

Perspectives

N°25/219 – 16 juillet 2025

CHINE – Face au cycle économique : quand la planification rencontre le doute

- La décélération de la croissance chinoise se poursuit, malgré une cible officielle constante de 5% pour l'année 2025, avec en toile de fond la **question de l'équilibre des facteurs de la croissance**, qui se déforment de plus en plus vers une économie industrielle tournée vers le secteur exportateur, **loin des promesses d'une croissance « qualitative » portée par la demande et la consommation intérieures**. Pour la première fois, le déflateur du PIB est ainsi devenu positif, abaissant la croissance nominale autour de 3,5%. **Face à la fin d'un cycle de croissance exceptionnelle et à la remise en question de la mondialisation par les États-Unis, c'est tout le modèle chinois, celui d'une économie planifiée, qui vacille.**
- **Cette déflation qui s'installe** est une conséquence et non une cause des déséquilibres profonds : démographie, surcapacités industrielles, crise du secteur immobilier, dépendance au secteur exportateur. **Elle est problématique, car elle pèse sur la croissance potentielle chinoise par plusieurs canaux** : baisse de la rentabilité des entreprises et de la capacité à financer l'innovation, faiblesse de la consommation, attentisme dans les comportements d'investissement. Un des grands enjeux pour les autorités sera aussi de **développer des outils financiers capables de capter l'épargne de long terme** d'une population vieillissante, en remplacement du secteur immobilier qui jouait jusqu'ici ce rôle, et dans un environnement déflationniste de taux bas.
- **L'intensité de la concurrence dans l'économie ne doit pas faire oublier que le modèle de production chinois demeure étroitement lié à l'appareil d'État**. C'est son action qui est au cœur de la réussite de certains secteurs (notamment dans les « nouvelles forces productives ») en mobilisant tous les instruments de soutien aux entreprises (secteur bancaire, barrières non tarifaires, subventions directes et indirectes), en particulier à travers l'action des collectivités locales. Or, ses interventions déforment l'économie chinoise en favorisant l'offre au détriment de la consommation, en laissant survivre trop d'entreprises improductives et en soutenant un système de financement des entreprises aux règles opaques et parfois arbitraires.
- **Si la Chine s'est préparée à une nouvelle guerre commerciale avec les États-Unis et dispose de sérieux leviers de négociation (ou de ripostes), cela ne veut pas dire qu'elle pourra totalement éviter son impact sur son économie**. Deux risques majeurs pourraient se matérialiser. Le premier, le plus évident, est celui d'un **recul des exportations chinoises vers les États-Unis**, qu'elles soient directes ou indirectes (contrôle accru sur la provenance et le contenu en valeur ajoutée chinoise limitant les pratiques de contournement), qui aurait un impact sur la production industrielle et l'emploi. Le deuxième est la **poursuite de la stratégie de blocage technologique** entamée sous le premier mandat Trump, accentuée par l'administration Biden dans des secteurs où la Chine est encore loin de la frontière technologique et donc dépendante de technologies étrangères (semi-conducteurs, équipements médicaux de pointe et aéronautique).
- **L'accélération de la transition énergétique est une réalité répondant à trois impératifs** : un impératif **écologique et politique**, les niveaux de pollution ayant provoqué des scandales sanitaires au coût social élevé, un impératif **géopolitique**, afin de réduire la dépendance aux importations d'hydrocarbures provenant notamment des pays du Moyen-Orient, région instable et toujours liée aux États-Unis sur le plan sécuritaire, et bien sûr un impératif **économique**, les « nouvelles forces productives » identifiées étant principalement liées à la transition. Toutefois, cette dernière se heurte aussi à la course à la croissance qui se poursuit en Chine,

malgré les discours officiels sur la nécessité de passer à un modèle plus qualitatif. La question de durabilité de ces actifs se pose, avec un risque élevé de voir se multiplier des « actifs échoués ».

- Si la Chine continue d'impressionner sur le plan manufacturier, et dans sa capacité de rattrapage dans certains secteurs stratégiques, **la question de l'évolution de son modèle reste un point d'interrogation** renforcé par l'opacité permanente entourant son système statistique et bien sûr **l'état de son dirigeant Xi Jinping**, dont la succession reste également une boîte noire.

Construire la croissance : quels chiffres, quelles contributions ?

Le débat autour de la **fiabilité des statistiques chinoises** n'est pas nouveau, mais ressurgit de manière accrue depuis le Covid-19. La suppression ou la modification de la méthodologie de certains indicateurs – comme celui du chômage des jeunes, mais aussi de nombreux sous-indicateurs de production sectoriels ou en lien avec le secteur immobilier – ont accru l'impression de « **boîte noire statistique** » autour de la Chine. Exemple représentatif, le nombre de défauts sur le marché obligataire non-souverain a ainsi nettement baissé depuis un an, alors que de nombreuses entreprises sont en difficulté, signe que les autorités préfèrent régler les problèmes en amont plutôt que de s'engager dans des procédures – encore assez floues – de restructuration.

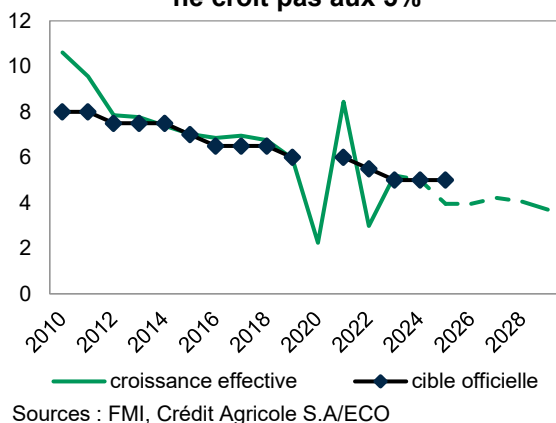
La cible d'une croissance « **autour de 5%** » annoncée en mars pour l'année 2025, comme en 2024, est pour **l'instant supérieure aux attentes du consensus, qui la situe plutôt entre 4 et 4,5%**. Au-delà du chiffre brut, qui n'a finalement qu'une importance relative, c'est surtout la modification de la répartition des contributions qui interroge. En

effet, le Covid-19 a accentué **des déséquilibres structurels de l'économie chinoise, en particulier entre offre et demande, investissement et consommation**. En choisissant de déployer des politiques de soutien à l'offre lors de la pandémie, puis du ralentissement de l'économie, les autorités ont déformé le rapport des contributions à la croissance. Les indicateurs d'activité reflètent cette déformation : **les ventes au détail croissent en moyenne moins vite que le PIB, tandis que la production industrielle et les exportations continuent d'accélérer plus nettement**. L'évolution de la contribution du commerce extérieur à la croissance est ainsi frappante. À 2,1 points de pourcentage (pp) au premier trimestre 2025, elle a en effet atteint un niveau historique (hors Covid), reflet de la domination incontestable de la Chine sur le secteur manufacturier mondial, même si des effets temporaires (anticipation des droits de douane américains qui avaient provoqué une nette hausse des exportations en début d'année) ne doivent pas être oubliés.

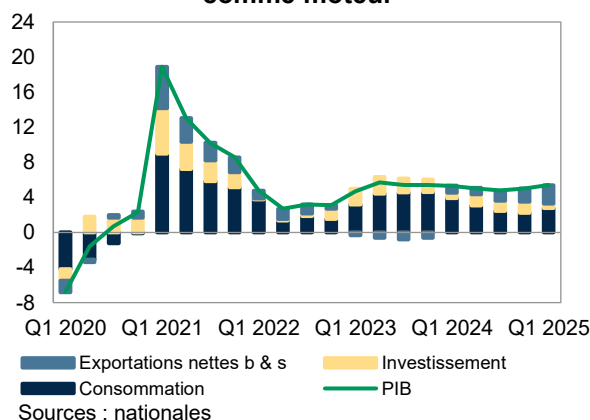
La dynamique de l'investissement est en revanche à surveiller : alors que la crise immobilière avait conduit à un report de l'investissement immobilier vers le secteur manufacturier, l'heure semble être à la décélération. Cette tendance pourrait cependant être temporaire et refléter un comportement attentiste lié aux négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis. Surtout, l'État pourrait intensifier son soutien à l'économie dans les prochains mois, via des émissions obligataires destinées à financer notamment de nouveaux projets d'infrastructures.

Quant à la consommation, sa faiblesse transperce dans les chiffres de l'inflation, qui n'a plus dépassé les 1% en glissement annuel depuis février 2024. Un phénomène inquiétant, reflet des déséquilibres profonds de l'économie chinoise.

Chine : le consensus ne croit pas aux 5%



Chine : le commerce extérieur comme moteur



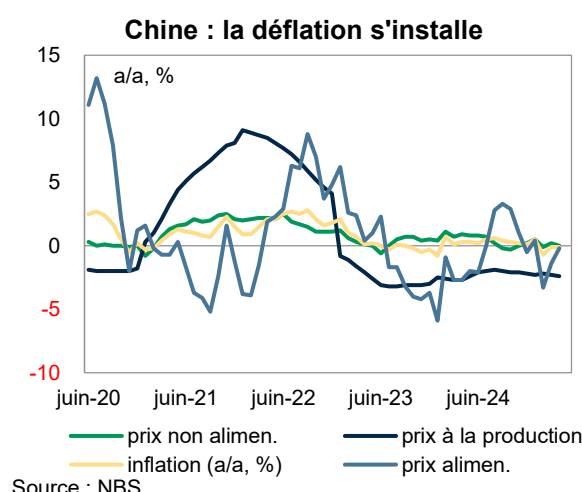
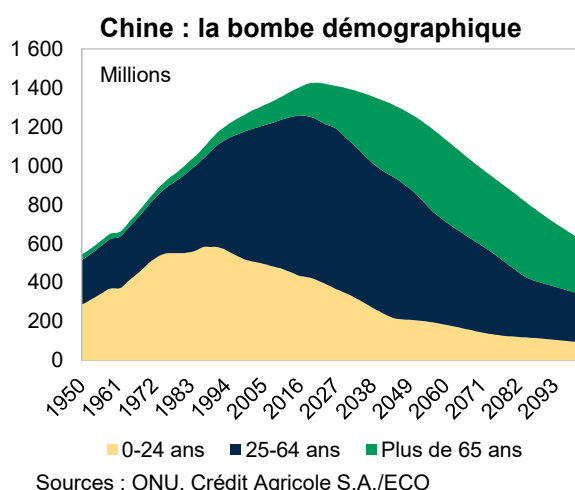
La déflation s'installe, de quoi est-elle le symptôme ?

La déflation n'est pas une cause, mais une conséquence des déséquilibres structurels traversant l'économie chinoise. Un temps minimisée, voire niée par les autorités chinoises, elle est aujourd'hui entérinée dans les prévisions de croissance, qui intègrent pour la première fois un **déflateur du PIB positif**. Ce dernier est d'environ 0,5 pp pour les autorités, mais en réalité plutôt plus proche de 1,5 pp. Cela signifie qu'avec une cible de croissance à 5%, la croissance nominale est autour de 3,5%, mais surtout que cette prévision ancre durablement les anticipations dans une zone oscillant entre la déflation et la désinflation. De quelles tendances profondes la déflation est-elle le reflet ?

La première – et la plus problématique – est liée à la situation démographique de la Chine. Avec une population en baisse (depuis 2015 pour la population active, depuis 2022 pour la population totale), la Chine est traversée, comme le reste de l'Asie du Nord, par une intense crise de la natalité à laquelle elle n'apporte pour l'instant pas vraiment de réponse. Le dernier scénario des Nations-unies anticipe une baisse vertigineuse de la population, de 1,4 à 0,6 milliard d'habitants à horizon 2100, avec une accélération parallèle du vieillissement. La part des plus de 65 ans devrait ainsi passer de 15% à 40% dès 2070. Cette trajectoire démographique, inédite dans sa rapidité à l'échelle de l'humanité, est le fruit de la politique de l'enfant unique imposée entre 1979 et 2015, qui a ancré un modèle familial très difficile à modifier. Elle pose à moyen et long termes **trois grands défis auxquels les autorités semblent encore insuffisamment préparées** :

- ✓ La baisse de la consommation, cette dernière étant inversement corrélée à l'âge ;
- ✓ Le financement du vieillissement, en matière de santé et de retraite ;
- ✓ Le rattrapage économique global de la Chine en termes de PIB par habitant, puisque les actifs ont par définition des revenus plus élevés que les inactifs.

La Chine s'est engagée timidement sur le chemin de la réforme des retraites, en annonçant un allongement de la durée de cotisation et une modification de l'âge minimum de départ¹, mais les autorités savent que le sujet est sensible, car il vient aussi se heurter à une structure familiale dans laquelle les grands-parents ont souvent la charge de leur petit-enfant, notamment dans les familles de travailleurs migrants dans lesquelles les parents partent travailler dans une ville dont ils n'ont pas le permis de résidence. L'existence du ***hukou***, ce passeport intérieur empêchant théoriquement la libre-installation des travailleurs, notamment dans les grandes métropoles, est régulièrement remise en question, car elle explique en partie la tendance des ménages à se constituer une épargne de précaution pour payer des services en théorie gratuits (éducation, santé) auxquels ils n'ont pas accès avec un statut de travailleur migrant. Le **déblocage d'une partie de l'épargne accumulée est donc étroitement lié à cette question de l'accès aux services publics** – et à leur qualité – et au développement de filets de sécurité sociale (chômage, maladie, retraite). Le relâchement du *hukou* est un enjeu encore plus large, qui inclut également la question immobilière.



¹ La durée de cotisation passe de 15 à 20 ans et l'âge minimum de départ de 60 à 63 ans pour les hommes, et de 55 à 58 ans pour les femmes.

La deuxième cause profonde de la déflation est bien sûr la crise immobilière qui traverse l'économie chinoise depuis 2021. Malgré quelques légers signes de stabilisation début 2025, le marché immobilier chinois demeure en difficulté, à la fois sur le plan des prix et de l'activité. En mai 2025, les mises en chantier atteignaient environ 25% de leur plus haut historique, et les transactions 50%. Les effets des mesures annoncées en septembre² se sont donc rapidement estompés. **Le marché reste également marqué par de fortes disparités régionales**, avec d'un côté les grandes villes (Tier-1 et Tier-2) toujours soumises à de fortes pressions démographiques, dans lesquels les prix et les transactions sont stables, voire reprennent, et les villes de troisième rang et au-delà dans lesquelles la crise est encore loin d'être digérée.

Les expériences des crises immobilières passées ayant eu lieu dans d'autres pays indiquent en moyenne des épisodes durant six ans, avec une correction des prix de l'ordre de 30%. Appliqué au cas chinois, ce modèle indiquerait une sortie de crise fin 2027, et une baisse des prix supplémentaire de 10%, les prix réels s'étant pour l'instant contractés de 20%. **Toutefois, la Chine n'est pas un cas « classique » de crise immobilière**, car son origine n'est pas à chercher du côté d'un surendettement des ménages mais des promoteurs, et d'un modèle qui a favorisé des projets de construction parfois sous les seuils de rentabilité, et laissé des millions de logements vacants.

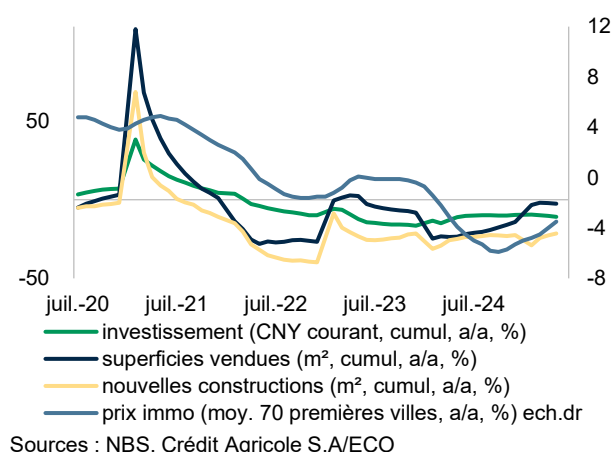
La réponse en termes de politique économique apportée par les autorités a donc été plus prudente et graduelle, pour trois raisons principales. La première, c'est que **le retournement du marché a été accéléré par des choix délibérés du régulateur**, afin de mettre fin au surendettement des promoteurs et à la bulle spéculative. La deuxième, c'est que **la Chine a retenu les leçons**

des plans de relance massifs du passé (2008-2009 et 2015-2016) et de leur impact sur l'endettement de l'État, des entreprises publiques et des collectivités, que ce dernier soit officiel ou non *via* le développement du *shadow banking*. Les mesures déployées ont donc été à la fois plus ciblées et surtout ont privilégié le soutien au reste de l'économie, et notamment à l'investissement dans le secteur manufacturier, qui a été désigné comme à même de prendre le relais de l'immobilier et de la construction comme moteur de la croissance. Enfin, **les contraintes externes sur le plan géopolitique et monétaire** (politique monétaire américaine restrictive, appréciation du dollar et pressions sur la stabilité du yuan) ont fini de convaincre les autorités d'adopter une approche graduelle et surtout de garder des marges de manœuvre pour faire face si besoin à un décrochage plus massif de l'économie.

Les autorités ont toutefois veillé à ce que la correction des prix ne soit pas trop sévère, afin d'éviter un effet de richesse trop important, alors que 70% du patrimoine des ménages était placé dans le secteur. La sortie de crise soulève maintenant plusieurs questions :

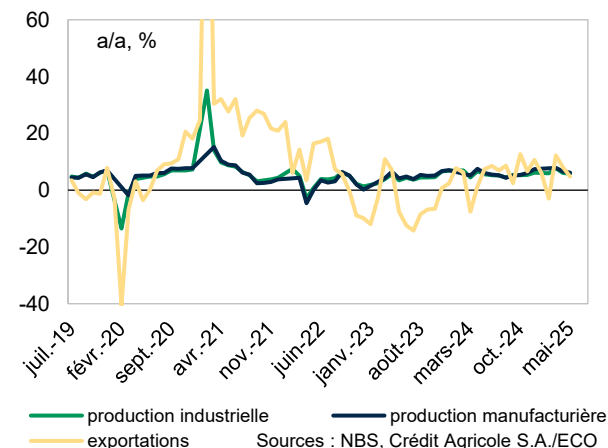
- ✓ Quel est le niveau d'atterrissage en termes de volume de transactions et de mises en chantier ? S'il semble évident que le marché ne reviendra jamais à son niveau de 2020, toute la question est de savoir à quel niveau il se situera. Cela dépendra en partie de la réforme du *hukou*, qui pourrait permettre d'accélérer l'urbanisation, notamment autour des villes Tier-3 ;
- ✓ Comment continuer à capter l'épargne des Chinois ? Le secteur immobilier représentait un outil idéal pour capter l'épargne à long terme, alors que les solutions d'épargne financière sont encore insuffisamment développées, et qu'une forte demande existe notamment du côté des fonds de pension. Là encore, les orientations

Chine : la crise immobilière perdure



² Baisse des taux d'intérêt sur les nouveaux prêts et les prêts en cours, baisse des taux de réserves obligatoires, création d'un

Chine : production industrielle



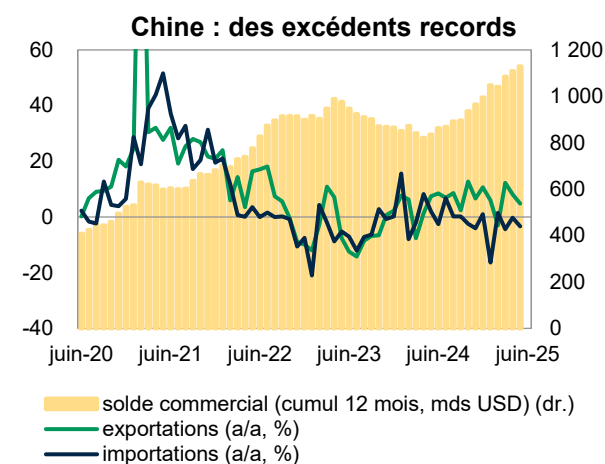
fonds destiné au rachat de logements vacants par les collectivités locales.

données par la puissance publique notamment en matière de retraite seront cruciales pour aider au développement de nouvelles solutions. Sans autre option, le marché immobilier pourrait de nouveau capter l'épargne disponible une fois la phase de baisse des prix terminée, même si les autorités de régulation le scruteront probablement de près pour limiter les comportements spéculatifs.

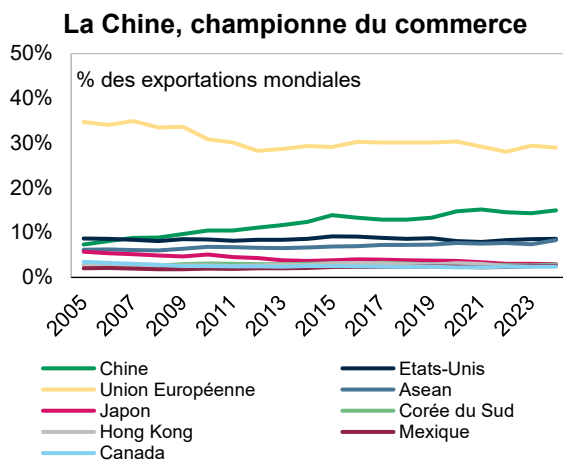
Troisième source de la déflation, la faiblesse de la consommation, résultante des deux premiers points, qui traduit donc un problème de confiance des ménages. En plus de peser sur les perspectives de croissance à moyen terme, cette faiblesse est problématique, car elle alimente les surcapacités industrielles. Elle explique la chute continue des prix à la production, en contraction depuis janvier 2022 et donc la nécessité pour les entreprises chinoises de se tourner vers l'exportation pour écouler les surplus de production. Ce ralentissement produit une intense guerre des prix afin de sécuriser des parts de marché, qui commence à être dénoncée par les autorités. Le PCC a ainsi rappelé que « les entreprises qui coupent dans les prix, dans une compétition désordonnée, doivent être régulées ». Les secteurs visés sont essentiellement ceux qui composent les « nouvelles

forces productives » : véhicules électriques, panneaux solaires, batteries ou e-commerce. Le prix d'une batterie a ainsi baissé de plus de 80%, tandis que le prix d'un module solaire est passé à moins de 7 centimes d'euro par watt. Début juillet, c'est Alibaba, le géant du e-commerce, qui a annoncé un vaste programme de subventions de 7 milliards de dollars pour les consommateurs et les commerçants partenaires, *via* des coupons de réduction disponibles sur des plateformes d'achat.

La stratégie de conquête des entreprises chinoises vis-à-vis du reste du monde s'est toutefois révélée payante, puisque la Chine a vu ses exportations continuer de croître et sa part de marché augmenter de nouveau depuis 2022, passant de 14,5 à 15% des exportations mondiales. L'excédent commercial chinois dépasse depuis plusieurs mois les 1 000 milliards de dollars. En moins de cinq ans, la Chine s'est notamment imposée dans le secteur du véhicule électrique (*cf. encadré*), tout en consolidant ses positions dans l'électronique, la chimie ou le solaire. Reste à savoir comment les entreprises chinoises réagiront au nouvel univers commercial mondial, notamment en matière de droits de douane.



Source : Administration générale des douanes



Sources : TradeMap, Crédit Agricole S.A./ECO

Le secteur du véhicule électrique

Le secteur automobile incarne par plusieurs aspects les forces et faiblesses du modèle chinois. Le développement de VEN (véhicules à énergie nouvelle) était identifié dès 2015 comme un des secteurs prioritaires de la stratégie *Made in China 2025*.

Alors que les constructeurs automobiles chinois ne s'étaient pas imposés sur le marché domestique, notamment sur les segments haut de gamme, **le développement des VEN a totalement rebattu les cartes du marché et fait émerger de très nombreux acteurs locaux.** La stratégie chinoise a reposé sur quatre piliers : **une politique de subvention massive des autorités, un accès à des matières premières pas ou peu transformées à des prix bas** (en particulier acier et électricité), **l'existence d'un réseau déjà très fourni de sous-traitants** qui servaient jusqu'ici les constructeurs étrangers installés en Chine et **une maîtrise de la chaîne de valeur de la batterie**, au cœur du développement du secteur. Ainsi BYD, devenu premier constructeur automobile mondial de véhicules électriques, était à l'origine un fabricant de batteries et le fournisseur de marques comme Nokia, Samsung ou Motorola. Autre exemple, le fabricant de téléphones Xiaomi, qui s'est également lancé dans la construction automobile.

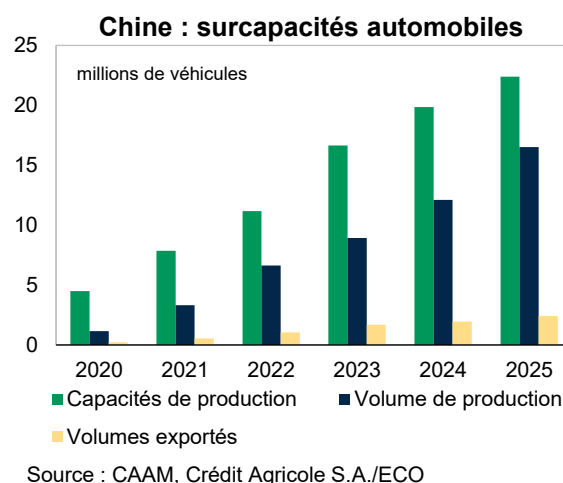
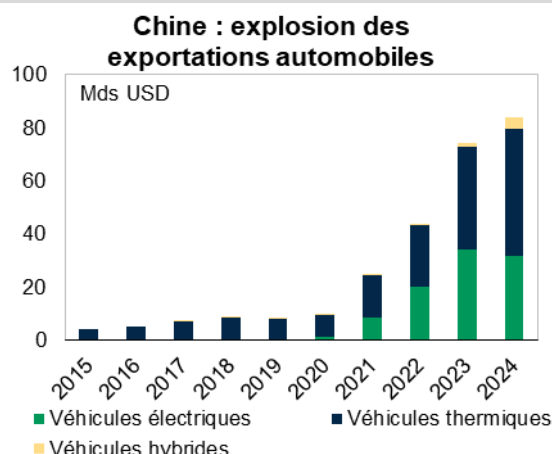
Déjà premier marché automobile mondial, **la Chine a détrôné en 2023 le Japon comme premier exportateur.** En 2024, le montant total des exportations de véhicules dépassait les 90 milliards de dollars. Plus de la moitié du marché chinois est dominée par les constructeurs nationaux, et les importations chinoises de véhicules continuent de diminuer. Mais le secteur de l'automobile chinois illustre aussi **les problèmes de surcapacités industrielles du pays.** Alors que les taux d'utilisation sont encore loin de leur plein potentiel, les constructeurs continuent de développer leurs capacités de production sur l'électrique, à un rythme certes ralenti mais toujours élevé : +2,5 millions de véhicules en 2025 (contre +3,2 millions en 2024 et +5,2 millions en 2023). Se pose aussi la question de la reconversion des chaînes de production thermiques. Au global (thermique + véhicules à énergie nouvelle), la Chine a les capacités de produire 47 millions de véhicules, pour une production effective de 30 millions, **soit un taux d'utilisation de 63%.**

Autre trait caractéristique du modèle chinois, **le développement du secteur a été très largement lié à la politique de subvention massive déployée par l'État.** Ce dernier a ainsi utilisé de nombreux canaux, mis en lumière par les enquêtes de l'Union européenne : exemptions de taxes, facilités pour obtenir des terrains, financement de la R&D, subventions à l'achat, de très nombreux outils ont été mobilisés pour soutenir l'émergence de ce marché. **Goldman Sachs estime ainsi que les programmes de subventions de l'État ont permis la vente de 1,7 million de véhicules supplémentaires en 2024, un chiffre qui pourrait monter à 2,4 millions en 2025.**

Alors que le marché reste plus fragmenté et plus concurrentiel que dans les marchés des pays développés (les dix premiers constructeurs détiennent 70% de la part de marché, contre 93% dans les économies avancées³, **le développement du marché reflète la stratégie des constructeurs chinois, qui se livrent à une intense guerre des prix.** Sur un an, les prix des modèles des principaux constructeurs ont ainsi baissé d'en moyenne 10%, mais jusqu'à 34% pour BYD, avec un modèle d'entrée de gamme électrique à moins de 7 000 euros. Cette politique est financée à la fois par une baisse des marges, mais aussi par des recherches d'économie d'échelle et de réduction des dépenses (effectifs et R&D). Les constructeurs chinois affichaient ainsi une marge opérationnelle de 3,9% au premier trimestre 2025, contre en moyenne 7,5% pour les constructeurs européens.

Le marché a entamé une lente phase de consolidation, mais la Chine compte encore plus de 140 marques automobiles. Les autorités ont récemment émis une série de *guidelines*, incluant de nouveaux standards en matière de RSE, mais aussi une recommandation visant à baisser le délai de paiement des fournisseurs. Ces mesures visent à accélérer la consolidation du marché, notamment *via* des opérations de fusion-acquisition. La consolidation devrait aussi permettre de **ratio-naliser les flux d'investissements mobilisés** pour le développement du secteur, la concurrence accrue ayant créé une sorte de bulle spéculative autour de l'industrie, et conduit à un surinvestissement dans un contexte de baisse de la rentabilité.

Dernier enjeu pour les constructeurs, celui de **l'internationalisation**, alors même que de nombreux pays, émergents comme développés, ont mis en place des mesures tarifaires et non-tarifaires pour protéger leur secteur automobile. Cet enjeu répond aussi à un objectif de reconstitution des marges, l'état de la concurrence étrangère, notamment dans l'Union européenne, permettant aux constructeurs un niveau de prix plus élevé. Pour échapper aux droits de douane, ces derniers semblent prêts à délocaliser une partie de leur chaîne de production hors de Chine, même si là encore les barrières à l'entrée restent nombreuses.



³ États-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni, France et Italie.

Une économie sous perfusion publique

Bien que les autorités aient fait le choix d'un soutien moins massif que dans les phases précédentes de ralentissement du cycle, l'implication de l'État dans l'économie reste forte. Cette dernière contribue à la déformation du modèle, les secteurs les plus soutenus devenant généralement les moteurs de la croissance, avec le risque toutefois de provoquer des bulles dans certains cas – comme ce fut le cas pour l'immobilier – et donc de conduire à une mauvaise allocation du capital.

En tournée dans l'Union européenne, Wang Yi, le ministre des Affaires étrangères chinois a une nouvelle fois justifié la stratégie chinoise indiquant que :

- ✓ Les subventions n'étaient pas l'apanage de la Chine, et que l'Union européenne et les États-Unis avaient aussi largement soutenu leurs entreprises, notamment dans le domaine de la transition énergétique ;
- ✓ Les surcapacités dénoncées par le reste du monde étaient nécessaires pour dégager des économies d'échelle, et diffuser les produits et technologies permettant la lutte contre le changement climatique (panneaux solaires, batteries et véhicules électriques en tête).

Si ces deux arguments sont pertinents, il n'empêche que la Chine reste un acteur ayant tendance à s'affranchir des règles du jeu international, et ce depuis son entrée dans l'OMC en 2001. Les subventions accordées aux

entreprises apparaissent notamment tout à fait inhabituelles, tant dans leur variété que dans leur ampleur. Le montant des subventions directes dépassait ainsi 0,5% du PIB en 2022, soit en moyenne plus du double des pays de l'OCDE. Il faut encore ajouter 0,5% du PIB en exemptions fiscales, ainsi que toutes les autres subventions indirectes. La Chine a aussi développé un système bancaire et financier qui favorise largement ses entreprises et ses champions nationaux, au détriment des acteurs étrangers. Le développement d'un système de financement parallèle où les taux sont inférieurs à ceux du marché pour certaines entreprises, notamment publiques, renforce cette impression d'opacité, et la perception d'un environnement dans lequel les règles du jeu sont à la fois inégales et arbitraires.

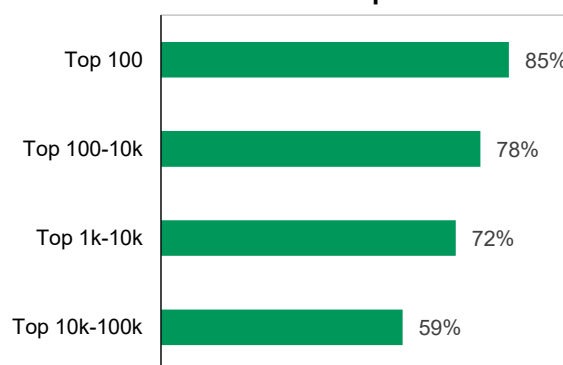
La concurrence exacerbée entre provinces, municipalités, voire districts, est un autre élément propice à la multiplication des dispositifs d'aides aux entreprises. Au-delà de fausser les règles du jeu international, cet environnement érode la rentabilité du capital, et maintient en vie des entreprises zombies que la concurrence aurait éliminées. **Si cela se justifie parfois pour des raisons d'emplois, la question de l'utilisation et de l'allocation du capital est primordiale, car c'est elle qui détermine en partie la croissance potentielle.** Autre outil fréquemment utilisé, celui de la politique monétaire et du taux de change en particulier, la Chine étant régulièrement accusée de sous-évaluer sa devise, notamment dans les phases de ralentissement du cycle.

Chine : taux de change



Sources : PBoC, Crédit Agricole S.A./ECO

Entreprises privées bénéficiant d'investissements publics*



Sources : Bai, Chong-En, et al. The rise of state-connected private owners in China, National Bureau of Economic Research

* Un investissement public est défini comme la participation dans une joint-venture avec l'État ou dans une joint-venture avec une autre entreprise privée qui détient elle-même une joint-venture avec l'État.

Dernier exemple en date, celui du programme de subventions mis en place pour soutenir la consommation des ménages. Démarré en 2024, son enveloppe a déjà été doublée deux fois et atteint désormais 500 milliards de yuans. De plus en plus de biens et de services sont inclus, notamment dans les secteurs du tourisme, des équipements du foyer

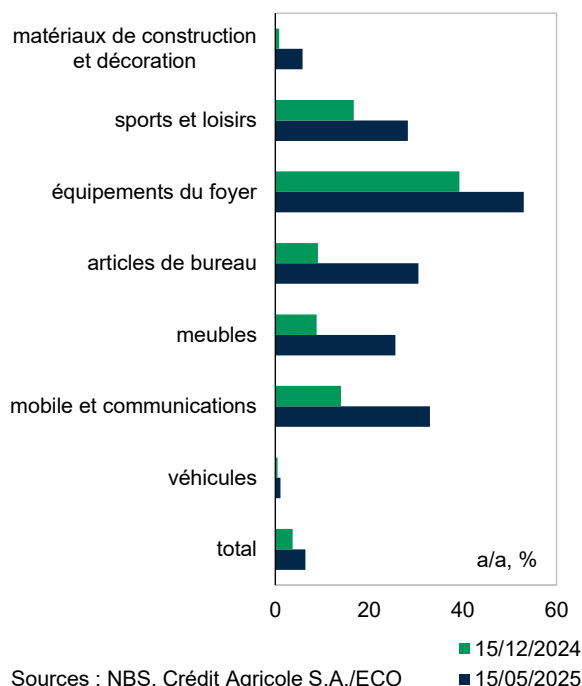
(téléviseur, gros électroménager...) et bien sûr des véhicules électriques. Les données disponibles montrent l'efficacité du programme, avec des ventes au détail ayant nettement accéléré dans les catégories de biens subventionnés. Toute la question est de savoir si ce programme a un véritable effet multiplicateur, ou si les ménages

agissent juste par effet d'aubaine, anticipant des achats qu'ils auraient dans tous les cas effectués dans un futur proche. Dans ce cas, l'arrêt du programme pourrait avoir un effet immédiat sur les volumes de vente. Enfin, si ces mesures sont présentées comme un soutien à la demande, on peut, *a fortiori* dans le cas chinois, les voir encore comme un soutien à l'offre : les produits et services choisis sont en effet domestiques et viennent donc alimenter les carnets de commande des entreprises

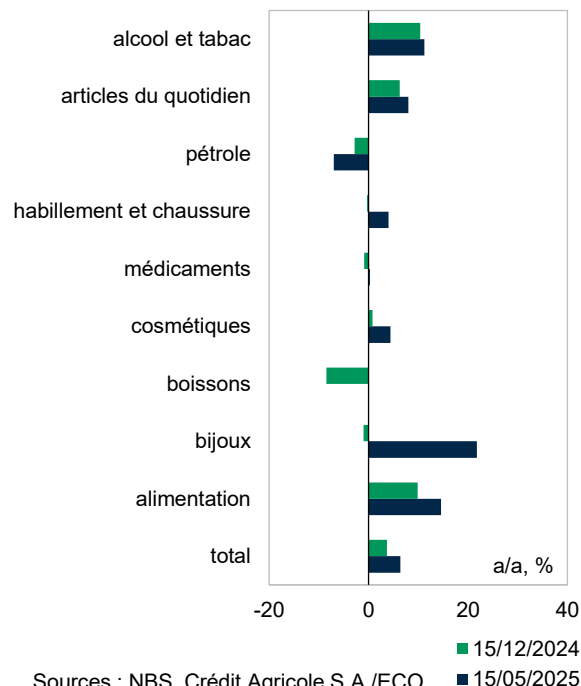
chinoises. De plus, les ménages ne sont pas tout à fait libres dans leurs choix de consommation, la sélection des biens et services concernés se faisant par les autorités locales ou nationales.

Dans le contexte de fortes incertitudes, lié à l'intensification de la guerre commerciale avec les États-Unis, le soutien aux entreprises nationales est donc plus que jamais une priorité.

Chine : ventes au détail, biens subventionnés



Chine : ventes au détail, biens non-subventionnés



Avec les États-Unis, le risque est anticipé, mais pas nécessairement maîtrisé

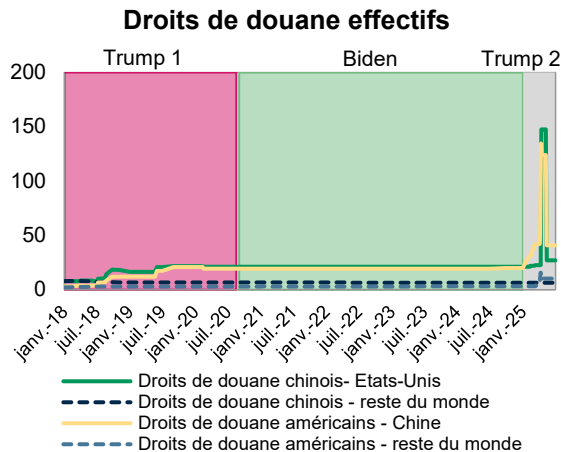
La Chine s'est engagée depuis plus de dix ans dans une politique d'autonomie stratégique, qui a pris des formes multiples :

- ✓ Politique de substitution aux importations dans le secteur industriel, grâce aux transferts de technologies étrangères dans un premier temps, puis par des efforts massifs en recherche et développement ;
- ✓ Sécurisation des approvisionnements dans les secteurs où la substitution est impossible (matières premières en particulier) ;
- ✓ Développement d'un modèle exportateur fort, porté par une compétitivité-prix de ses entreprises. La montée du protectionnisme et des barrières tarifaires et non-tarifaires, en particulier venant des principaux débouchés pour les entreprises chinoises (Union européenne et États-Unis) pourraient mettre à mal le modèle de croissance chinois, d'autant que ce dernier est de plus en plus dépendant des exportations.

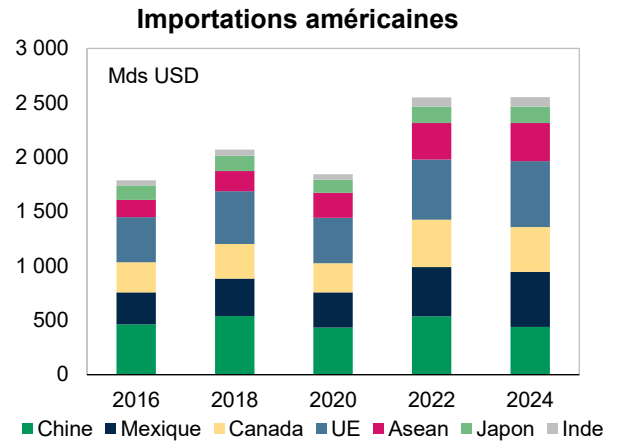
Depuis le début de la deuxième guerre commerciale et l'annonce des « tarifs réciproques » par la Maison blanche, la Chine a adopté une posture offensive vis-à-vis des États-Unis, qui détonne avec celle prise par le reste du monde, qui n'a pour l'instant pas cherché à renchérir, mais plutôt à négocier. Comment expliquer la stratégie chinoise ?

La structure des échanges commerciaux sino-américains permet d'éclairer ces décisions.

Quelques chiffres préliminaires : en 2024, les États-Unis ont importé pour 439 milliards de dollars de biens chinois, et exporté pour 131 milliards. La part de la Chine dans les importations/exportations américaines était de 13%/7%. Si l'on se place du côté chinois, les États-Unis comptaient pour 15% des exportations chinoises et 6% des importations totales en 2024. Les échanges sino-américains ont baissé depuis 2018, en valeur comme en parts de marché, mais le recours à des pays de contournement (Mexique et Vietnam en particulier) conduit à dire que le niveau global d'interdépendance des deux économies a en réalité peu diminué.



Sources : PIIE, Crédit Agricole S.A./ECO

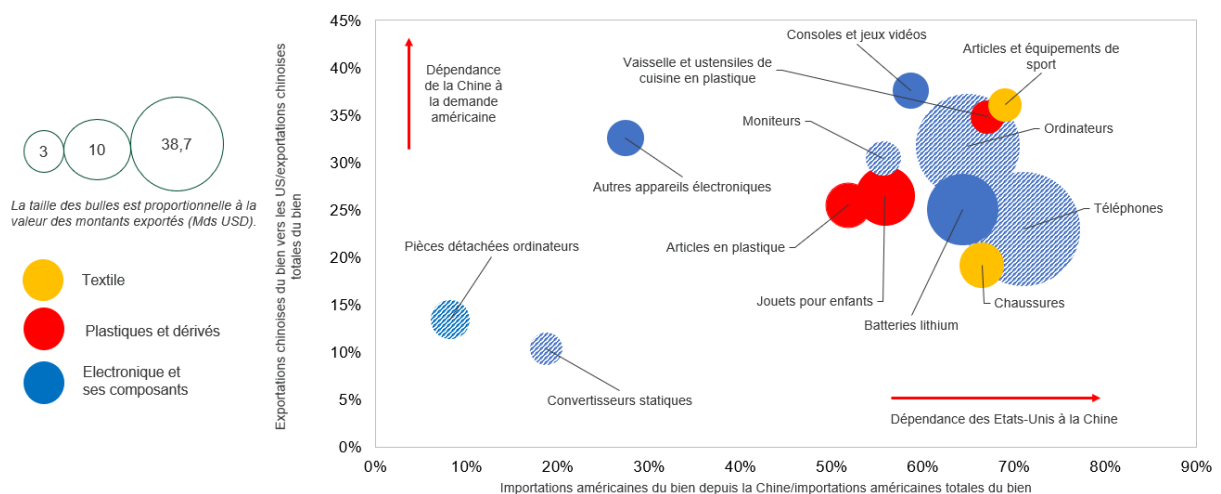


Sources : douanes américaines, Crédit Agricole S.A./ECO

Les États-Unis sont dépendants de la Chine sur des biens de consommation de masse (appareils électroniques, objets en plastique comme les jouets, textile et chaussures, articles de sport ou encore meubles), **dont la production est peu intensive en capital, et plus intensive en main-d'œuvre**. Il paraît très peu probable que ces filières soient relocalisées aux États-Unis, où les coûts de production seraient bien plus élevés. Dans le cas de la chaîne de valeur des appareils électroniques, notamment des ordinateurs et des smartphones, **des exemptions ont très vite été consenties par l'administration Trump**, car il n'existe aucune option de substitution à court terme. Les droits auraient été directement imputés aux consommateurs finaux, avec un effet immédiat sur l'inflation. Les exemptions portaient sur environ 20% des importations américaines totales depuis la Chine, avant même le début des négociations officielles.

On peut néanmoins penser que **l'effort de découplage entrepris par les grandes entreprises américaines du secteur**, Apple en tête, va se poursuivre, même s'il semble illusoire qu'un réseau de sous-traitants aussi dense que celui offert par la Chine émerge au Vietnam ou en Inde (les deux pays les plus à même de récupérer des sites de production), sans parler de la qualité en termes de logistique et d'infrastructures de transport et de connectivité disponibles en Chine. Ces dernières années, les États-Unis avaient déjà entrepris de diversifier leurs approvisionnements, en se tournant vers la Corée du Sud et Taiwan pour les composants à forte valeur ajoutée, et vers le reste de l'Asie du Sud-est pour les produits à moindre intensité technologique.

États-Unis : exposition aux produits chinois



Les biens hachurés ont été exemptés de droits de douane.

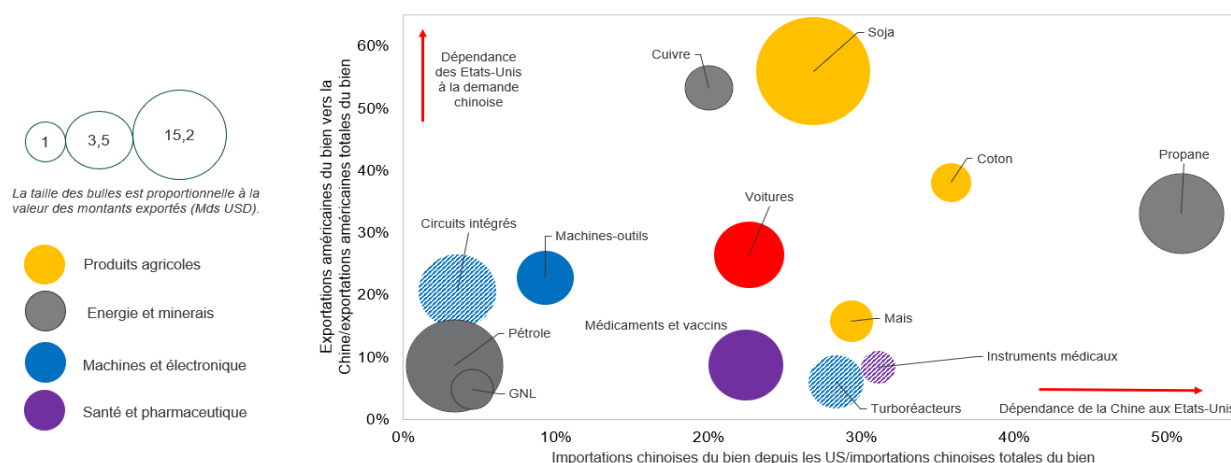
Les biens figurant sur le graphique représentent à eux seuls 37% des importations chinoises totales en valeur vers les États-Unis

Sources : UNComtrade, Crédit Agricole S.A./ECO

Du côté chinois, les exemptions ont directement porté sur des secteurs dans lesquels la Chine accuse encore un certain retard technologique, qu'elle essaie actuellement de rattraper : semi-conducteurs, pièces détachées pour l'aéronautique (moteurs d'avions en particulier) et équipements médicaux de pointe. Le reste des importations chinoises depuis les États-Unis porte en majorité

sur des matières premières agricoles (soja, maïs, coton) ou énergétiques (pétrole, GNL, propane), pour lesquelles il existe de nombreuses options de diversification que la Chine a déjà commencé à explorer, notamment avec le Brésil. Les exemptions chinoises ont donc porté sur un volume bien plus restreint, 10% du total des importations depuis les États-Unis.

Chine : exposition aux produits américains



Les biens hachurés ont été exemptés de droits de douane.

Les biens figurant sur le graphique représentent à eux seuls 46% des importations américaines totales en valeur vers la Chine.

Sources: UNComtrade, Crédit Agricole S.A./ECO

À moyen terme pourtant, **la Chine aurait plus à perdre d'une véritable recomposition des chaînes de valeur. Sa priorité était d'ailleurs sans doute d'obtenir le meilleur deal**, non en absolu mais en relatif. La situation dans laquelle la Chine restait seule avec 145% de droits de douane supplémentaires, alors que le reste du monde était redescendu à 10%, était extrêmement compliquée.

On l'a vu, **seuls les Chinois ont fait le choix de l'escalade, alors que les autres pays ont directement entrepris de négocier sans représailles, ou avec des mesures de rétorsions ciblées** (Union européenne). Isolée par des droits de douane punitifs, la Chine aurait eu du mal à convaincre le reste du monde de faire front commun. Lors de ses déplacements en Malaisie, au Vietnam et au Cambodge, Xi Jinping n'a pas eu d'engagement ferme de ces pays, pourtant proches, de dénoncer l'attitude américaine et de se ranger auprès de la Chine. Le fait de se rapprocher des droits de douane appliqués sur les autres pays lui redonne des cartes.

Rester seule avec 145%, c'était s'exposer à des délocalisations en masse de sites de production. On l'a vu depuis 2018, il est illusoire de penser que les États-Unis diminuent rapidement et simplement le contenu en valeur ajoutée chinoise de leurs importations. Il n'empêche qu'alors que la Chine est confrontée à une remise en question profonde de son modèle de croissance, avec une demande

domestique qui ne parvient toujours pas à prendre le relais des moteurs de l'investissement et du commerce extérieur, perdre des sites de production et donc les emplois et l'activité associés aurait été difficile à encaisser.

En cela, l'accord signé entre le Vietnam et les États-Unis n'est pas une bonne nouvelle pour la Chine, le Vietnam ayant accepté que les biens considérés comme réexportés, c'est-à-dire avec très peu de valeur ajoutée domestique, soient taxés à hauteur de 40%, contre 20% pour le reste. Si d'autres pays, et notamment le Mexique et la Thaïlande, qui sont les principales plateformes de contournement utilisées par les entreprises chinoises, se voyaient imposer le même type de conditions, cela conduirait probablement à une accélération du mouvement de relocalisation de parties plus conséquentes des chaînes de valeur, au détriment des sites de production chinois. **Reste à savoir si et comment ces mesures seront appliquées**, le contrôle du contenu en valeur ajoutée étant difficile à mesurer et nécessitant un renforcement conséquent des effectifs douaniers. Un déplacement vers de nouvelles zones (Amérique latine, voire Moyen-Orient) ne peut non plus être exclu, même s'il supposerait un effort d'investissement bien plus conséquent.

Dans une négociation dépassant les enjeux tarifaires, la Chine n'a pas hésité à sortir l'arme du contrôle des exportations de terres rares pour faire

plier les États-Unis, s'exposant à la colère des autres pays subissant eux aussi des restrictions affectant notamment le secteur automobile, comme le Japon ou l'Union européenne. Les contentieux demeurent donc nombreux, en particulier entre la Chine et l'Union européenne (marchés publics, appareils médicaux, véhicules électriques, produits agricoles et viticoles), alors qu'à court terme les entreprises chinoises tenteront sans nul doute de regagner les parts de marché perdues aux États-Unis dans le reste du monde, et s'exposeront donc à de nouvelles barrières de pays soucieux de protéger leur marché intérieur d'une concurrence chinoise jugée déloyale.

Conclusion

Les déséquilibres hérités du Covid sont venus ébranler certains piliers de l'économie chinoise, et appuyer sur ses vulnérabilités. La photographie des contributions à la croissance pourrait faire croire à un quasi-retour en arrière, vers une Chine « usine du monde » tant le pays semble aujourd'hui se reposer sur son secteur exportateur,

faute de trouver les moteurs internes suffisants. **Ce serait toutefois nier le rattrapage technologique opéré par la Chine en moins de vingt ans, qui s'incarne notamment dans sa domination sans partage dans les biens liés à la transition, véhicules électriques et panneaux solaires en tête.** N'oublions pas que le mouvement de « relocalisation » entrepris par certaines entreprises obéit avant tout à une logique géopolitique, car la Chine continue d'offrir un environnement logistique inégalé.

Ces succès ne doivent cependant pas masquer les interrogations profondes qui traversent l'économie chinoise, dont la déflation est le reflet. La bombe démographique, qui apparaît comme le défi le plus urgent et le moins traité par les autorités, se reflète dans tous les enjeux structurels chinois : avenir du marché immobilier, rôle de la consommation, prise en charge du vieillissement, évolution de la classe moyenne. Que deviendrait une Chine à 700 millions d'habitants ? Une question en suspens qui déterminera pourtant toute sa trajectoire de développement.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
11/07/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/07/2025	<u>France – Immobilier résidentiel : accélération de la hausse des prix des logements au T1 2025</u>	France, immobilier
09/07/2025	<u>États-Unis – Marché du travail, une lente détérioration sous un dynamisme de surface</u>	États-Unis
07/07/2025	<u>Italie : des ménages toujours prudents</u>	Italie
07/07/2025	<u>Bitcoin, Acorns à la croisée des chemins</u>	Banque, fintech
04/07/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/07/2025	<u>Hongrie – Le blocage de l'économie se prolonge</u>	Hongrie
01/07/2025	<u>Portugal – Correction au T1 2025, mais fondamentaux encore solides</u>	Portugal
30/06/2025	<u>France – Les ménages vont-ils moins épargner ?</u>	France
27/06/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
27/06/2025	<u>Europe – Scénario 2025-2026 : les économies européennes en phase d'attente et de transition</u>	Europe
25/06/2025	<u>Italie – Reprise des transactions immobilières au T1 2025</u>	Italie
24/06/2025	<u>France – L'Insee prévoit une croissance inférieure de moitié à celle de la zone euro cette année</u>	France
20/06/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/06/2025	<u>Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 : un contexte anxiogène, quelques résistances inédites</u>	Monde, scénario
19/06/2025	<u>Corée du Sud : l'élection de Lee Jae-myung signe-t-elle la fin de la crise politique ?</u>	Asie
18/06/2025	<u>Royaume-Uni – Nette dégradation de la conjoncture en avril</u>	Royaume-Uni
17/06/2025	<u>À Money20/20, interopérabilité, IA agentique et stablecoins entrent en collision</u>	Banque, fintech
16/06/2025	<u>France – La Banque de France revoit en baisse sa prévision de croissance et d'inflation d'ici 2027</u>	France
16/06/2025	<u>Industrie – La robotique industrielle, un levier essentiel pour la réindustrialisation française</u>	Sectoriel, industrie
13/06/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
12/06/2025	<u>Les compléments alimentaires améliorent-ils vraiment la santé des Français ?</u>	Santé, France
10/06/2025	<u>BTP France – Situation et perspectives : ralentissement de la baisse d'activité en 2025</u>	BTP, France
06/06/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
05/06/2025	<u>Maroc : we can do it !</u>	Afrique, Moyen-Orient
02/06/2025	<u>Mexique – Où en sommes-nous ?</u>	Amérique latine

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau – **Statistiques** : Datalab ECO

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.