endettement chinois dépasse ceux des États-Unis, à 255 % du PIB, et de la zone euro, à 236 % du PIB. L'endettement chinois ne dépasse toutefois pas celui du Japon, qui trône à 400 % du PIB.

Graphique 9
L'endettement total de la Chine est déjà élevé et dépasse la moyenne des pays avancés



Ainsi, la Chine figure déjà parmi les pays les plus endettés. Est-il alors souhaitable de miser une fois de plus sur une expansion du crédit pour relancer l'économie? L'endettement est particulièrement élevé du côté des entreprises (graphique 10), mais ces données cachent le fait que des gouvernements locaux se sont en partie endettés via des entreprises, notamment dans le cadre de politiques industrielles coûteuses. Le véritable portrait est donc vraisemblablement plus optimiste pour les entreprises privées, mais moins du côté gouvernemental. De plus, plusieurs en appellent à une modernisation du fonctionnement des différents paliers gouvernementaux. Actuellement, les

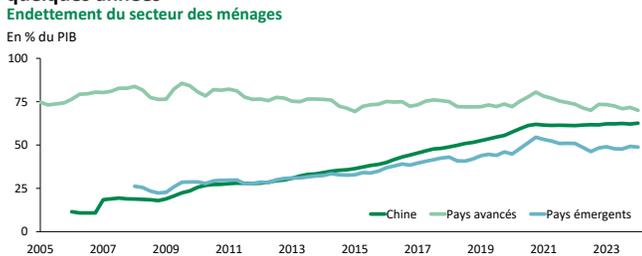
Graphique 10
L'endettement des entreprises chinoises se démarque par rapport à la moyenne des autres pays



gouvernements locaux et leurs différentes filières de financement se voient imposer par l'autorité centrale des cibles incompatibles avec le maintien de saines finances publiques en forçant une hausse des investissements non productifs. Un meilleur partage des responsabilités et des réformes fiscales seraient bienvenus, mais ce sont des changements qui peuvent prendre plusieurs années. D'ici là, le gouvernement central risque de devoir constamment venir au secours des gouvernements locaux, comme il vient de le faire.

L'endettement des ménages chinois est quant à lui plus élevé que la moyenne des pays émergents, mais moins que celle des pays avancés (graphique 11). Dans une perspective de poursuite du développement de la demande intérieure chinoise, il pourrait y avoir une certaine marge de manœuvre du côté de l'endettement des ménages, mais encore faut-il que ces derniers aient suffisamment confiance dans l'économie et le marché du travail. Les perspectives démographiques défavorables devraient aussi demeurer un frein.

Graphique 11
Le poids de l'endettement des ménages chinois est stable depuis quelques années



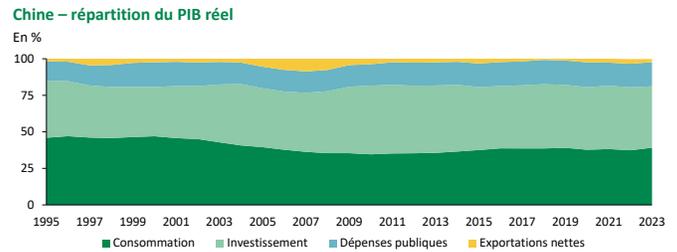
Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

La Chine ne peut pas continuellement compter sur l'investissement

Pendant plusieurs années, le succès économique de la Chine a principalement reposé sur une forte croissance des investissements (immobilier, industrie et infrastructures). Depuis les années 2000, le poids des investissements dans le PIB dépasse celui de la consommation (graphique 12).

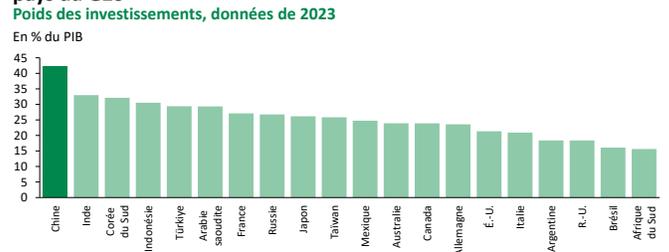
Ce portrait détonne par rapport aux autres principales économies. En 2023, malgré les difficultés du secteur immobilier, le poids des investissements chinois dans le PIB totalisait encore 42 % (graphique 13). C'est 10 % de plus qu'en Inde et en Corée du Sud. Au Canada, aux États-Unis et dans plusieurs pays européens, le poids de l'investissement dépasse rarement 25 % du PIB. Dans ces pays, c'est la consommation qui domine et le poids des dépenses gouvernementales est aussi généralement plus élevé. La Chine aurait intérêt à miser sur un modèle de développement différent de celui des dernières

Graphique 12
L'économie chinoise demeure très dépendante des investissements



Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 13
Le poids des investissements en Chine dépasse celui de tous les autres pays du G20



Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

décennies, avec un poids plus élevé de la consommation et des dépenses publiques. Un tel changement ne s'opère toutefois pas sur quelques trimestres, mais bien sur plusieurs années. Il nécessiterait aussi plusieurs réformes. Un meilleur filet de sécurité sociale pourrait notamment aider à convaincre les ménages à moins épargner et à davantage consommer. De plus grandes libertés individuelles pourraient aussi augmenter les possibilités en matière de consommation pour les ménages chinois, mais ce scénario nous paraît improbable dans un avenir prévisible.

Quoi qu'il en soit, si la Chine décidait de persister dans le maintien d'un modèle encore fortement orienté sur les investissements, elle risque de se buter à une baisse de rendement du capital. Au fur et à mesure que de nouvelles usines ou de nouvelles infrastructures sont ajoutées, le gain économique supplémentaire qui en est retiré diminue. Pour encourager la poursuite des investissements massifs en dépit du fait que leur rendement diminue, il faut alors constamment réduire les taux d'intérêt mais, éventuellement, des surplus de capacité deviennent tout simplement trop apparents.

Déjà en surplus de production dans plusieurs secteurs

Nul doute que la Chine est l'usine du monde alors qu'elle est responsable de 30 % de la production industrielle mondiale, suivie par les Américains avec 15 %. Toutefois, ce moteur de

croissance économique semble graduellement se transformer en problème pour les autorités chinoises.

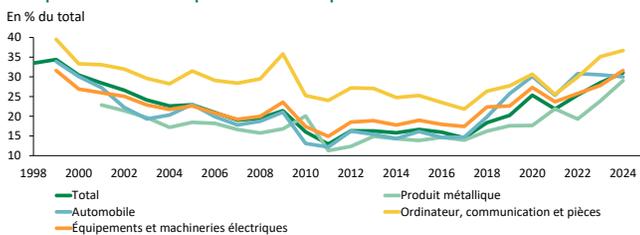
Plusieurs secteurs comme les puces électroniques bas de gamme, les panneaux solaires, les batteries et l'acier se trouvent déjà en situation de surproduction. Cela s'est traduit par une chute des prix de ces composantes et par une montée de la proportion d'entreprises déclarant des pertes financières de 12,9 % en 2011 à 31,0 % en 2024 (données provisoires) (graphique 14).

mal adaptées pour les amener à maturité parce qu'elles ne répondent pas bien à la demande réelle des ménages chinois. Ainsi, plusieurs entreprises et secteurs demeurent subventionnés trop longtemps, ce qui engendre d'importants coûts pour le gouvernement et contribue à miner la confiance de la population envers l'économie. La Chine aurait intérêt à libéraliser davantage son économie et à laisser les décisions d'investissement entre les mains des entrepreneurs. À court terme, cela pourrait signifier une chute des investissements en raison du retrait du gouvernement, ainsi que des consolidations dans plusieurs secteurs. Par contre, à plus long terme, une meilleure allocation des ressources en fonction des besoins réels du marché intérieur pourrait plus facilement soutenir une croissance forte et durable. En prime, la confiance en l'économie serait plus robuste, ce qui pourrait encourager les ménages à consommer davantage.

Le protectionnisme de l'Occident complique la situation

Une autre raison pour la Chine de miser sur son marché intérieur est qu'il devient de plus en plus difficile d'exporter. Si l'on prend seulement l'exemple des voitures électriques, malgré l'urgence climatique, les États-Unis, le Canada et l'Union européenne n'ont pas hésité très longtemps à appliquer de nouveaux tarifs douaniers envers la Chine. Les politiques industrielles chinoises, avec des soutiens massifs de l'État, sont perçues à juste titre comme une concurrence déloyale (graphique 16). En 2023, les dépenses du gouvernement chinois dans l'industrie des voitures électriques équivalaient à un soutien d'environ 5 000 \$ US par voiture. D'autres produits fabriqués en Chine sont aussi sous la menace d'ajout de tarifs. La situation pourrait se complexifier davantage avec l'élection de Donald Trump qui menace ni plus ni moins d'appliquer des tarifs de 60 % sur les importations provenant de la Chine.

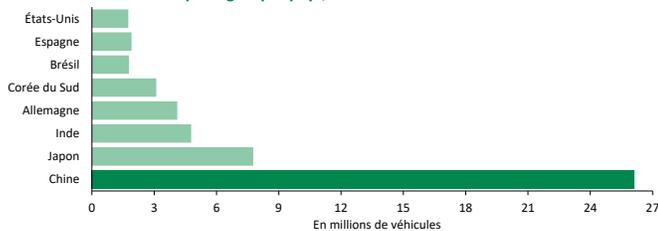
Graphique 14
Les pertes financières sont de plus en plus communes dans le secteur industriel chinois
Entreprises déclarant des pertes financières par industrie



NOTE : Données partielles pour 2024, moyenne de janvier à août.
National Bureau of Statistics of China, Datastream et Desjardins, Études économiques

Cependant, ces cas ne sont rien si on les compare au secteur automobile. La Chine a initialement connu un énorme succès en se hissant au premier rang de la production mondiale avec plus de 25 millions de véhicules passagers produits en 2023 (graphique 15). Toutefois, le pays aurait en réalité la capacité d'en produire le double dans un marché intérieur où le nombre de ventes de véhicules neufs ne s'élève qu'à 30 millions.

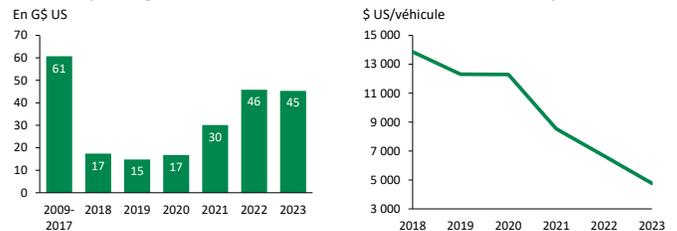
Graphique 15
La Chine est devenue le plus important producteur de véhicules au monde
Production de véhicules passagers par pays, 2023



Statista et Desjardins, Études économiques

Le marché intérieur est simplement trop petit ou sous-développé pour soutenir sa propre capacité manufacturière. De plus, il s'agit aussi d'un symptôme des politiques industrielles chinoises très efficaces pour développer de nouvelles industries, mais

Graphique 16
Le soutien de la Chine à ses industries est perçu comme de la concurrence déloyale
Chine – dépenses gouvernementales dans le secteur des véhicules électriques

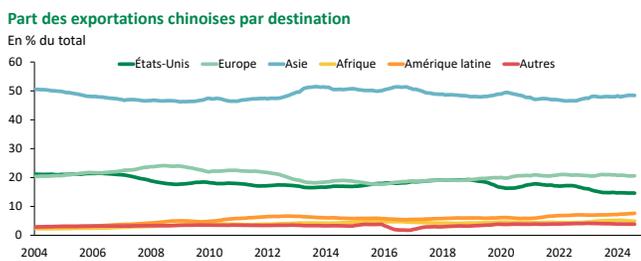


Center for Strategic & International Studies et Desjardins, Études économiques

Est-ce qu'une stratégie de diversification des marchés d'exportation pourrait alors fonctionner? Les États-Unis occupent aujourd'hui environ 15 % des exportations chinoises. Cette part est en diminution depuis les tarifs appliqués par les États-Unis

au cours du premier mandat Trump (graphique 17). D'autres régions ont vu leur part augmentée, notamment l'Europe et l'Amérique latine. Dans le cas de l'Europe, l'ajout récent de tarifs sur les véhicules électriques et d'autres tarifs potentiels risquent de freiner l'élan. Pour ce qui est des autres marchés, il faut se questionner sur leurs besoins réels en matière d'importations. Ce sont généralement des pays avec des ménages ayant un plus faible pouvoir d'achat et ils ne seront sûrement pas tous friands de voitures électriques si leur réseau électrique est sous-développé. Et plus simplement, est-ce que ces autres pays accepteront passivement d'être un déversoir pour le surplus de production chinois? Probablement pas. Tous les pays cherchent d'une façon ou d'une autre à développer des industries locales. Bref, ça ne serait pas simple pour la Chine de miser sur une croissance de ses exportations pour résoudre son problème de surplus de production.

Graphique 17
La part des États-Unis dans les exportations chinoises diminue



Datastream et Desjardins, Études économiques

Les investisseurs étrangers et chinois sont plus frileux

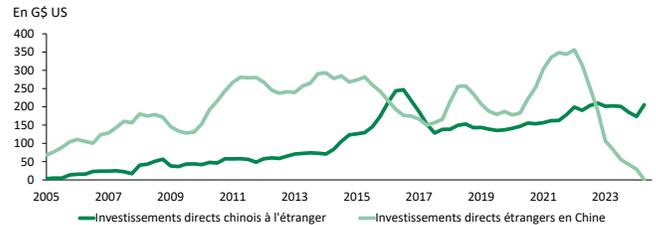
Si les autorités chinoises ne prennent pas la décision de réformer l'économie, ce sont peut-être les investisseurs eux-mêmes qui la prendront. En analysant les statistiques financières internationales, on constate qu'il y a davantage de sorties nettes de capitaux de la Chine du côté des investissements directs. Les étrangers ont considérablement réduit leurs investissements directs en Chine et les Chinois augmentent constamment ce type d'investissement vers l'étranger (graphique 18).

La tendance défavorable des investissements directs pourrait être compensée par d'autres sources de financement, mais celles-ci sont plus volatiles. Les investissements directs sont reconnus pour être des investissements de plus grande qualité, avec une vision et un engagement de plus long terme.

Le surinvestissement des dernières années, la menace protectionniste, la mauvaise gestion gouvernementale et la faiblesse du secteur immobilier ne sont peut-être pas les seules

Graphique 18
Les investisseurs étrangers sont plus frileux et les investisseurs chinois continuent de sortir leurs capitaux

Flux des investissements directs, somme des quatre trimestres



State Administration of Foreign Exchange et Desjardins, Études économiques

explications au changement de comportement des investisseurs à l'égard de la Chine. Sur le plan géopolitique, le pays paraît aussi plus risqué en raison de son appui à la Russie et des menaces à l'endroit de Taïwan, entre autres choses.

Au bout du compte, nous maintenons un scénario de lente décroissance en Chine

Pour résumer, nos prévisions changent peu malgré les annonces faites récemment par les autorités chinoises. Nous pourrions voir certains effets positifs à court terme, mais à défaut d'avoir de grandes réformes structurelles, la tendance baissière de la croissance économique devrait se poursuivre à long terme. La cause principale de ce long et lent ralentissement est l'épuisement du modèle de développement économique en Chine basé sur des investissements massifs et des politiques de soutien à l'industrie. Des surplus de capacité de production sont de plus en plus apparents et pourront difficilement être écoulés sur le marché local ou vers les exportations. Les rendements économiques de ces investissements continueront de diminuer, ce qui risque aussi de rendre les investisseurs plus frileux. La décroissance démographique est un autre enjeu majeur pour la Chine. Cela limitera considérablement les chances de relancer son marché immobilier.

La faiblesse en vue en Chine est l'une des explications à nos prévisions de croissance modérée des prix des [matières premières](#). D'un point de vue d'investissement, la prudence semble de mise à l'égard de la Chine. Certes, la Bourse chinoise a rebondi récemment, mais ce rebond s'appuie essentiellement sur l'espoir que les autorités chinoises réussissent à relancer l'économie. Il faudra aussi garder un œil du côté de la devise chinoise, le yuan. De plus grandes difficultés à exporter, notamment en raison du protectionnisme des pays de l'Occident, pourraient être compensées par une dépréciation de celui-ci. Des flux d'investissements internationaux moins favorables pourraient aussi faire déprécier le yuan, à moins que la Chine n'opte pour la vente d'une partie de ses réserves internationales, ce qui est peu probable.