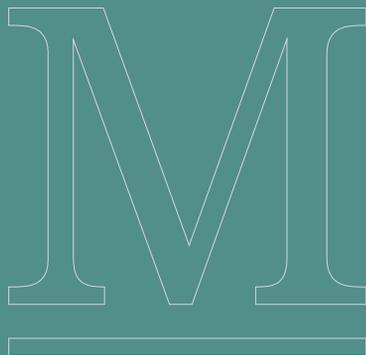


---

# Après l'été meurtrier de l'économie chinoise, la crise de confiance

NOTE D'ÉCLAIRAGE - SEPTEMBRE 2023



*Think tank* de référence en France et en Europe, l'Institut Montaigne est un espace de réflexion indépendant au service de l'intérêt général. Ses travaux prennent en compte les grands déterminants économiques, sociétaux, technologiques, environnementaux et géopolitiques afin de proposer des études et des débats sur les politiques publiques françaises et européennes. Il se situe à la confluence de la réflexion et de l'action, des idées et de la décision.

NOTE D'ÉCLAIRAGE - Septembre 2023

## **Après l'été meurtrier de l'économie chinoise, la crise de confiance**



*Les notes d'éclairage de l'Institut Montaigne  
permettent de se situer et de rendre intelligible  
l'environnement dans lequel nous évoluons.*



	<b>Introduction</b> .....	7
<b>1</b>	<b>Ligne économique et modèle de croissance : de fausses surprises ?</b> .....	10
<b>2</b>	<b>L'inverse d'un « quoi qu'il en coûte » : un cap orthodoxe, centralisateur et sécuritaire</b> .....	16
<b>3</b>	<b>Les incohérences des données statistiques et comptables</b> .....	19
<b>4</b>	<b>En cas de crise de la dette, l'hypothèse de la monétisation</b> .....	26
<b>5</b>	<b>Implications pour l'Europe</b> .....	32
	<b>Remerciements</b> .....	35

## François Godement

Conseiller spécial – Asie et États-Unis et expert résident  
Institut Montaigne

François Godement est le Conseiller spécial – Asie et États-Unis de l'Institut Montaigne. Il est également *Nonresident Senior Fellow* du Carnegie Endowment for International Peace, et consultant externe au ministère de l'Europe et des Affaires étrangères français. François Godement était précédemment directeur du programme Asie de l'ECFR, et professeur des universités à l'Inalco puis à Sciences Po Paris. Il a fondé le Centre Asie de l'IFRI (1985-2005) et le *think tank* Asia Centre en 2005. En 1995, il a co-fondé le comité européen du Council for Security Cooperation in the Asia Pacific (CSCAP). François Godement est diplômé de l'École normale supérieure de la rue d'Ulm, où il s'est spécialisé en histoire, avant d'étudier à l'université Harvard.

Ses derniers ouvrages publiés sont *Les mots de Xi Jinping*, Dalloz, 2021 et *La Chine à nos portes – une stratégie pour l'Europe* (avec Abigaël Vasselier), Odile Jacob, 2018.

Pour l'Institut Montaigne, François Godement a récemment publié les notes de recherche suivantes : *Flux transfrontaliers de données : les choix pour l'Europe* (avril 2023), *Économie chinoise : la voie de Xi Jinping* (juin 2022), *Rebooting Europe's China Strategy* (mai 2022, avec Ian Bond, Hanns W. Maull et Volker Stanzel), *Xi Jinping, un ordolibéral : les marges de croissance de la Chine en 2022* (février 2022), et *Vu de Pékin : le rebond de l'économie chinoise* (juin 2021).

L'été 2023 a vu le consensus sur l'économie chinoise se renverser. L'essor économique avait semblé défier les hauts et les bas de la conjoncture internationale. Épargnée par l'inflation, la Chine poursuivait sa conquête des marchés extérieurs tout en mutant vers une économie de consommation et de services. À ces clichés succède aujourd'hui une accumulation de mauvaises nouvelles encore amplifiées par les commentaires. Certaines d'entre elles relèvent en réalité de tendances plus anciennes : mais c'est ainsi que se forment, et parfois se retournent, les opinions de marché. En réalité, sur les trois moteurs de la croissance chinoise (consommation intérieure, y compris l'immobilier, investissements industriels et d'infrastructures, exportations), seule la composante exportation tirait la croissance depuis 2020.

Au premier rang de ces nouvelles figure, justement, le ralentissement des exportations depuis 2023. Il s'y ajoute l'annonce d'une déflation technique des prix – s'expliquant notamment ici par les prix de l'alimentation et l'énergie – l'atonie de la consommation intérieure et une aggravation du chômage des jeunes. La crise immobilière persiste, avec une baisse marquée des investissements et des prêts dans ce secteur, les risques budgétaires et financiers qui en découlent pour les gouvernements locaux, la « finance de l'ombre » et les acheteurs hongkongais et étrangers d'obligations chinoises : ces derniers réduisent leurs engagements.

Tout cela forme subitement un ensemble à l'apparence cohérente. Au même moment, on observe un **scepticisme grandissant envers les annonces officielles chinoises**. Ce scepticisme est d'autant plus préoccupant qu'il est exprimé à l'intérieur même du pays, avec des doutes sur la véracité des statistiques du PIB et de l'investissement, notamment au niveau provincial. Par ailleurs, les mesures de contrôle et de censure des données prises par les autorités dans des domaines aussi divers que le chômage des jeunes ou le secteur de l'énergie nourrissent ce sentiment et aboutissent à l'effet inverse de celui recherché : le maintien d'un climat positif pour l'économie.

Ce scepticisme n'est ainsi pas seulement le fait des observateurs étrangers, mais de façon plus significative encore celui des investisseurs et des consommateurs chinois. En témoigne par exemple l'économiste et sociologue Sun Liping, qui évoque la nécessité de changements structurels pour résoudre une offre pléthorique par rapport à une demande insuffisante, et fait aussi valoir la nécessité d'un « environnement international amical » (一种友好的国际环境)<sup>1</sup>. D'autres évoquent en priorité une récession de bilan (*balance sheet recession* en anglais) : l'endettement et la déflation nourrissent une spirale attentiste.

Face à ce climat qui auto-entretient le marasme, le gouvernement déroule des mesures de soutien et des déclarations rassurantes, notamment à destination des entreprises chinoises et étrangères. Mais c'est une addition de mini-mesures qui évite de renier une ligne générale axée sur la sécurité économique. La sécurité nationale englobe la protection des chaînes d'approvisionnement d'importance industrielle, comme énoncée dans le rapport du 20<sup>e</sup> Congrès. Il s'y juxtapose une tension idéologique et géopolitique qui porte la marque personnelle de Xi Jinping<sup>2</sup>. **Deux politiques simultanées mais contradictoires, incarnées par les hommes du clan Xi et des technocrates parfois rappelés aux affaires mais sans influence politique, cela crée un déficit de crédibilité.** Après l'échec du rebond économique espéré début 2023 lors de la levée des confinements liés au Covid-19, on ne voit pas aujourd'hui de réactions positives aux multiples annonces de soutien à l'économie faites par les autorités depuis fin juin. C'est bien une crise de confiance qui domine les perspectives.

<sup>1</sup> Sun Liping, « Surplus, voilà le vrai problème auquel nous sommes confrontés (过剩, 4这才是我们现在面对的真正问题) », *Xueqiu*, 21 juillet 2023, <https://xueqiu.com/9976451060/256237312>

<sup>2</sup> Xi Jinping, « En brandissant haut l'étendard du socialisme à la chinoise, nous luttons unis pour la construction globale d'un pays socialiste moderne – Rapport du 20<sup>e</sup> Congrès national du Parti communiste chinois (高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告) », *Gouvernement de la République populaire de Chine*, 25 octobre 2022, [https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content\\_5721685.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm)

Une reconnaissance de la nature de la crise actuelle s'impose : une récession de bilan. C'était déjà une hypothèse crédible en Chine en 2022, analysée dans une note de l'Institut Montaigne de juin 2022<sup>3</sup>, et des économistes chinois en percevaient les implications : la première étant que **c'est moins le montant du passif public ou privé que les attentes des agents économiques qui les poussent à épargner et se désendetter plutôt qu'à consommer ou investir**<sup>4</sup>.

Est-ce pour autant une situation sans issue, devant mener à un krach ? En gonflant l'épargne privée – celle des particuliers comme celle des entreprises – la récession de bilan rend aussi possible une action vigoureuse des pouvoirs publics pour inverser les attentes du marché. La monétisation permettant l'effacement d'une partie de l'endettement est une voie ouverte à la Chine parce que cet endettement reste largement intérieur, et non international.

<sup>3</sup> François Godement, « Économie chinoise : la voie de Xi Jinping », Institut Montaigne, juin 2022, <https://www.institutmontaigne.org/publications/economie-chinoise-la-voie-de-xi-jinping>

<sup>4</sup> Zhu He, « Quatre malentendus récurrents sur la « récession de bilan » (Four Common Misunderstandings of “Balance Sheet Recession”) », *China Finance 40 Forum*, 17 juin 2022, [http://www.cf40.com/en/news\\_detail/12645.html](http://www.cf40.com/en/news_detail/12645.html)

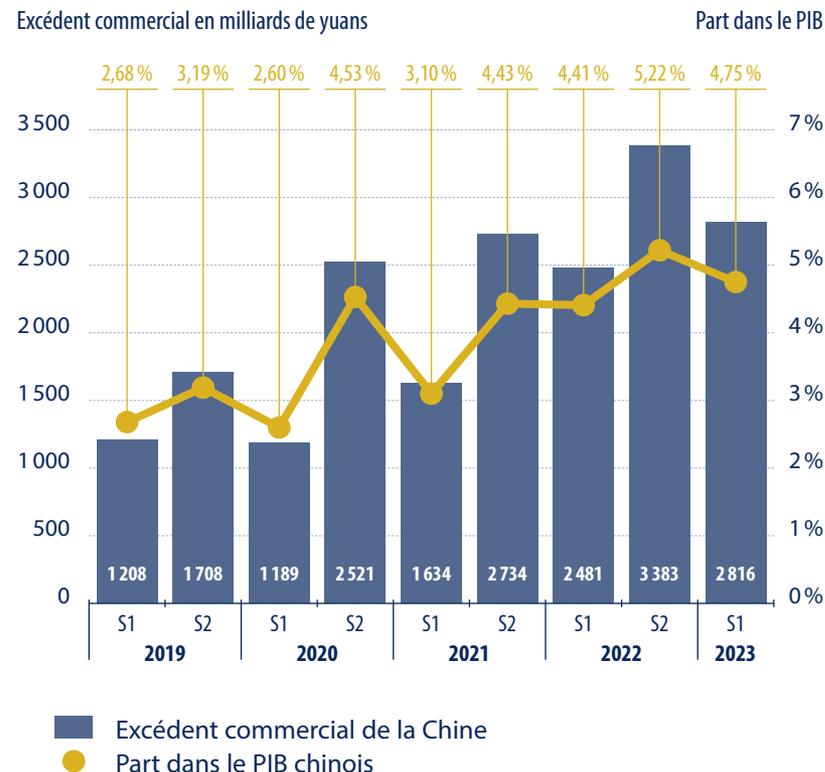
## 1 Ligne économique et modèle de croissance : de fausses surprises ?

Bien des éléments de la crise actuelle étaient sous-jacents depuis plusieurs années. L'économie chinoise changeait de moteur principal, mais pas dans la direction anticipée par les analystes internationaux : celle d'une évolution vers une économie fondée sur la consommation intérieure, les services et un accroissement des importations permis par l'enrichissement des ménages. Depuis la fin de l'année 2018 – soit avant le Covid-19 – les fondamentaux de l'économie chinoise ont suivi un autre chemin, qui lie étroitement géopolitique et géoéconomie.

**De début 2019 au printemps 2023, les exportations et l'excédent commercial n'ont jamais cessé de croître, battant leurs records absolus du début des années 2010.** Cette évolution préexistait au Covid-19 et elle lui a survécu – les chiffres des exportations de juin et juillet relativisent en partie cette observation. La valeur de l'excédent commercial de la Chine représente près de 5 % du PIB du pays, jusqu'à 10 % pour les seuls produits manufacturés, et 2 % du PIB mondial.

### Excédent commercial de la Chine et sa part dans le PIB chinois

(Premier semestre 2019 - premier semestre 2023)



Source : statistiques publiées sur le site du Bureau national des statistiques de la Chine.

De 2008 à 2018, l'OCDE avait enregistré une baisse de la part de la demande extérieure en produits manufacturés par rapport à celle de la demande intérieure<sup>5</sup>. Mais depuis 2019, on assiste à la tendance inverse : la demande extérieure en produits manufacturés est remontée à plus de

45 % de la valeur ajoutée<sup>6</sup>. La compétitivité du *Made in China* est intacte, et elle s'en est même retrouvée fortifiée par la chute des cours de transport maritime. La demande internationale ne pouvait toutefois absorber indéfiniment une telle croissance. Par exemple, le déficit commercial de l'UE vis-à-vis de la Chine a atteint près de 396 milliards d'euros en 2022<sup>7</sup>. La récession européenne de 2023 après les surtaxes douanières, dont l'impact est réel pour les produits concernés (et seulement pour ceux-ci), commence tout juste à produire ses effets sur certaines exportations chinoises.

En effet, depuis le second trimestre 2023, la croissance liée aux exportations fait elle aussi défaut, sans que le marché intérieur ne vienne compenser ce ralentissement externe. Les exportations sont en baisse de 12,4 %<sup>8</sup> en juin et 14,5 %<sup>9</sup> en juillet en glissement annuel. On peut également diverger sur les raisons, ou bien les additionner : **ralentissement des économies développées**, notamment en Allemagne et en Europe, les États-Unis faisant exception mais ayant réorienté une partie de leurs importations depuis d'autres pays (Vietnam, Malaisie) ; **restrictions américaines sur certaines exportations de haute technologie** (les semi-conducteurs étant le premier poste des importations chinoises), qui se répercutent sur les exportations de produits finis ; **moins de confiance des investisseurs étrangers**, qui avaient toujours fourni une part importante des exportations et réorientent à présent

<sup>5</sup> « Commerce en valeur ajoutée : Chine », OCDE, février 2022, [https://www.oecd.org/sti/ind/CN2021\\_CHN.pdf](https://www.oecd.org/sti/ind/CN2021_CHN.pdf)

<sup>6</sup> Andrew Batson, « Décomposition de l'industrie manufacturière chinoise (Breaking down China's manufacturing) », *The Tangled Woof*, 13 juin 2023, <https://andrewbatson.com/2023/06/13/breaking-down-chinas-manufacturing/>

<sup>7</sup> « Chine-UE — Statistiques du commerce international des biens », Eurostat, février 2023, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=China-EU\\_-\\_international\\_trade\\_in\\_goods\\_statistics&action=statexp-seat&lang=fr](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=China-EU_-_international_trade_in_goods_statistics&action=statexp-seat&lang=fr)

<sup>8</sup> « Tableau montrant la valeur totale des différents modes d'échange de biens importés et exportés en juin 2023 (en dollars américains) », Administration générale des douanes, 13 juillet 2023, <http://www.customs.gov.cn/customs/302249/zfxgk/2799825/302274/302275/5150382/index.html>

<sup>9</sup> « Les importations et exportations chinoises ont augmenté de 0,4 % au cours des sept premiers mois de cette année », Administration générale des douanes, 8 août 2023, <http://www.customs.gov.cn/customs/xwfb34/302425/5192192/index.html>

certaines investissements vers l'Asie du Sud-Est tout en vendant massivement leurs actions – obtenus via des investissements de portefeuille plus que des investissements directs – dans les entreprises chinoises<sup>10</sup>. Il reste, bien sûr, que la chute des exportations depuis le pic de l'été 2022 ne ramène celles-ci qu'au niveau de l'année 2021<sup>11</sup>, encore 25 % au-dessus de 2019, dernière année avant le Covid-19. Et l'atonie de l'économie intérieure se traduit de façon persistante par un retrait simultané des importations. L'excédent commercial, qui a dépassé 1 000 milliards de dollars pour l'année 2022 (940 milliards d'euros au taux moyen de décembre 2022), est encore de 81 milliards de dollars en juillet 2023 (73,5 milliards d'euros au taux moyen de juillet 2023)<sup>12</sup>, c'est-à-dire le mois où les commentaires se sont concentrés sur la baisse des exportations en année glissante.

Les politiques d'autosuffisance et le découplage, également qualifiés de « circulation duale » (双循环) et voulus par les autorités dans de nombreux secteurs, n'ont pas abouti à une croissance intérieure plus forte. On peut incriminer divers facteurs : la dépression provoquée par le Covid-19 et les confinements extrêmes ; une crise immobilière et du crédit qui est bien plus qu'un phénomène sectoriel<sup>13</sup>, car elle sape la confiance des consommateurs et des emprunteurs ; les coups gouvernementaux portés au secteur privé et à la société, en particulier à l'économie digitale ; un climat politique exécrationnel où reviennent sans cesse les termes de « lutte » (斗争) et de préparation à de graves événements internationaux.

<sup>10</sup> Hudson Lockett, « Les investisseurs étrangers vendent des actions chinoises à un rythme record en août (Foreign investors sell China shares at record pace in August) », *Financial Times*, 31 août 2023, <https://www.ft.com/content/8a6d78e1-fa95-4e7c-aade-47b33f658468>

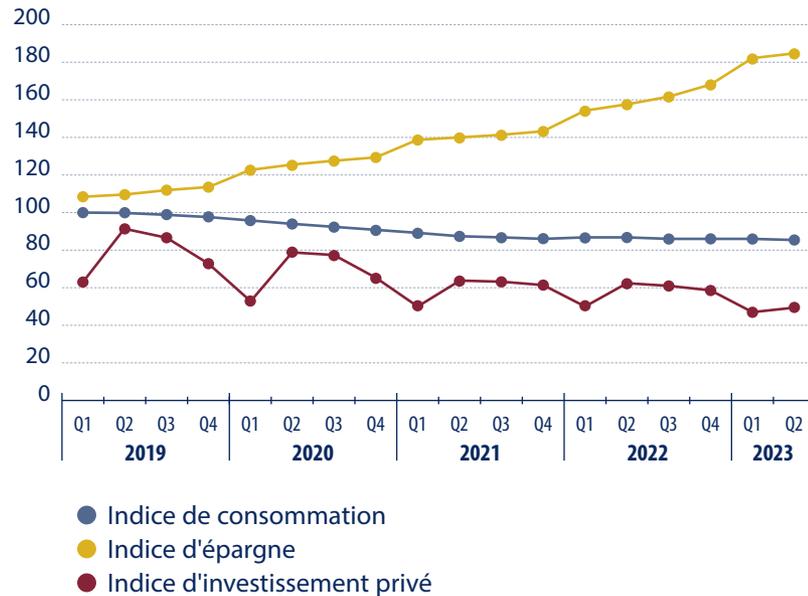
<sup>11</sup> « Tableau de la valeur totale des produits importés et exportés (valeur RMB) », Administration générale des douanes, 18 août 2023, <http://www.customs.gov.cn/customs/302249/zfxgk/2799825/302274/302277/302276/5247323/index.html>

<sup>12</sup> « Les importations et exportations chinoises ont augmenté de 0,4 % au cours des sept premiers mois de cette année », Administration générale des douanes, 8 août 2023, <http://www.customs.gov.cn/customs/xwfb34/302425/5192192/index.html>

<sup>13</sup> Philippe Aguiñer et François Godement, « Evergrande : quels risques de contagion économique ? », *Institut Montaigne*, 12 octobre 2021, <https://www.institutmontaigne.org/expressions/evergrande-quels-risques-de-contagion-economique>

En témoignent les chiffres record de l'épargne individuelle et des entreprises. **Le rebond de 2023 n'a pas eu lieu.**

Variation de l'épargne des ménages, de la consommation de biens durables et de l'investissement privé dans le PIB chinois  
(Q1 2019 - Q2 2023)



**Note :** pour mesurer l'épargne, la consommation et l'investissement privé, les indicateurs sont respectivement le montant des dépôts personnels (个人存款), la variation en glissement annuel des biens de consommation durables (耐用消费), ainsi que la part des investissements privés en actifs fixes (固定资产投资) dans le PIB. Le premier trimestre de 2019 équivaut à 100 %.

Source : calculs de l'auteur sur la base des statistiques publiées par le Bureau national des statistiques de la Chine et la Banque populaire de Chine

Le débat public sur la ligne économique s'est pratiquement tu après le 20<sup>e</sup> Congrès du Parti communiste chinois d'octobre 2022 et le départ de certains dirigeants réputés technocrates et plus au fait des tendances de l'économie mondiale. Cela est antérieur à l'injonction des autorités aux économistes d'adopter une orientation positive<sup>14</sup>, et à la raréfaction des statistiques dont les derniers cas concernent le chômage des jeunes (21,3 % en juin)<sup>15</sup> et le secteur de l'énergie. Ce qui reste de débat s'est cantonné à de timides conseils pour soutenir la consommation ou assouplir la politique monétaire. La responsabilité de l'économie est échue au vice-Premier ministre He Lifeng, un proche de Xi Jinping sans expérience internationale. D'une certaine manière, la nomination en juillet de Pan Gongsheng à la tête de la Banque centrale est un signal correctif – mais le poste n'a jamais eu d'autorité majeure. De façon frappante, quand le gouvernement prend des initiatives correctives en faveur des entreprises privées, comme il vient de le faire à nouveau, **c'est par surprise, sans aucun débat public préalable et sous forme de directives adressées aux officiels**, au mieux moyennant de courtes entrevues avec des représentants du secteur privé. D'où un problème de crédibilité politique.

<sup>14</sup> Sun Yu, « Les économistes chinois ne doivent pas être négatifs alors que la reprise s'essouffle (Chinese economists told not to be negative as rebound falters) », *Financial Times*, 6 août 2023, <https://www.ft.com/content/b2e0ad77-3521-4da9-8120-1f0c1fd98f8>

<sup>15</sup> « Reprise de l'économie nationale au premier semestre (上半年国民经济恢复向好) », Bureau national des statistiques de Chine, 17 juillet 2023, [http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202307/t20230715\\_1941271.html](http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202307/t20230715_1941271.html)

## 2 L'inverse d'un « quoi qu'il en coûte » : un cap orthodoxe, centralisateur et sécuritaire

La panne actuelle de l'économie chinoise n'en est pas vraiment une. La croissance se maintient à un étiage, alors même que la crise immobilière, avec ses ramifications financières, n'a pas achevé sa course. Le recul des exportations se produit à un niveau sans précédent. Dans la mesure où les importations ne progressent plus, **la machine à produire des excédents fonctionne toujours, et permet bien des irrationalités dans le système financier intérieur.** Pour autant qu'il soit fiable, l'indice PMI et les chiffres de la consommation indiquent une légère reprise en août. Le niveau d'endettement est préoccupant – mais certaines économies occidentales font pire. À un horizon plus éloigné, l'effondrement de la natalité sans qu'un système de gestion efficace de l'épargne soit en place est plus grave, tout comme le déséquilibre des finances locales. Mais dans l'immédiat, la Chine ne connaît ni l'inflation ni la pénurie de main-d'œuvre qui affectent les économies développées. Cette chute des naissances, plus rapide encore que dans le reste de l'Asie orientale, est certes un symptôme de perte de confiance dans l'avenir. Mais ses conséquences ne sont pas immédiates, sauf pour une propension à épargner toujours plus importante. On peut relever aussi que le chômage des jeunes est plus important en Inde qu'en Chine, et comparable à celui de l'Espagne ou de l'Italie. Certes, la véracité des chiffres chinois est ouverte au doute, surtout pour les zones rurales.

Tant face à la crise du Covid-19 que face à la crise immobilière, Xi Jinping a maintenu pour l'essentiel une politique monétaire et de crédit orthodoxe ; l'inverse, en quelque sorte, d'un « quoi qu'il en coûte ». Les raisons en sont multiples : orthodoxie financière d'un régime bien au courant de la spirale de la dette, notamment locale ; refus absolu (et idéologique) par Xi d'un État-providence qui impliquerait des transferts de revenus à l'européenne et face à la crainte d'une forme de décadence (incluant le

concept de *tangping* – littéralement « rester allongé » mais en réalité la revendication d'un droit à la paresse)<sup>16</sup> ; crainte de la vulnérabilité financière à des sanctions et à un conflit international. Les mesures de soutien sont prises tardivement, au compte-gouttes et sans remettre en cause ce qui est la marque de l'ère Xi Jinping : la priorité de la « sécurité » sur la croissance et la centralisation des décisions et des moyens par une « équipe nationale » chargée de réaliser de grands projets<sup>17</sup>. En particulier, la sécurité telle que conçue par Xi est bien plus extensive que la défense nationale et les industries qui lui sont liées : c'est la sécurité politique du régime, y compris son idéologie, l'évitement des risques économiques et géopolitiques y compris en rendant les partenaires de la Chine dépendants de celle-ci, et en devenant auto-suffisant le plus vite possible dans tous les domaines. Cela va donc bien au-delà du « *derisking* » concernant les chaînes d'approvisionnement et les matériaux critiques.

La crise est insidieuse, et repose sur une perte de confiance de nombreux acteurs. Le fait du prince et l'épée de Damoclès que représente l'État-parti n'ont rien de nouveau. Mais Xi Jinping les a systématisés et presque codifiés, en étendant la mainmise des organes du Parti à travers toute l'économie, là où le PCC surveillait plutôt la société que les entrepreneurs. À cette évolution politique s'ajoute un tournant géopolitique. **La sécurité et l'autosuffisance prennent le pas sur la croissance, qu'on le juge comme une posture défensive ou comme la préparation active d'un conflit.** Cette posture n'est pas tout à fait un découplage. Le régime a pour objectif d'accroître la dépendance de ses partenaires. Ce qui était un choix de créneaux d'exportation se mue en une stratégie de domination qui n'est pas seulement économique. En ce sens, **Xi Jinping abandonne la stratégie d'enrichissement qui fut si populaire sous Deng**

<sup>16</sup> Xi Jinping, « Promotion solide de la prospérité commune (扎实推动共同富裕) », Qiushi, 15 octobre 2021, [http://www.qstheory.cn/dukan/qs/2021-10/15/c\\_1127959365.htm](http://www.qstheory.cn/dukan/qs/2021-10/15/c_1127959365.htm)

<sup>17</sup> Barry Naughton, Siwen Xiao et Yaosheng Xu, « La trajectoire des politiques industrielles de la Chine (The Trajectory of China's Industrial Policies) », UC Institute on Global Conflict and Cooperation, juin 2023, <https://ucicc.org/wp-content/uploads/2023/06/Naughton-et-al-working-paper-1-jun-2023.pdf>

**Xiaoping, l'acceptation de l'interdépendance de l'ère Jiang Zemin, et l'objectif « d'aisance moyenne » en vogue sous Hu Jintao.** Et cela, les acteurs chinois et étrangers de l'économie le perçoivent. Dans la vision de Xi Jinping, les acteurs privés peuvent être encouragés, récompensés, puis punis et spoliés, quand cela sert d'autres objectifs – une modernisation fondée sur l'innovation mais sous le contrôle du PCC et bénéficiant à l'économie publique.

Tant que l'État-parti contrôle les mécanismes d'épargne et d'accumulation, et donc les leviers d'investissement, il dispose aussi des leviers qui servent ses priorités – le second budget militaire mondial, un budget de sécurité intérieure d'un montant au moins équivalent, les grands projets technologiques et d'innovation, la politique d'influence extérieure. Sous sa direction actuelle, il est vain d'attendre de la Chine qu'elle renoue avec l'ère des réformes de marché, dont l'issue saperait le pouvoir du PCC. Il est par contre dans l'expérience de Xi Jinping de recourir à des incitations dirigées vers des objectifs et des acteurs spécifiques, en fonction de priorités ou de nécessités du moment.

**C'est bien l'ère des réformes que Xi Jinping avait enterrée en rétro-pédalant vers une économie centralisée.** Il a soutenu les entreprises d'État, directement ou indirectement, via le très lent desserrement du crédit dont elles sont les premières bénéficiaires, et défendu le traditionnel financement d'infrastructures nouvelles dans un pays qui en regorge déjà. Il a résisté au transfert de la dette liée au surinvestissement immobilier – et à la crise qui en résulte des gouvernements locaux – vers le budget central.

### 3 Les incohérences des données statistiques et comptables

Cette priorité donnée à la sécurité nationale et à la stabilité sur la croissance s'accompagne d'une opacité accrue des statistiques et des informations de nature économique<sup>18</sup>. La quantité et la qualité des sources accessibles se sont beaucoup restreintes, quand certains secteurs – chômage, production énergétique – font l'objet d'une censure globale. Ceci ne contribue pas à la crédibilité des annonces officielles. On peut en juger aussi avec un problème qui ne cesse de grandir concernant le montant des réserves en devises, qui n'est plus du tout corrélé à l'évolution de la balance des comptes. Ces deux phénomènes sont toutefois bien distincts.

Au début de l'année 2023, à la suite de la disparition inattendue des mesures anti-Covid, les analystes économiques prévoyaient un fort rebond de la consommation intérieure, tirée par le rattrapage lié au déconfinement et à l'épargne accumulée. Peu d'observateurs ont relevé que **le nouveau Premier ministre Li Qiang avait qualifié l'objectif de 5 % de croissance de cap « difficile à atteindre »** (并不轻松, 需要倍加努力)<sup>19</sup>. De mois en mois, la croissance n'a cessé de s'affaiblir. Malgré un léger sursaut au deuxième trimestre, la croissance trimestrielle séquentielle en 2022 et 2023 continue de décevoir : 3,2 % au troisième trimestre 2022, 0,5 % au quatrième trimestre 2022, 2,2 % au premier trimestre 2023, 0,8 % au deuxième trimestre 2023<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Lingling Wei, Yoko Kubota et Dan Strumpf, « La Chine verrouille les informations sur le pays dans une boîte noire (China Locks Information on the Country Inside a Black Box) », *The Wall Street Journal*, 30 avril 2023, <https://www.wsj.com/world/china/china-locks-information-on-the-country-inside-a-black-box-9c039928>

<sup>19</sup> « Le Premier ministre Li Qiang a assisté à une conférence de presse et répondu aux questions des journalistes chinois et étrangers (李强总理出席记者会并回答中外记者提问) », *Ministère des Affaires étrangères de la République populaire de Chine*, 13 mars 2023, [https://www.fmprc.gov.cn/web/zyxw/202303/t20230313\\_11040059.shtml](https://www.fmprc.gov.cn/web/zyxw/202303/t20230313_11040059.shtml)

Qui plus est, **des doutes persistent sur la fiabilité – et moins sur une falsification à grande échelle – des chiffres de la croissance publiés** par les officiels chinois, doutes qui découlent d'une surestimation des données de production par les gouvernements locaux ou des «ajustements saisonniers» des statistiques<sup>21</sup>. Cette pratique tend à perdurer mais Pékin cherche à s'y attaquer<sup>22</sup>. Fernald, Hsu et Spiegel, trois économistes de la FED à San Francisco, semblent toutefois s'accorder sur le fait que les données des taux de croissance annuels sont devenues raisonnablement fiables, à l'inverse des données des taux de croissance trimestriels<sup>23</sup>.

Le PIB nominal, qui ne prend pas en compte les variations des prix (un déflateur opaque est appliqué au PIB réel et en l'occurrence par le Bureau des statistiques), est de plus en plus privilégié, bien qu'il ne soit pas immunisé contre les manipulations statistiques lui non plus. D'autres signes indiquent que la croissance de la Chine est inférieure à son taux de croissance potentiel. Tous deux en baisse ces derniers mois, l'indice des prix à la consommation<sup>24</sup> et l'indice des prix à la production<sup>25</sup> officiels

<sup>20</sup> « Résultats préliminaires du PIB pour le deuxième trimestre et le premier semestre 2023 (2023年二季度和上半年国内生产总值初步核算结果) », Bureau national des statistiques de Chine, 18 juillet 2023, [http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202307/t20230717\\_1941310.html](http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202307/t20230717_1941310.html)

<sup>21</sup> Thomas Hale, « La "boîte noire" des données chinoises intrigue les économistes (China's data 'black box' puzzles economists) », Financial Times, 23 juillet 2023, <https://www.ft.com/content/f1ce1c09-b4fc-42cf-bc68-fb7d969cbbe0>

<sup>22</sup> Chen Siwei, « De nombreux lieux vont mener des actions particulières de lutte contre la fraude statistique. L'auto-examen et l'auto-rectification se termineront en mai (多地开展统计造假专项治理行动 自查自纠5月结束) », Caixin, 25 mai 2023, <https://economy.caixin.com/2023-05-25/102058873.html>

<sup>23</sup> John G. Fernald, Eric Hsu et Mark M. Spiegel, « La Chine trèque-t-elle ses chiffres de PIB ? Preuves issues des données des partenaires commerciaux (Is China fudging its GDP figures? Evidence from trading partner data) », Journal of International Money and Finance, Vol.110, 2021, <https://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v110y2021ics0261560620302187.html>

<sup>24</sup> « Les prix à la consommation ont chuté de 0,3 % sur un an en juillet 2023 et ont augmenté de 0,2 % par rapport à l'année précédente (2023年7月份居民消费价格同比下降0.3% 环比上涨0.2%) », Bureau national des statistiques de Chine, 9 août 2023, [http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202308/t20230809\\_1941863.html](http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202308/t20230809_1941863.html)

<sup>25</sup> « Les prix à la sortie d'usine des producteurs industriels ont chuté de 4,4 % sur un an et de 0,2 % sur un an en juillet 2023 (2023年7月份工业生产者出厂价格同比下降4.4% 环比下降0.2%) », Bureau national des statistiques de Chine, 9 août 2023, [http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202308/t20230809\\_1941864.html](http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202308/t20230809_1941864.html)

laissent en effet entrevoir un décalage – décalage confirmé lorsque l'on se réfère aux indices non officiels du journal économique *Caixin*<sup>26</sup>. Autre possibilité pour identifier des incohérences, regarder les importations chinoises qui sont à l'abri d'éventuelles modifications chinoises et ont tendance à être corrélées aux variations du PIB. Cette approche ne permet toutefois pas de gommer certaines anomalies de la balance commerciale.

Les chiffres de l'excédent commercial, qui diffèrent si l'on s'appuie sur les statistiques douanières ou sur celles de la balance des comptes, ainsi que le montant des réserves en devises, méritent ainsi notre attention. L'excédent commercial rapporté par les douanes ne divergeait en effet pas de celui de la balance des comptes jusqu'à la fin de 2020, sinon parfois avec un chiffre légèrement supérieur pour la balance des comptes. **Depuis la fin 2020, c'est l'inverse, et dans des proportions grandissantes** : le différentiel a atteint 300 milliards de dollars (277 milliards d'euros) en juin 2023. Pour une part, cela résulte de la décision de ne pas comptabiliser, dans la balance des comptes, les exportations à partir des zones économiques spéciales, et plus généralement les échanges commerciaux intra-firmes sans mouvement de capitaux<sup>27</sup>. Mais même avec cette explication partielle, l'importance de la divergence reste un mystère.

Ces choix comptables entraînent une réduction importante de l'excédent apparent du compte courant. Et cette réduction explique en partie que le montant des réserves en devises étrangères soit largement sous-estimé dans les chiffres de la Banque centrale. L'autre élément d'explication tient à l'action des fonds souverains et des banques étatiques

<sup>26</sup> Fan Qianchan, « L'indice PMI manufacturier chinois de Caixin a 50,0 en mars, en baisse de 1,6 point de pourcentage (3月财新中国制造业PMI录得50.0 回落1.6个百分点) », Caixin, 3 avril 2023, <https://pmi.caixin.com/2023-04-03/102015076.html>

<sup>27</sup> Guan Tao et Liu Lipin, « Des milliards de dollars sont-ils vraiment « disparus » ? (万亿美元真的“不翼而飞”了吗?) », Economists 50 Forum, 27 février 2023, <http://www.50forum.org.cn/home/article/detail/id/10213.html>

chinoises, qui achètent pour leur compte des actifs étrangers. **La Chine est ainsi le premier acheteur d'obligations publiques (autres que les T-bonds ou Treasury Bonds) américaines**, et celles-ci ne sont pas comptabilisées dans les actifs de la Banque centrale. Le procédé n'est pas nouveau, mais il a pris une ampleur accrue<sup>28</sup>.

La Chine est donc, à travers ses différents acteurs étatiques, en possession d'environ 6 000 milliards de dollars (5 428 milliards d'euros au taux moyen de juillet 2023) d'actifs internationaux – autour de 5 000 milliards de dollars (4 523 milliards d'euros) en position nette après déduction d'actifs chinois détenus par des acteurs étrangers<sup>29</sup>. On est donc loin des 3 193 milliards de dollars (2 889 milliards d'euros au taux moyen de juillet 2023) rapportés dans les chiffres officiels<sup>30</sup>. Une étude récente du FMI évalue même la valeur des actifs nets détenus par l'État chinois à 12 500 milliards de dollars (11 375 milliards d'euros au taux moyen d'août 2023), hissant la Chine au premier rang mondial<sup>31</sup>.

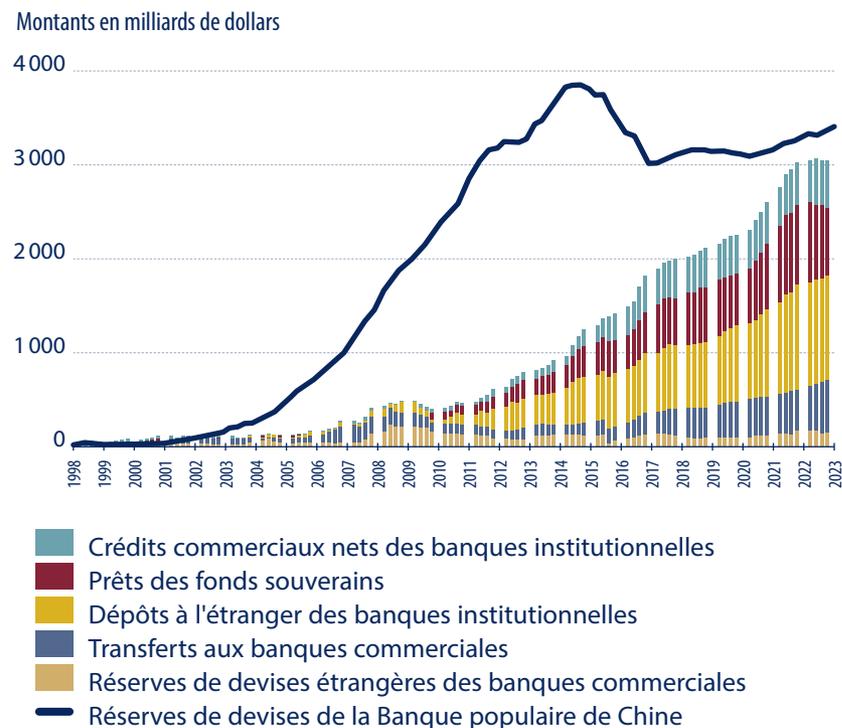
<sup>28</sup> Brad Setser, « Comment masquer vos réserves de change : guide de l'utilisateur (How to Hide Your Foreign Exchange Reserves—A User's Guide) », Council on Foreign Relations, 29 juillet 2023, <https://www.cfr.org/blog/how-hide-your-foreign-exchange-reserves-users-guide>

<sup>29</sup> Brad Setser, « Réserves fantômes : comment la Chine cache des milliards de dollars en devises fortes (Shadow Reserves — How China Hides Trillions of Dollars of Hard Currency) », The China Project, 29 juin 2023, <https://thechinaproject.com/2023/06/29/shadow-reserves-how-china-hides-trillions-of-dollars-of-hard-currency/>

<sup>30</sup> « Actifs des réserves officiels (官方储备资产) », Banque populaire de Chine, juillet 2023, <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2023/08/2023080809410839881.pdf>

<sup>31</sup> Waikeli R. Lam et Marialuz Moreno Badia, « Politique budgétaire et bilan du gouvernement en Chine (Fiscal Policy and the Government Balance Sheet in China) », Fonds monétaire international, 4 août 2023, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/08/02/Fiscal-Policy-and-the-Government-Balance-Sheet-in-China-536273>

### Réserves officielles de la Banque centrale et non officielles des entités financières chinoises (1998 - 2023)

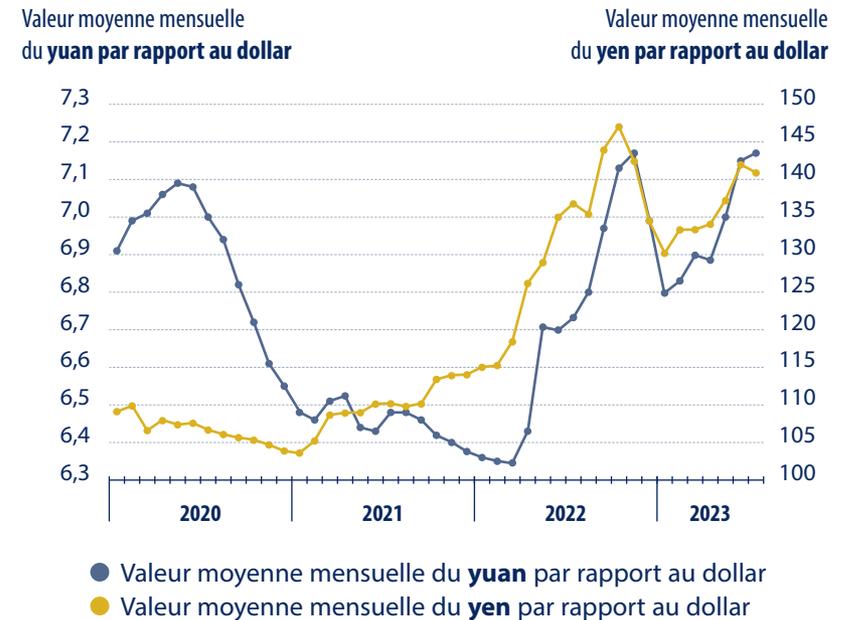


Source : Brad Setser, « Réserves fantômes : comment la Chine cache des milliards de dollars en monnaies fortes (Shadow reserves — how China hides trillions of dollars of hard currency) », The China Project, 29 juin 2023, <https://thechinaproject.com/2023/06/29/shadow-reserves-how-china-hides-trillions-of-dollars-of-hard-currency/>

Même si, depuis 2007, l'endettement local et les pertes essuyées par les entreprises d'État font baisser ce chiffre en pourcentage du PIB, **il reste à la Chine des marges d'intervention très fortes, sur le marché intérieur comme à l'international.** Ces chiffres suggèrent en particulier une forte capacité d'intervention indirecte au-delà des actions de la Banque centrale sur les marchés monétaires. Après la très forte baisse du yuan par rapport au dollar en 2020-2021 – c'est-à-dire en pleine période de gonflement des excédents commerciaux – cette capacité semble à présent plutôt utilisée pour stabiliser le cours de la monnaie chinoise. Celle-ci a moins chuté que le yen japonais par rapport au dollar depuis 2020 et suit un cours parallèle depuis avril 2022. Comme pour la politique monétaire d'ensemble, **c'est une option conservatrice de stabilité qui est donc choisie pour le cours de la monnaie.**

### Variations mensuelles du yuan et du yen par rapport au dollar

(Janvier 2020 - juillet 2023)



Source : statistiques publiées sur les sites de la Banque populaire de Chine et de la Banque du Japon.

L'économie chinoise avait évité la réévaluation monétaire qu'auraient dû impliquer ses excédents commerciaux, et résiste aujourd'hui à la tentation d'une dévaluation. Il reste que **la dépendance financière vis-à-vis du monde, et en particulier des États-Unis, est bien plus forte que ne le prétendent les chiffres officiels.**

## 4 En cas de crise de la dette, l'hypothèse de la monétisation

Pour éviter une crise de la dette et reprendre ou poursuivre la croissance, les dirigeants chinois font face à plusieurs dilemmes. Jusqu'ici, les préférences de Xi Jinping ont prévalu sur la plupart des appels à une relance forte : préférence pour la sécurité économique (étroitement liée à la sécurité nationale), choix d'une relative stabilité monétaire, refus d'un soutien aux revenus des ménages, refus de décharger les gouvernements locaux d'une partie de leur endettement lié à la crise immobilière. Pris dans leur ensemble, **ces impératifs ont décrédibilisé les nombreuses annonces de soutien aux entreprises privées et étrangères** que le gouvernement multiplie depuis le mois de juillet<sup>32</sup>.

Ces impératifs rendent impossible le recours au type de solutions que mettent en avant nombre d'analystes internationaux inspirés par les leçons du marché. Un plaidoyer chinois intéressant en faveur d'un endettement public accru reconnaît furtivement en conclusion que cette voie reste un pis-aller par rapport à la libération des initiatives privées<sup>33</sup>... Or, les nombreux encouragements actuels au secteur privé n'excluent pas une préférence absolue pour le contrôle et le renversement, toujours possible, des mesures prises.

<sup>32</sup> « Avis du Conseil d'État sur la promotion du développement et de la croissance de l'économie privée (国务院关于促进民营经济发展壮大的意见) », Gouvernement de la République populaire de Chine, 19 juillet 2023, [https://www.gov.cn/zhengce/202307/content\\_6893055.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202307/content_6893055.htm)  
« Avis du Conseil d'État sur la poursuite de l'optimisation de l'environnement des investissements étrangers – Opinions sur l'augmentation des efforts pour attirer les investissements étrangers (国务院关于进一步优化外商投资环境 – 加大吸引外商投资力度的意见) », Gouvernement de la République populaire de Chine, 13 août 2023, [https://www.gov.cn/zhengce/content/202308/content\\_6898048.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/202308/content_6898048.htm)

<sup>33</sup> « Pourquoi nous pensons qu'il y a encore de la place pour une expansion budgétaire (为什么我们认为财政仍有较大扩张空间) », China Finance 40 Forum, 3 mars 2023, [http://www.cf40.org.cn/news\\_detail/13209.html](http://www.cf40.org.cn/news_detail/13209.html)

En théorie, la liquidation d'actifs en devises autoriserait un plan de relance massif pour l'économie intérieure, sans endettement nouveau. Laisser le yuan baisser au gré des jugements pessimistes portés sur l'état de l'économie permettrait aussi une relance par les exportations. Ce fut le cas en 2015 avec une reprise économique rapide. En 2020-2021, la politique directe et indirecte avait contré la réévaluation du yuan. La pratique est toutefois différente et l'intervention indirecte va aujourd'hui dans l'autre sens : la Banque centrale a ainsi annoncé le 1<sup>er</sup> septembre une baisse de 6 à 4% du niveau des réserves obligatoires en devises étrangères pour les institutions financières<sup>34</sup>. La montée des taux d'intérêt internationaux (notamment américains) a détruit l'avantage relatif des réserves monétaires à court terme en yuans. Celui des placements à long terme se maintient si on tient compte de la baisse du yuan par rapport au dollar. En parallèle, la perception du risque géopolitique s'accroît. En face des actifs détenus par les banques institutionnelles chinoises (telles que la China Development Bank ou l'Export-Import Bank of China), il y a les prêts consentis par les fonds souverains chinois (la China Investment Corporation, le Silk Road Fund ou la Central Huijin Investment entre autres), notamment dans le cadre des Nouvelles routes de la soie. **Cela suggère donc un interventionnisme limité, et la recherche d'un compromis entre stabilité et compétitivité.**

La méfiance des acteurs économiques chinois, visible dans le reflux de la consommation et des investissements des entreprises, pourrait en effet aisément se traduire par une fuite de capitaux accélérée.

En l'absence d'une relance keynésienne massive par le soutien à la consommation, il reste deux solutions compatibles avec le refus d'une dépendance extérieure accrue. L'une est classique, longtemps éprouvée par la Chine pour sortir rapidement d'un ralentissement économique, et pratiquée aussi par le Japon des années 1990 : **c'est le lancement de**

<sup>34</sup> La Banque populaire de Chine a décidé d'abaisser le taux de réserves obligatoires pour les dépôts en devises des institutions financières (中国人民银行决定下调金融机构外汇存款准备金率) », Banque populaire de Chine, 1<sup>er</sup> septembre 2023, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5050309/index.html>

**nouveaux projets d'infrastructure.** Elle reste défendue au plus haut niveau, comme en témoigne une prise de position le 16 août 2023 dans la revue théorique de l'école du PCC<sup>35</sup>. Certes, cette solution n'avait pas bénéficié à l'économie japonaise, qui était déjà engorgée d'infrastructures. Un économiste chinois en décrivait en janvier 2023 les inconvénients, notamment l'abondance infrastructurelle déjà atteinte dans des domaines comme le transport, la rentabilité déclinante ou absente de nouveaux projets dans les régions périphériques, leur gestion déficiente par les gouvernements locaux, et le décalage entre financement immédiat et rentabilité bien plus lointaine<sup>36</sup>. Il défendait toutefois des choix ciblés sur l'innovation – comme les infrastructures numériques dans une définition large de celles-ci. On peut y ajouter bien d'autres secteurs comme les énergies renouvelables, la biomédecine ou les biotechnologies, qui sont exactement les priorités affichées par Xi Jinping. Ce ciblage d'une relance est important pour comprendre que **la Chine va monter en gamme et ne perdra pas en compétitivité internationale.** Mais l'impact sur les taux de croissance à court terme est limité.

L'autre solution serait inspirée des **recettes gagnantes du Japon après les années 1990 et la « décennie perdue » de semi-stagnation.** L'échelle de l'économie chinoise actuelle est certes bien différente de celle du Japon à l'époque. Ce pays était toutefois la seconde économie mondiale, et le marasme intérieur n'y avait jamais empêché la marche des exportations et leur domination sur certains créneaux. La trinité du pouvoir japonais trouve un écho dans certains traits chinois. La bureaucratie, les grandes entreprises et le Parti libéral-démocrate – incarnant ensemble une « démocratie de parti unique » – provoquaient une fuite en avant de la dette et des investissements locaux soutenus par les élus.

<sup>35</sup> « Dissiper huit idées fausses cognitives sur l'expansion de la demande intérieure (厘清扩大内需的八个认知误区) », Sina Finance, 16 août 2023, <https://finance.sina.cn/2023-08-16/detail-imzhiwrf7662869.d.html?vt=4&pos=108&his=0>. Le texte est traduit et commenté Pekingnology: <https://www.pekingnology.com/p/study-times-op-ed-shoots-down-new>

<sup>36</sup> Zhang Jun, « Pourquoi réclame-t-on toujours une relance des infrastructures alors que l'économie chinoise est sous pression ? (中国经济承压时, 为何总是呼吁基建刺激?) », Guancha, 26 janvier 2023, [https://www.observersnews.com/ZhangJun/2023\\_01\\_26\\_677340.shtml](https://www.observersnews.com/ZhangJun/2023_01_26_677340.shtml)

Des réformes structurelles et notamment l'introduction de nouvelles règles de marché financier avaient déjà eu lieu, sous la pression américaine, à la fin des années 1980. Sans impact positif immédiat, le « changement des règles » et le dénouement des pactes d'initiés avaient au contraire précipité la crise financière.

En Chine, le lent effondrement des promoteurs et de la finance immobilière – dans un secteur crucial à la fois pour les budgets locaux, les épargnants et la consommation d'entrants (matières premières, énergie, équipement) – se traduit par une spirale déflationniste qui aggrave la récession de bilan : mieux vaut différer à demain ou après-demain tout engagement économique.

Si l'on suit le précédent japonais, la sortie de crise nécessite le rachat d'une partie du passif par le gouvernement central – en pratique par la Banque centrale. La Banque centrale européenne a pratiqué la même politique vis-à-vis de la dette publique des États membres, sans toutefois y ajouter une seconde étape, celle de l'émission de monnaie pour éteindre les montants rachetés. **L'originalité japonaise a résidé dans cette seconde étape, avec une très forte création monétaire.** Pendant plusieurs années de stagnation des prix et de faible croissance, la création de monnaie a ainsi dépassé 15 % de la masse monétaire par an. Cette politique recrée une perspective de hausse des prix et casse la spirale déflationniste, sans pour autant nécessiter des taux d'intérêt élevés. Et avec des comptes courants positifs, elle n'entraîne pas nécessairement une dévaluation, même si elle peut faciliter celle-ci sans intervention directe sur les marchés monétaires.

Répliquer cette politique en Chine se heurte au problème de l'aléa moral – c'est-à-dire au risque de voir les mêmes pratiques d'endettement inconsidéré se reproduire grâce à une garantie implicite. Pourtant, le rachat de mauvaise dette ou de créances douteuses est fréquent. Il est opéré par des sociétés de défaillance étatiques (AMC ou *asset management companies*) dans le meilleur des cas, et dans le pire par des sociétés

fantômes soutenues par l'État, comme il en existe un exemple documenté en 2022 à Hong Kong<sup>37</sup>. Le risque, bien connu, est celui de la « zombification » (僵尸化) de l'économie, avec une importante dette occultée<sup>38</sup>. Mais dans l'expérience chinoise, et tel que démontré par Walter et Howie, peu suspects d'affinité avec les pratiques du système financier chinois, il existe un exemple de défaisance réussie : c'est le rachat de 170 milliards de dollars de mauvaise dette des quatre banques étatiques par des AMC quelques mois après la crise financière asiatique de 1997<sup>39</sup>. Nettoyant le bilan de ces banques, sans pour autant donner une garantie explicite au passif des AMC, et donc sans alourdir les chiffres officiels de la dette publique, l'opération a déplacé les mauvaises dettes vers des institutions hors marché, et les a décalées dans le temps<sup>40</sup>.

Par la suite, les AMC chinoises ont résolu une partie de la dette (30 %) avec la restructuration d'entreprises d'État. Mais ont aussi été opérées d'importantes injections de capitaux, de sources étatiques indéterminées mais proches de la banque centrale, qui ont fait disparaître le reste des emprunts toxiques. Zhou Xiaochuan, gouverneur de la banque centrale, était alors aux commandes avec le Premier ministre Zhu Rongji. Zhou avait aussi été crédité d'une politique monétaire décorrélant le yuan du dollar – à l'époque pour réévaluer la monnaie chinoise.

<sup>37</sup> Kenji Kawase, « Remaniement des créances douteuses : comment les entreprises d'État chinoises font disparaître les dettes (Bad loan shuffle: How Chinese state companies make debts disappear) », *Nikkei Asia*, 19 avril 2023, <https://asia.nikkei.com/Business/Finance/Bad-loan-shuffle-How-Chinese-state-companies-make-debts-disappear>

<sup>38</sup> Wei Jianing, « L'économie chinoise risque une « zombification » (中国经济面临“僵尸化”风险) », *Yibao*, 2 janvier 2023, <https://yibaochina.com/?p=248922>

<sup>39</sup> Carl Walter et Fraser Howie, *Capitalisme rouge : les fondements financiers fragiles de l'essor extraordinaire de la Chine, édition révisée (Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise, Revised Edition)*, février 2012, <https://www.wiley.com/en-ca/Red+Capitalism:+The+Fragile+Financial+Foundation+of+China%27s+Extraordinary+Rise,+Revised+Edition-p-9781118255100>

<sup>40</sup> Sarah Ho et Thomas Marois, « Les sociétés de gestion d'actifs chinoises en tant que stratégie spatio-temporelle de l'État (China's Asset Management Companies as State Spatial-Temporal Strategy) », *The China Quarterly*, Vol.239, septembre 2019, <https://www.cambridge.org/core/journals/china-quarterly/article/abs/chinas-asset-management-companies-as-state-spatial-temporal-strategy/5148BD273D2134D9EE214ED10CFDAB03>

Le 20 août dernier, des sources non confirmées indiquent un tournant dans la gestion des dettes locales<sup>41</sup>. D'une part, le gouvernement central inciterait les banques d'État à prêter plus, tandis qu'un fonds d'urgence serait créé pour étendre les maturités d'emprunt et abaisser les taux du refinancement<sup>42</sup>. D'autre part, les gouvernements locaux seraient autorisés à émettre 206 milliards de dollars (188 milliards d'euros au taux moyen d'août 2023) d'emprunts pour refinancer leurs dettes. Des mesures sont également prises pour soutenir les cours de bourse : baisse des impôts de transaction et frein aux ventes d'actifs par les grandes sociétés.

Ces mesures ne sont certes pas de l'ampleur des 7 000 à 8 000 milliards de dollars (près de 6 500 à plus de 7 000 milliards d'euros au taux moyen d'août 2023) de dette publique, ouverte ou occulte, couramment estimés. Aller au-delà supposerait d'appliquer la recette évoquée plus haut : celle de la monétisation de la dette. L'un comme l'autre procédé sont une rupture formelle avec les credo affichés par Xi Jinping. Mais comme pour le traitement du Covid-19, **les partisans d'un changement de cap peuvent soutenir que celui-ci est le meilleur moyen d'assurer la stabilité et la sécurité économique.**

La sortie de crise par la voie d'une reprise puis de monétisation des dettes est implicite dans les débats chinois sur la récession de bilan japonaise des années 1990. Elle est compatible avec la centralisation de la gouvernance économique voulue par Xi Jinping. Les nombreuses mesures de mise au pas des autorités locales, qui constituent une politique préemptive pour prévenir une fuite en avant encore plus grave de l'endettement

<sup>41</sup> « Les gouvernements locaux chinois vont vendre 206 milliards de dollars de dette de financement (China Local Governments to Sell \$206 Billion of Financing Debt) », *Bloomberg*, 20 août 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-20/china-local-govts-to-sell-206-billion-of-financing-debt-caixin#xj4y7vzkg>

<sup>42</sup> « La Chine exhorte les banques à augmenter leurs prêts pour soutenir la reprise et réduire les risques liés à la dette (China urges banks to boost loans to support recovery, cut debt risks) », *Business Standard*, 20 août 2023, [https://www.business-standard.com/world-news/china-urges-banks-to-boost-loans-to-support-recovery-cut-debt-risks-123082000617\\_1.html](https://www.business-standard.com/world-news/china-urges-banks-to-boost-loans-to-support-recovery-cut-debt-risks-123082000617_1.html)

local, pourraient la rendre possible. Mais **la finance chinoise a ceci de particulier qu'elle associe contrôle des capitaux et risques importants de fuite de ceux-ci**, tant les liens avec l'économie internationale sont importants. L'écart avec les taux d'intérêt américains est devenu si important que ces risques sont amplifiés. Et jusqu'ici, les placements chinois ne se sont pas désengagés des marchés internationaux, même si la part des actifs en dollars a diminué en apparence. **Il faut sans doute considérer la monétisation d'une partie du passif chinois comme un dernier recours en cas de panique financière.** Comme ce fut le cas pour les relances chinoises de 2008-2009 et 2015-2016, cela différerait une nouvelle fois la résolution des problèmes structurels de l'économie, qui en vérité sont liés au système politique.

## 5 Implications pour l'Europe

En dehors de cette hypothèse d'une récession de bilan, quelles sont les implications du ralentissement et de la crise de confiance chinoise pour les partenaires économiques de la Chine, notamment européens ?

Certaines sont positives. Tout comme la crise asiatique de 1997-98 fut un facteur de désinflation pour les économies occidentales, **la situation actuelle devrait être bénéfique aux prix de l'énergie et des matières premières.** Ce n'est pas encore le cas, en raison d'autres facteurs comme la politique de l'OPEP, et sans doute parce que le marché des matières premières n'a pour l'instant pas anticipé une baisse durable de la demande chinoise. La relative déflation – en vérité, une stagnation des prix industriels – devrait contenir le prix des biens exportés par la Chine, y compris avec la baisse des coûts logistiques. **Certains des objectifs européens peuvent toutefois amoindrir ou annuler ce bénéfice :** par exemple, la taxe carbone aux frontières, ou le conditionnement des subventions industrielles dans le domaine de la voiture électrique à des

filières de production décarbonées, élèveront à nouveau les prix pour les consommateurs européens. Comme pour les surtaxes douanières américaines, ces mesures fonctionnent en pratique comme une taxe à la consommation de ces produits importés. **Autrement dit, les Européens devront arbitrer entre leurs objectifs de transition énergétique et/ou de réindustrialisation et celui de désinflation.** À l'inverse, accepter une dépendance aux industries chinoises renouvelables peut accélérer la transition énergétique européenne et en abaisser les coûts pour les utilisateurs. On peut aussi relever que l'Allemagne et l'Europe du Nord, très présentes sur le marché chinois, ont plus à perdre en contrecoup de mesures plus ou moins protectionnistes que l'Europe du Sud et la France, dont les investissements et les parts du marché chinois sont plus faibles.

D'autres implications sont négatives. Le maintien à tout prix d'excédents commerciaux et de la balance des comptes courants paraît probable, tant ceux-ci servent de ballast à l'endettement et plus généralement aux irrationalités du système financier chinois. Contrairement aux idées reçues, **ce n'est pas la croissance économique chinoise qui tire le reste du monde, mais la demande mondiale qui tire l'économie chinoise** – une tendance devenue encore plus nette ces dernières années avec le boom des exportations. Celles-ci ne sont menacées aujourd'hui que dans les secteurs où des dénis de technologie freinent l'innovation des produits chinois – essentiellement, les semi-conducteurs et donc les biens digitaux les plus avancés. Le choix d'une dévaluation compétitive est ouvert, même s'il placerait la Chine en conflit avec les économies émergentes concurrentes. Dans le domaine des émissions et de la décarbonation, Xi a clairement choisi, pour des raisons d'opportunité économique, de laisser filer l'usage massif du charbon à côté des filières d'énergies renouvelables. Au nom d'une économie « en développement », il ne tient guère la Chine aux règles que se donnent les économies industrialisées. Cela vaut pour les objectifs de décarbonation, et cela peut valoir aussi pour les politiques monétaires.

Cette politique est d'autant plus à craindre qu'elle est parfaitement compatible avec d'autres choix chinois : l'accentuation du soutien financier à certains créneaux industriels et digitaux pour lesquels l'économie chinoise possède de toutes façons l'échelle requise, indépendamment de la demande mondiale. Placé devant un dilemme, le gouvernement chinois a privilégié ce soutien massif à l'innovation plutôt qu'au secours des budgets locaux, dont la crise a pourtant de lourdes implications sociales. Il est vain d'espérer que le ralentissement chinois pourrait freiner ces créneaux de conquête, ainsi que l'acquisition des filières d'approvisionnement international en énergie et matières premières.

Les implications géopolitiques sont moins nettes. En théorie, la Chine est vulnérable à des stratégies de relocalisation ou de subventions américaines et européennes, puisqu'elle dépend de la marche en avant de ses exportations. Mais ces politiques actuelles des démocraties industrialisées ont aussi un coût élevé pour elles-mêmes. Comme le montrent les démarches – en ordre dispersé – des gouvernements européens, et la succession des visites à Pékin de l'administration Biden, ces mêmes démocraties recherchent encore un *modus vivendi* fondé sur des intérêts économiques communs. Xi Jinping et le PCC sont-ils susceptibles de saisir ces mains tendues pour détendre le climat géoéconomique, ou interprètent-ils ces gestes comme des signes de faiblesse permettant à la Chine de compenser par l'agressivité géopolitique les difficultés de son économie intérieure ? Jusqu'ici, **aucune concession n'a été faite qui ne soit un cadeau très circonscrit à des entreprises internationales de premier rang, dont Pékin espère un lobbying en sa faveur, ou dont la Chine ne peut encore se passer.**

## Remerciements

L'auteur remercie tout particulièrement **Pierre Pinhas**, chargé de projets au sein du programme Asie de l'Institut Montaigne, pour son aide apportée tout au long des phases de recherche et d'écriture de ce projet. Il remercie également **Mathieu Duchâtel**, directeur des études internationales de l'Institut, **Maxime Sbaihi**, directeur des études France, **Blanche Leridon**, directrice éditoriale, **Philippe Aguignier**, expert associé – Asie, et **Claire Lemoine**, responsable de projets au sein du programme Asie, pour leurs commentaires et conseils, ainsi que les membres de l'équipe de l'Institut Montaigne ayant permis la parution de cette note.

*L'Institut Montaigne vous propose de contribuer à la réflexion sur ces enjeux afin d'élaborer collégalement des propositions au service de l'intérêt général.*

Institut Montaigne  
59 rue La Boétie, 75008 Paris  
Tél. +33 (0)1 53 89 05 60  
[institutmontaigne.org](http://institutmontaigne.org)

Imprimé en France  
Dépôt légal : septembre 2023  
ISSN : 1771-6756

ABB France	Compagnie Plastic Omnium	Katalyse	RATP
AbbVie	Conseil supérieur du notariat	Kea & Partners	RELX Group
Accenture	Crédit Agricole	Kearney	Renault
Accuracy	D'Angelin & Co.Ltd	Kedge Business School	Rexel
Adeo	Dassault Systèmes	KKR	Ricol Lasteyrie
ADIT	De Pardieu Brocas	KPMG S.A.	Rivolier
Air France - KLM	Maffei	Kyndryl	Roche
Air Liquide	Doctolib	La Banque Postale	Rokos Capital
Airbus	ECL Group	La Compagnie Fruitière	Management
Allen & Overy	Edenred	Linedata Services	Roland Berger
Allianz	EDF	Lloyds Europe	Rothschild & Co
Amazon	EDHEC Business School	L'Oréal	RTE
Amber Capital	Egis	Loxam	Safran
Amundi	Ekimetrics France	LVMH - Moët-Hennessy - Louis Vuitton	Sanofi
Antidox	Enedis	M.Charraire	SAP France
Antin Infrastructure Partners	Engie	MACSF	Schneider Electric
Archery Strategy Consulting	EQT	MAIF	Servier
ArchiMed	ESL & Network	Malakoff Humanis	SGS
Ardian	Ethique & Développement	Mazars	SIER Constructeur
Arquus	Eurogroup Consulting	Média-Participations	SNCF
AstraZeneca	FGS Global Europe	Mediobanca	SNCF Réseau
August Debouzy	Fives	Mercer	SNCF
Avril	Getlink	Meridiam	Sodexo
AXA	Gide Loyrette Nouel	Michelin	SPVIE
Bain & Company France	Google	MicroPort CRM	SUEZ
Baker & McKenzie	Groupama	Microsoft France	Taste
BearingPoint	Groupe Bel	Mitsubishi France S.A.S	Tecnet Participations
Bessé	Groupe M6	Moelis & Company	SARL
BG Group	Groupe Orange	Moody's France	Teneo
BNP Paribas	Hameur et Cie	Morgan Stanley	The Boston Consulting Group
Bolloré	Henner	Natixis	Group
Bona fide	Hitachi Energy France	Natural Grass	Tilder
Bouygues	HSBC Continental Europe	Naval Group	Tofane
Brousse Vergez Brunswick	IBM France	Nestlé	TotalEnergies
Capgemini	IFPASS	OCIRP	Unibail-Rodamco
Capital Group	Inkarn	ODDO BHF	Unicancer
CAREIT	Institut Mérieux International SOS	Oliver Wyman	Veolia
Carrefour	Interparfums	Ondra Partners	Verlingue
Casino	Intuitive Surgical	Onet	VINCI
Chubb	Ionis Education Group	Optigestion	Vivendi
CIS	iQo	Orano	Wakam
Cisco Systems France	ISRIP	PAI Partners	Wavestone
Clifford Chance	Jantet Associés	Pelham Media	Wendel
Club Top 20	Jolt Capital	Pergamon	White & Case
CMA CGM	Kantar Public	Prodware	Willis Towers Watson
CNP Assurances		Publicis	France
Cohen Amir-Aslani		PwC France & Maghreb	Zurich
		Raise	

La panne actuelle de l'économie chinoise, ces derniers temps si commentée, n'en est pas vraiment une. Au-delà de l'excès d'optimisme qui a suivi la levée des restrictions liées au Covid-19, la crise que traverse la Chine est plus insidieuse : elle repose sur une perte de confiance de nombreux acteurs, des consommateurs et emprunteurs chinois aux investisseurs étrangers. Qui plus est, à contre-courant d'autres économies, la Chine fait face à une absence d'inflation, à des excédents commerciaux immenses mais ne pouvant croître de manière illimitée, ainsi qu'à une consommation ralentie. Et en parallèle, l'idée d'une récession de bilan avec une spirale déflationniste fait progressivement son chemin.

Comment le gouvernement chinois répond-il à ces différents défis ? En déroulant d'abord des mesures de soutien et en prononçant des déclarations rassurantes à destination des entreprises chinoises et étrangères, sans jamais pour autant gommer le cap prioritaire de la sécurité économique. Ces diverses mesures et déclarations n'ont cependant suscité que peu d'enthousiasme du côté des ménages et des entreprises. À ce scepticisme grandissant sur les annonces officielles vient s'ajouter une défiance croissante sur la fiabilité des statistiques communiquées. Il est pourtant vain d'attendre de la Chine qu'elle renoue avec des réformes structurelles et des données plus transparentes, car leur issue pourrait saper le pouvoir du PCC. Par contre, la nature largement intérieure de son endettement et l'importance de ses réserves en devises lui permettraient une politique audacieuse de monétisation de la dette pour rétablir la confiance.

En s'appuyant sur une analyse de sources en langue chinoise et l'étude de commentaires d'économistes, cette note d'éclairage dresse un tableau nuancé de la santé de l'économie chinoise. Elle en tire des enseignements pour les partenaires économiques de la Chine, en premier lieu européens. La toile de fond restera, quoiqu'il advienne, la même du côté des dirigeants chinois : la recherche d'un compromis entre stabilité et compétitivité.

10 €

ISSN : 1771-6756

NCL2309-01