

## LA CHINE n'est pas le Japon des années 1980 et c'est à la fois une bonne nouvelle et un grand problème

Crise immobilière, problèmes démographiques, tensions commerciales avec les États-Unis, niveau de la dette inquiétant : les points de comparaison entre la Chine actuelle et le Japon des années 1980 sont nombreux et font redouter un scénario de « japonisation » de l'économie chinoise. Ce dernier se caractérise par un ralentissement de l'activité provoqué par une baisse de la consommation privée, le déclenchement d'une boucle prix-salaires négative alimentant la déflation, un recul de la croissance potentielle.

Or, le Japon ne s'est jamais vraiment remis de sa « décennie perdue » : ce pays, que les économistes des années 1980 voyaient devenir la première puissance économique mondiale, a finalement connu près de vingt ans de stagnation de sa croissance et de ses prix.

La Chine n'est pas le Japon des années 1980 et c'est à la fois un avantage et un problème. Un avantage, car elle dispose de marges de manœuvre plus étendues dans la conduite de ses politiques économiques. Un problème, car son niveau de développement et de richesse – et donc de résilience – est bien moins élevé et l'expose à des scénarios finalement plus brutaux.

Du Japon, la Chine pourrait néanmoins tirer des leçons afin de ne pas reproduire les mêmes erreurs. À commencer par l'adoption d'une communication claire et transparente sur les politiques menées pour réancre les anticipations et redonner confiance.

Si les parallèles sont séduisants, si des leçons peuvent être tirées, la nature du régime chinois et le resserrement autour du Parti et de son leader Xi Jinping font cependant que la Chine ne ressemblera jamais totalement au Japon, des années 1980 ou d'aujourd'hui. Et que les obstacles à surmonter pour relancer sa trajectoire de croissance sont encore loin d'être surmontés.

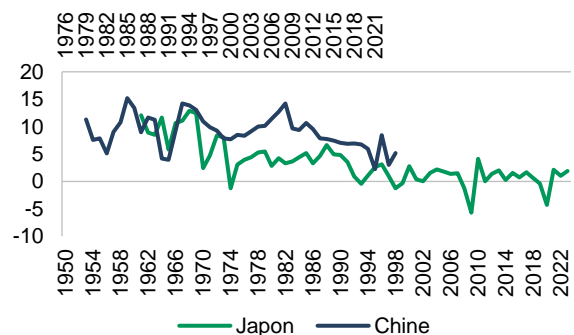
### Quels sont les points communs entre la Chine et le Japon des années 1980 ?

Les trois caractéristiques du Japon des années 1990 sont la conjonction d'une faible croissance, d'une faible inflation et de taux d'intérêt bas, dans un contexte de tensions commerciales avec les États-Unis, d'appréciation du yen<sup>1</sup> et de vieillissement accéléré de la population. Le parallèle avec la Chine actuelle est donc loin d'être absurde.

**Sur le plan de la croissance, d'abord :** le Japon a maintenu une croissance annuelle moyenne de 9,2% entre 1956 et 1973, puis de 4% entre 1974 et 1991 avant de tomber à 0,8% lors de la « décennie perdue » puis de la grande crise financière (1992-2012). Côté chinois, on retrouve les mêmes ordres de grandeur : 10% sur la période 1979-2011, 6,3% entre 2011 et 2023. Le FMI prévoit une croissance annuelle moyenne sous les 4% sur la période 2024-2028, révisant significativement la trajectoire de croissance du pays depuis quelques années : le Fonds tablait encore sur une croissance moyenne supérieure à 4,5% sur cette période en 2022, et supérieure à 5% en 2021.

<sup>1</sup> Voir ci-après les Accords du Plaza.

### La trajectoire de croissance de la Chine a des similitudes avec celle du Japon



Sources : Banque mondiale. Crédit Agricole S.A./ECO

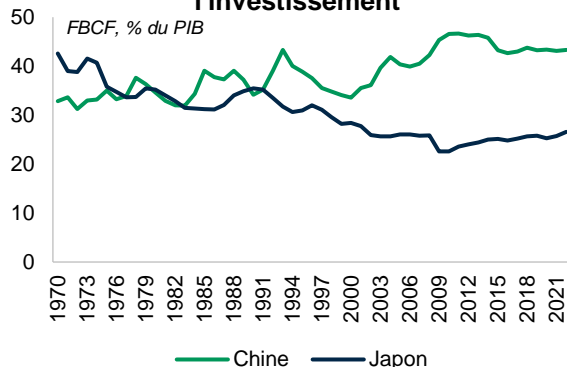
Surtout, la stratégie de croissance japonaise relevait d'un **modèle de développement fondé sur les exportations et la remontée des filières** (modèle dit « en vol d'oies sauvages »), des taux d'investissement et d'épargne élevés et un mode de financement par les banques plutôt que par les marchés. Des caractéristiques très similaires à ce

que l'on a pu observer en Chine, surtout à partir de l'entrée du pays dans l'OMC en 2001.

À son plus haut historique en 1988, le Japon comptait pour 9,8% des exportations mondiales. Il est intéressant de constater que ses meilleures performances sont enregistrées juste avant la crise des années 1990. Après un léger rebond au milieu des années 1990, aidé par la dépréciation du yen, le pays n'a plus jamais connu de telles parts de marché. En 2022, il ne comptait plus que pour 3,2% des exportations mondiales.

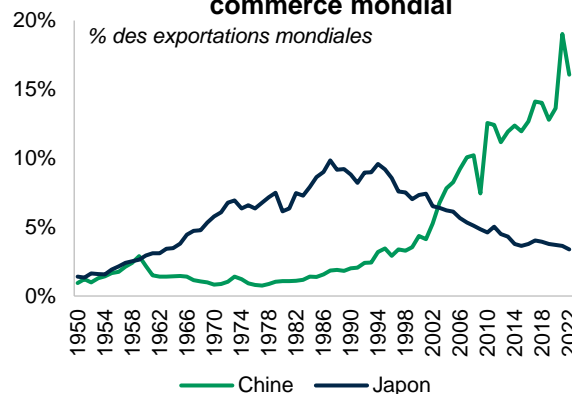
Quant à l'insertion de la Chine, elle a été encore plus rapide et fulgurante : de 4,1% des exportations mondiales en 2001, à 19% en 2021. Ce niveau a reculé en 2022 (16,1%), en raison notamment des restrictions sanitaires qui ont conduit à des blocages dans les ports chinois, mais reste très élevé. Il est en revanche probable qu'un plus haut historique ait été atteint en 2021. Reste à savoir si la Chine parviendra à conserver sa domination sur le commerce mondial, ou si elle cèdera des parts de marché face à l'émergence de nouveaux concurrents.

**Chine, Japon : un modèle de croissance fondé sur l'investissement**



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A./ECO

**Chine, Japon : insertion dans le commerce mondial**

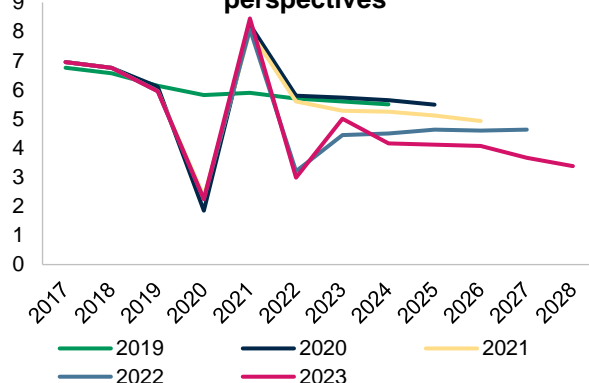


Sources : CNUCED, Crédit Agricole S.A./ECO

### Le pilotage de la trajectoire de croissance en économie administrée

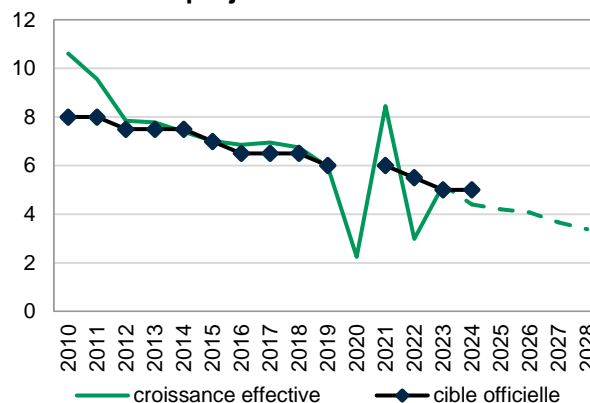
Dans une économie planifiée comme celle de la Chine, la question de la maîtrise de la trajectoire de croissance est centrale car elle fait l'objet d'un ciblage annuel, annoncé chaque année en mars lors des sessions parlementaires. Confronté au ralentissement de la croissance, le pilotage des autorités chinoises est délicat car il doit faire l'objet d'un arbitrage entre crédibilité et confiance, c'est-à-dire entre une cible pas trop haute pour qu'elle reste crédible, mais pas trop basse pour indiquer que le soutien à l'économie demeure primordial pour les autorités. Cette année, c'est plutôt la deuxième option qui a été retenue : une croissance « autour de 5% », alors que le consensus se situait plutôt en-dessous. De manière générale, la vision de la Chine a beaucoup changé depuis cinq ans, ce que reflètent notamment les prévisions du FMI. En 2021, l'institution anticipait encore des taux de croissance supérieurs ou proches de 5% jusqu'en 2026. En 2023, la trajectoire s'est infléchie : la prévision est de 4% pour 2026, de 3,4% pour 2028.

**Chine : la dégradation des perspectives**



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

**Chine : projections de croissance**

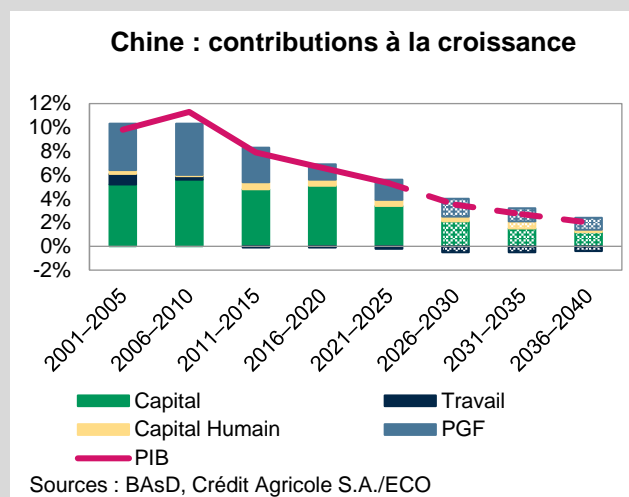


Sources : FMI, Crédit Agricole S.A./ECO

Dans la tradition des économies administrées, il est attendu que la cible soit non seulement atteinte, mais souvent dépassée, ce qui a été le cas chaque année en Chine à l'exception de 2020 (pas de cible en raison du Covid) et de 2022 (cible « autour de 5,5% » et croissance effective de 3%). Or, cette cible n'est jamais révisée en cours d'année et ne peut donc pas s'adapter à un retournement imprévu du cycle. La notion de cycle elle-même n'existe pas vraiment dans ce type d'économie tant il est impensable de présenter une cible négative, indiquant une anticipation de récession.

Après les taux de croissance annuels supérieurs à 10% enregistrés sur la décennie 2000-2010, le discours des autorités a changé et ses dernières ont introduit la notion de « croissance qualitative » pour justifier la baisse des cibles sur la décennie suivante. Un débat a alors émergé sur la trajectoire de la croissance chinoise, introduisant la notion de « hard » ou « soft » *landing*, c'est-à-dire de la capacité de la Chine à maîtriser le ralentissement de la croissance et à en contrôler les moteurs. C'est à cette époque qu'apparaît la nécessité d'une transition d'un modèle de croissance fondé sur l'investissement et le commerce extérieur vers un modèle tiré par la consommation domestique.

Or, le Covid a au contraire accentué le déséquilibre de l'économie en faveur d'un modèle tiré par l'investissement. Et, malgré les discours sur le désendettement nécessaire de l'économie, justifiant des mesures de relance plus timides que dans les phases précédentes de ralentissement, l'investissement devrait continuer à jouer le rôle de variable d'ajustement de la croissance : c'est le seul moteur directement contrôlable par l'État. En stimulant la croissance à court terme pour atteindre la cible grâce à l'investissement, le risque est bien celui d'une baisse de l'efficacité et de la rentabilité du capital. L'autre chemin consisterait à afficher des objectifs de croissance moins ambitieux mais plus crédibles. Dans les deux cas, ce comportement illustre les dérives d'une économie administrée en perte de vitesse, confrontée à une baisse de sa croissance potentielle : la productivité des facteurs s'est dégradée et le travail devrait contribuer négativement à la croissance en raison du ralentissement démographique.



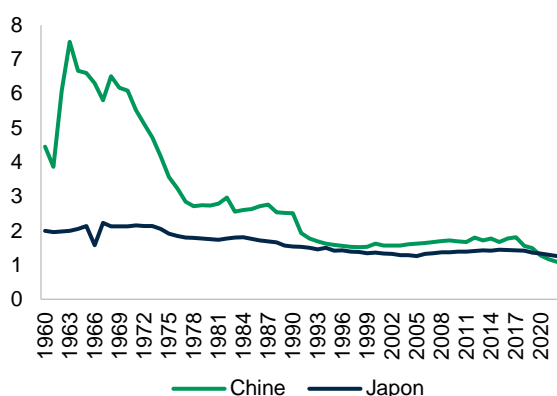
**Sur le plan démographique**, la situation chinoise est peut-être encore plus inquiétante que celle du Japon : la population a commencé à baisser en 2022 et **la Chine a perdu un peu plus de deux millions d'habitants en 2023**. Le taux de fertilité chinois est même passé sous celui du Japon, avec 1,09 enfant par femme en 2022 (contre 1,26 pour le Japon). Les projections des Nations unies prévoient que la Chine verra sa population presque divisée par deux à l'horizon 2100, tandis que celle de l'Inde devrait se stabiliser autour d'1,5 milliard d'habitants.

**Or, la démographie est un élément-clé de la croissance potentielle**, pour deux raisons principales. Premièrement, parce que la population active a une propension à consommer plus élevée que celle des retraités. Ensuite, parce que le facteur

travail est une composante importante de la croissance, surtout dans un pays comme la Chine où la disponibilité de la main-d'œuvre a joué un si grand rôle dans le décollage économique.

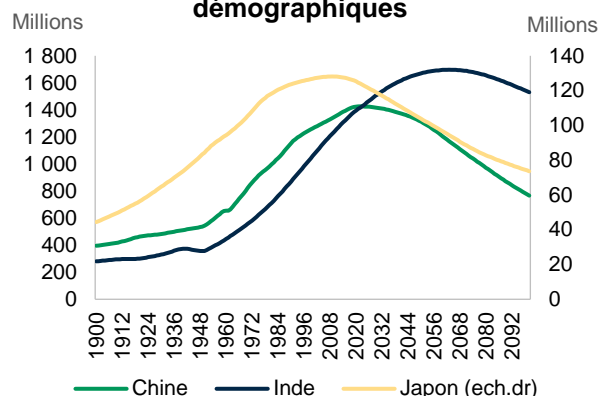
**Confrontée au vieillissement de sa population**, la Chine a d'abord tenté de mettre fin au contrôle des naissances en assouplissant puis supprimant la règle de l'enfant unique, sans grand effet sur le taux de natalité. La clé se trouvera peut être dans **l'âge du départ à la retraite**, qui est toujours compris entre 50 et 55 ans pour les femmes et de 60 ans pour les hommes. Le taux de dépendance vieillesse a déjà plus que doublé depuis le début du siècle, passant de 10% en 2000 à 22% en 2022. Selon les projections de l'ONU, il devrait dépasser 50% en 2050.

### Taux de fertilité



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A./ECO

### Chine, Inde, Japon : projections démographiques

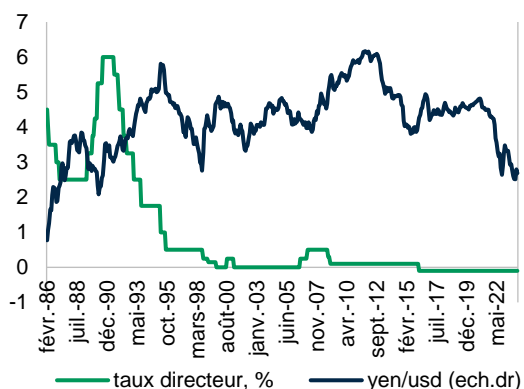


Sources : Nations Unies, Crédit Agricole S.A./ECO

**Troisième point commun**, l'existence de tensions commerciales et monétaires avec les États-Unis. En 1985, les accords du Plaza ont ainsi permis une dépréciation du cours du dollar face à un yen jugé sous-évalué. Il s'agissait de **réduire le déficit courant américain et de diminuer les excédents commerciaux du Japon mais aussi ses investissements sur le sol américain**. Des quotas d'importations sur les voitures japonaises, ainsi que l'obligation pour certaines marques – en particulier Toyota – de développer des sites de production sur le sol américain avaient aussi été imposés au Japon.

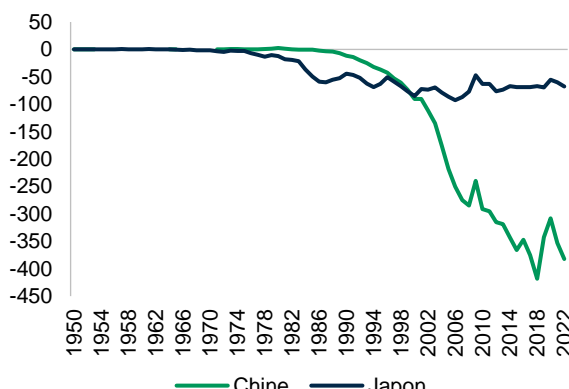
Mais, si le yen s'est effectivement apprécié de plus de 50% face au dollar en deux ans, les accords du Plaza ont aussi conduit **les agents économiques japonais à rapatrier une grande partie de leur épargne extérieure**, justement libellée en dollars. Cette épargne excédentaire, couplée à des mesures de dérégulation financière et une hausse du crédit ont alors alimenté **la formation d'une bulle – immobilière et financière – qui devait éclater à la fin de la décennie**.

### Japon : politique monétaire



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

### Déficit commercial américain



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

**Les mêmes arguments** ont été utilisés par les États-Unis concernant la Chine, accusée de dumping monétaire par Donald Trump alors que le déficit commercial américain explosait. En 2015, année précédant son élection, le déficit commercial américain vis-à-vis de la Chine atteignait presque 50% de son déficit total. À partir de 2018, une série de taxes douanières est introduite de chaque côté, sur des volumes d'exportations de plus en plus importants. En 2019, la Chine est cette fois accusée de laisser son taux de change se déprécier trop fortement face au dollar, afin de compenser les pertes liées à l'instauration des droits de douane.

L'accord Phase-1, signé en 2020, n'a pas mis fin aux tensions commerciales entre les deux pays. Les droits de douane sont restés à des niveaux élevés. De nouveau candidat à la présidence américaine, Donald Trump a indiqué vouloir instaurer des droits de douane de 60% sur les produits chinois.

Du côté européen, des voix s'élèvent également pour restreindre l'accès de la Chine au marché unique, en particulier pour les produits liés à la transition écologique, panneaux solaires et véhicules électriques en tête.

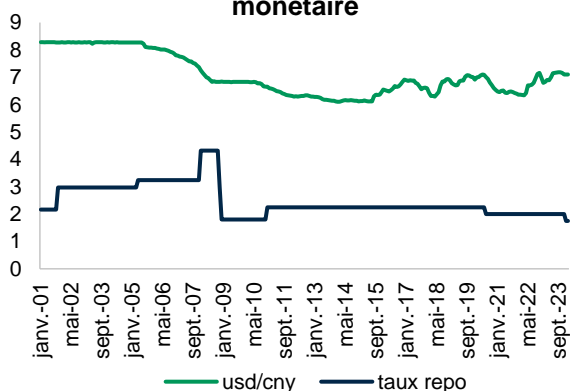
## La Chine d'aujourd'hui n'est cependant pas le Japon de 1990

Trois points fondamentaux différencient la Chine du Japon des années 1980 : la crise immobilière ne s'accompagne pas d'autres bulles d'actifs spéculatifs ; le risque de faillite bancaire semble limité et les autorités ont les moyens de soutenir les banques les plus fragiles (notamment régionales) si nécessaire ; **le compte financier de la Chine reste très fermé**, ce qui la protège des mouvements de capitaux, mais aussi des pressions sur le change.

De ces trois points, le plus important est celui concernant le compte financier : c'est surtout via ce canal que les déséquilibres se sont accumulés au Japon. **La Chine garde ainsi la main sur le niveau de son taux de change**, un outil qu'elle utilise pour maintenir sa compétitivité-prix dans les phases de ralentissement du commerce extérieur grâce aux interventions de la banque centrale.

Le yuan n'étant pas convertible, **les recettes liées aux exportations transitent par la banque centrale qui a donc accumulé de colossales réserves en devises** (plus de 3 200 Mds de dollars), lui permettant de gérer le cours de sa monnaie lorsque cela est nécessaire. Bien que le taux de change ne soit pas officiellement fixe, comme il l'était jusqu'en 2005, la banque centrale semble avoir des bornes hautes et basses à ne pas dépasser. Il paraît donc peu probable qu'elle se laisse imposer une quelconque pression sur son taux de change, comme ce fut le cas pour le Japon après les accords du Plaza.

### Chine : change et politique monétaire



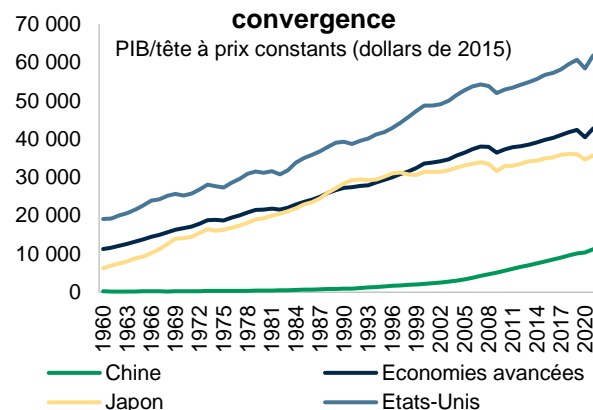
Sources : PBoC, Crédit Agricole S.A./ECO

La fermeture du compte financier permet aussi à la Chine **d'être peu exposée aux mouvements de capitaux**, qu'il s'agisse de retraits ou de rentrées. Certes, la Chine a connu des sorties de capitaux importantes ces derniers mois, qu'il s'agisse de flux de portefeuille ou d'investissements directs. Cela s'explique tant par **une baisse de la rentabilité des actifs chinois que par le niveau des tensions géopolitiques** conduisant les investisseurs (en particulier américains) à se désengager de Chine.

Mais les montants de flux nets sortants (environ 65 Mds de dollars en 2023) ne sont pas de taille à déstabiliser l'économie chinoise, même s'ils envoient un très mauvais signal sur l'attractivité du pays auprès des investisseurs étrangers.

Contrairement aux Japonais, **les Chinois possèdent également peu d'actifs à l'étranger**, et ne sont donc pas exposés à un effet de richesse lié aux variations de change. De manière générale, les marchés boursiers et les produits d'épargne financière ne sont pas très développés. **La capitalisation boursière s'élève à environ 60% du PIB, contre plus de 150% au Japon et 190% aux États-Unis** ; elle est de plus assez peu corrélée à l'évolution de la croissance. Cela réduit le risque de bulle d'actifs spéculatifs, une autre différence avec le Japon des années 1990.

### La Chine encore loin de la convergence



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A./ECO

### Trois éléments jouent en revanche contre la Chine.

Le premier, c'est le **niveau de développement, illustré par le PIB/tête**. Au début des années 1990, le PIB/tête japonais exprimé en dollars constants de 2015 était déjà de 28 915 dollars, contre 11 500 pour le PIB/tête chinois aujourd'hui. En d'autres mots, le Japon était déjà une économie à hauts revenus, alors que la Chine est encore une économie à revenus intermédiaires. Le risque est donc pour **la Chine de rester bloquée dans ce que les économistes appellent la trappe des revenus intermédiaires**, qui décrit une situation dans laquelle la majorité des habitants d'un pays n'arrive pas à accéder à la classe moyenne. Si la Chine a vaincu la grande pauvreté, environ 600 millions d'habitants continuent de vivre avec moins de 150 dollars par mois.

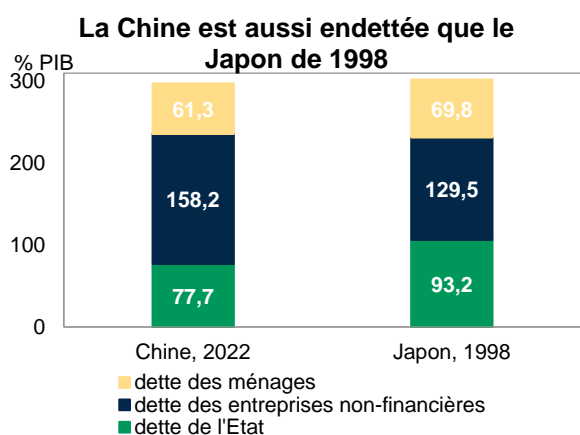
Or, **le modèle de développement de la Chine contraint aussi l'évolution des salaires**. En faisant le choix d'une insertion dans le commerce mondial fondée sur la compétitivité-prix, la Chine fait face à un arbitrage : monter en gamme pour créer plus de valeur ajoutée, développer de la compétitivité hors-prix et donc disposer de plus de marges de manœuvre pour augmenter les salaires,

ou rester dans de la pure compétitivité-prix et donc freiner la hausse salariale mais aussi l'appréciation du change. À ce stade, le pays semble surtout jouer sur le deuxième volet, ce qui explique aussi la faiblesse de l'inflation, même si des efforts d'investissement sont entrepris pour développer des secteurs à plus haute technologie, que ce soit dans le domaine de la transition ou du numérique.

C'est également là que l'on retrouve **l'enjeu de l'évolution vers un modèle de croissance fondé sur la consommation**, qui permettrait de moins dépendre du reste du monde à qui incombe d'absorber les surcapacités d'une économie **qui ne peut pour l'instant compter sur son propre marché intérieur en raison de l'insuffisance du niveau de vie d'une partie de la population**.

**Le deuxième élément défavorable à la Chine, c'est le niveau d'endettement**, qui est déjà comparable à celui du Japon de la fin des années 1990, pour un niveau de richesse inférieur. **L'endettement total de l'économie atteint ainsi 300% du PIB**, contre 333% en France ou 255% aux États-Unis selon la BRI – hors secteur financier. Le ralentissement de la croissance pose donc la question de « l'effet boule de neige » de l'endettement, même si la fermeture du compte financier chinois conduit à relativiser le risque de contagion qu'une crise de la dette domestique chinoise pourrait provoquer sur le reste du monde.

En outre, **la dette chinoise est en majorité émise par les entreprises et non par l'État**, même si elle se concentre surtout dans les entreprises publiques. **L'opacité financière de ces entreprises publiques et le refus de l'État chinois de définir avec clarté son rôle de prêteur en dernier ressort** incitent toutefois à surveiller étroitement l'évolution de cette dette. Un point d'atténuation du risque cependant, le fait que cette dette soit domestique et en monnaie locale.



Enfin, **le poids du secteur immobilier en Chine est beaucoup plus important qu'il ne l'était au Japon**. Pris dans sa globalité – c'est-à-dire en intégrant certaines activités d'amont et d'aval, allant

de la construction à l'ameublement en passant par les assurances – il représente plus de 20% du PIB chinois, 25% de l'exposition des banques et 70% du patrimoine des ménages urbains. La vente de terrains rapportait quant à elle près de la moitié des ressources de certaines localités jusqu'en 2019.

**De plus, le secteur immobilier a fait l'objet d'une intense spéculation** de la part de certains ménages multi-proprétaires, d'où une hausse des prix très rapide, en particulier dans les villes de rang 1 comme Shanghai, Shenzhen ou Pékin. Dans les villes de moindre importance, la spéculation a entraîné une forte hausse du taux de vacance (22% au niveau national), les propriétaires pariant sur la hausse rapide du prix des biens pour les rentabiliser sans même les louer.

Seuls facteurs d'atténuation du risque, **le taux d'épargne des ménages** (35%, contre 11% au Japon en 1990), qui réduit la perspective d'une hausse rapide du défaut, et un taux d'urbanisation moins élevé (61% contre 77% au Japon), qui permet d'espérer une éventuelle baisse à long terme de ce taux de vacance et une reprise de la demande dans certaines zones urbaines.

À court terme en revanche, **sortir de la crise immobilière sera long** : aucune amélioration des indicateurs n'est observée depuis maintenant trois ans et la crise pèse fortement sur les perspectives de croissance chinoise.

|  | Chine (2023)                    | Japon (1990)                 |
|--|---------------------------------|------------------------------|
| Crédits hypothécaires en % du PIB              | 31%                             | 22%                          |
| Ratio prêts/dépôts                             | 30%                             | 22%                          |
| Immobilier en % des actifs des ménages urbains | 70%                             | 54%                          |
| Ratio prix de l'immobilier/revenus             | 23,4 (Pékin)<br>26,7 (Shanghai) | 18,1 (Tokyo)<br>18,4 (Kyoto) |

Sources : Goldman Sachs, Crédit Agricole S.A./ECO

## Japon : les leçons à tirer

*Du cas japonais, trois leçons principales peuvent être tirées.*

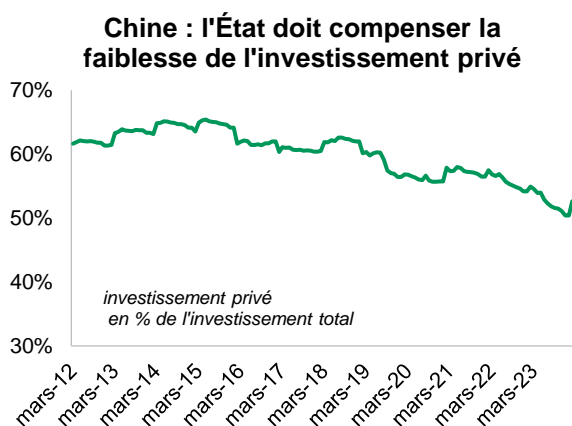
**La première leçon**, c'est que dans les moments de ralentissement du cycle et de désancrage des anticipations de croissance et d'inflation, **la communication des autorités autour de la politique économique est primordiale**. Son objectif est avant tout **d'améliorer la prédictabilité et la coordination des acteurs économiques**, en particulier pour ce qui concerne leurs décisions d'investissement.

Au Japon, une double erreur avait ainsi été commise : mal anticipé, le relèvement trop brutal des taux directeurs (+350 points de base en 18 mois) couplé au retrait des mesures de soutien

budgetaire avaient précipité l'éclatement de la bulle immobilière. Si les autorités chinoises ne se sont pas engagées sur la voie d'une telle « purge », **leur communication a toutefois été plutôt défailtante ces derniers mois.**

En effet, les marchés attendaient une réponse plus forte sur le plan budgétaire, à l'instar de ce qui avait pu être fait lors des phases de ralentissement précédentes (en 2008 et 2015). Ils ont donc été déçus par les annonces mesurées du gouvernement, qui avait pourtant indiqué que le désendettement de l'économie restait une priorité.

Par ailleurs, **la crédibilité de l'appareil statistique chinois est de plus en plus remise en question.** La décision de ne plus publier le chiffre du chômage des jeunes, un indicateur très commenté ces derniers mois en raison de sa dégradation, puis d'en changer la méthodologie pour revenir à des niveaux plus acceptables fait partie **des erreurs de communication évitables des autorités.** De même, les 5,2% de croissance annoncés en 2023 font l'objet de questions, tant la dynamique de l'investissement privé a été faible l'année passée.

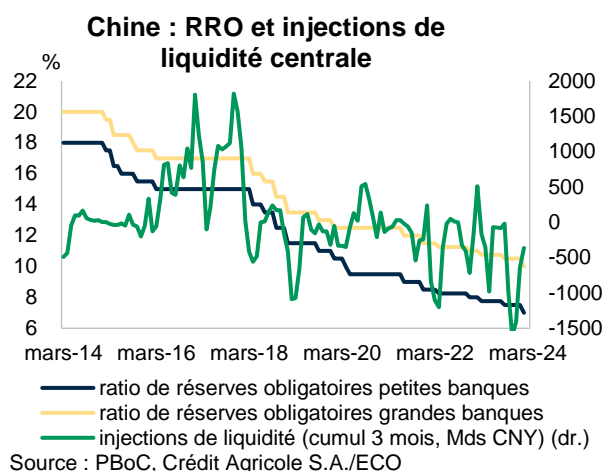


Sources : NBS, Crédit Agricole S.A./ECO

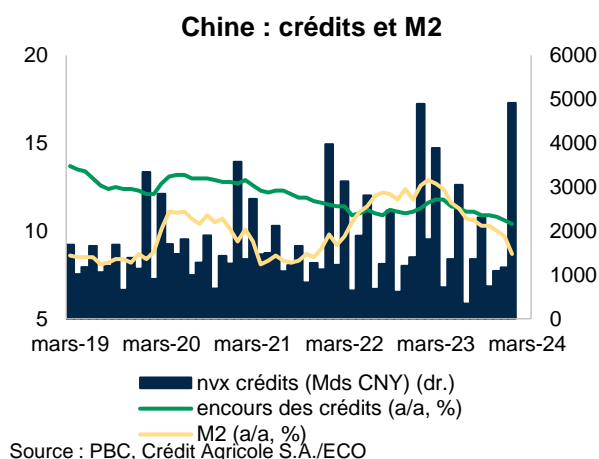
**La deuxième leçon, c'est d'éviter que les banques commerciales assument seules le poids du désendettement du secteur immobilier** afin de préserver leur capacité à prêter. À cet égard, **le parallèle avec le système chinois a moins de sens.** Les principales banques du pays étant publiques, c'est l'État qui porte la responsabilité de prêteur en dernier ressort et qui, à ce titre, peut organiser la faillite ou la recomposition des établissements en difficultés, comme il l'a déjà fait par le passé en créant des structures de défaillance pour gérer des actifs non performants.

Au contraire, **les banques ont bénéficié ces derniers mois d'injections de liquidités**, passant notamment par la baisse des taux de réserves obligatoires, l'émission de nouveaux titres et la recapitalisation de structures régionales, jugées plus fragiles. Ces injections n'ont pas atteint le niveau qu'elles avaient pu avoir lors du dernier

ralentissement du cycle en 2016, mais ont quand même permis de soutenir le secteur.



Enfin, même si elles ont été jugées parfois insuffisantes par les marchés, **des mesures de soutien à l'immobilier ont été mises en place**, qu'il s'agisse d'assouplissement des conditions d'achat ou d'aides pour les promoteurs.



**En Chine, la difficulté viendrait plutôt du manque de dispositifs encadrant la faillite**, un concept peu développé dans les économies administrées. Alors que près de 50% des promoteurs chinois sont en défaut de paiement, **les négociations entre créanciers et créditeurs avancent très lentement.**

Après deux, voire trois années de pourparlers sans résultat, **des tribunaux hongkongais ont commencé à prononcer des liquidations judiciaires** contre certains groupes parmi les plus emblématiques, dont Evergrande. Ces décisions portent sur la partie *offshore* – et le plus souvent libellée en dollars – des dettes des promoteurs, qui s'élèvent pour l'ensemble du secteur à 155 milliards de dollars – actuellement valorisés 20 milliards. Or, la quasi-totalité des actifs des promoteurs se trouvent en Chine continentale et ne pourraient donc être saisis que si les tribunaux du pays acceptent de coopérer, ce qui est loin d'être acté.

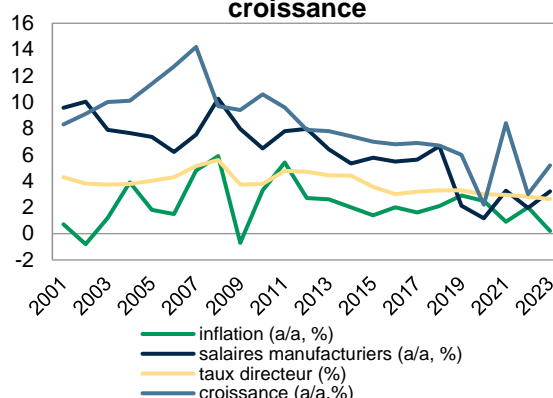
De manière générale, **les autorités semblent assumer que les pertes du secteur soient absorbées par les actionnaires des entreprises, étrangers ou domestiques.** Elles assument également que le désendettement à marche forcée puisse « faire exemple » pour sanctionner une industrie dans laquelle **l'enrichissement personnel a pu être un peu trop rapide et facile**, et s'est, surtout, fait au détriment des ménages qui ont rencontré des difficultés croissantes pour se loger – et, par extension, parfois pour fonder ou agrandir leur famille.

**La troisième leçon japonaise** est de faire très attention dans **la mise en place des politiques de pilotage des salaires**, afin d'éviter qu'une boucle décroissante salaires/prix ne se mette en place. Dans le cas japonais, les pressions à l'appréciation du yen exercées par les États-Unis avaient conduit au ralentissement de la hausse des salaires car les entreprises voulaient maintenir leur compétitivité-prix érodée par le niveau du taux de change.

**Ce type de boucle dépressive conduit à des comportements attentistes des agents économiques** (investisseurs et consommateurs), qui anticipent une dégradation de l'économie voire, une fois la spirale amorcée, une baisse des prix et retardent donc leurs décisions d'investissement. Cumulés, ces comportements créent donc une prophétie auto-réalisatrice, réduisent effectivement la demande effective et donc la croissance potentielle de l'économie. C'est ce qui s'est passé

au Japon, créant cette situation de stagnation déflationniste dont l'économie a eu toutes les peines à sortir.

**Chine : salaires, inflation et croissance**



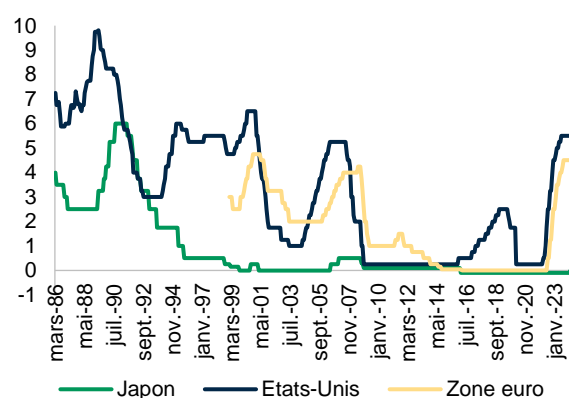
Sources : NBS, Crédit Agricole S.A./ECO

**Or, la déflation, le désancrage des anticipations d'inflation, et le maintien de taux très bas rendent également le désendettement excessivement douloureux.** Une politique de taux durablement bas peut également fragiliser le système bancaire en pesant sur les marges des institutions financières. Tous ces paramètres conduisent à des arbitrages difficiles dans le pilotage de la politique monétaire.

## La « japonisation » : un moindre mal face à d'autres scénarios plus brutaux ?

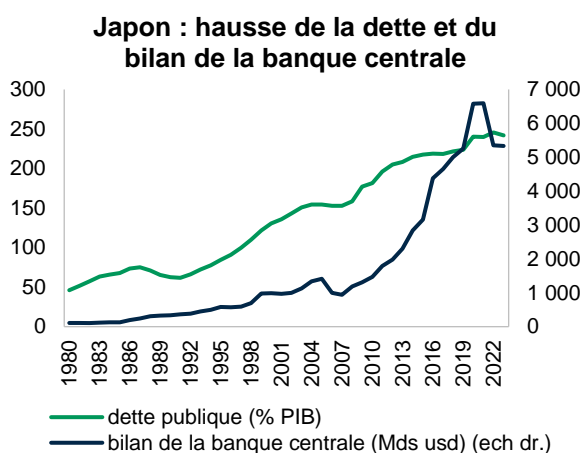
**La crise japonaise des années 1990 a laissé des stigmates profonds en termes de croissance mais aussi en termes de conduite des politiques monétaires et budgétaires.** La baisse des salaires et l'appréciation du yen ont nourri une inflation très faible et une baisse structurelle de la demande des ménages. La banque centrale a donc opté pour une politique monétaire très accommodante, en choisissant de maintenir un taux d'intérêt à court terme nul afin de soutenir l'activité. Le taux directeur japonais est devenu inférieur à 1% à partir de 1995, alors que les taux Fed restaient au-dessus de 5%. Ils ont atteint 0% dès 1999 et ne sont jamais repassés au-dessus de 0,5%.

**Japon : 20 ans de taux zéro**



Sources : Banques centrales, Crédit Agricole S.A./ECO





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

Alors que la déflation se prolongeait, et puisque les marges de manœuvre monétaires étaient inexistantes, **c'est l'arme budgétaire qui a été utilisée pour relancer l'activité, d'où une hausse très rapide du taux d'endettement public.** Pour conserver la soutenabilité budgétaire, il était nécessaire que les taux longs deviennent également nuls, et donc que la banque centrale s'engage dans une politique de rachats de titres massive, suscitant la hausse de la taille de son bilan.

**Si au sortir de sa « décennie perdue », l'économie japonaise avait déjà « laissé quelques plumes », elle disposait cependant d'un avantage dont la Chine est encore privée : celui d'un marché intérieur de consommateurs au pouvoir d'achat élevé, un marché mature certes mais ayant permis au Japon d'échapper à une correction encore plus violente de sa croissance.** Or, la « croissance » est finalement un concept récent en Chine et ce à quoi elle doit échapper, **c'est le retour à la stagnation**, situation qui prédominait jusqu'en 1979<sup>2</sup>.

Avant l'arrivée de Deng Xiaoping, le PIB par tête en parité de pouvoir d'achat était plus ou moins le même depuis l'an 1000, autour de 1 000 dollars par habitant. Malheureusement, la Chine de Xi Jinping ressemble de moins en moins à celle imaginée par Deng Xiaoping, et de plus en plus à l'ancien impérialisme chinois. **Un État paternaliste, responsable de la sécurité du peuple sans lui être redevable. Un État de plus en plus centralisateur, au risque de provoquer paralysie, comme dans le secteur immobilier ou sursurractions, comme au moment du Covid au niveau local.**

**En affirmant lutter contre les dérives du capitalisme, qu'il soit ou non « à la chinoise », qu'il s'agisse de l'apparition de grands groupes privés capables de rivaliser avec la puissance de l'État (Alibaba, Tencent pour ne citer qu'eux) ou de la hausse des inégalités, Xi Jinping a mis de côté l'exigence de prospérité qu'impliquait le nouveau contrat social chinois.** Un contrat social conjuguant un État répressif (c'est bien Deng Xiaoping qui a donné l'ordre de réprimer le mouvement démocratique de Tiananmen) mais plus libéral, promouvant un meilleur équilibre entre stabilité et prospérité.

Mettre le Parti au centre de la vie économique n'avait cependant pas permis à la Chine maoïste de décoller, bien au contraire. Voilà pourquoi le Japon des années 1990 n'est finalement pas comparable avec la Chine d'aujourd'hui : **les manifestations économiques ont beau être similaires, le cadre politique est très différent.** Et c'est lui qui déterminera le degré de priorité accordé à l'économie face aux multiples autres exigences d'un pays comme la Chine qui doit aussi composer avec ses exigences de stabilité et de puissance. De quoi anticiper des temps encore difficiles pour l'économie chinoise. ■

<sup>2</sup> Voir les données du [Maddison Project](#) qui produit des statistiques du PIB par tête sur très longue période.

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

| Date       | Titre  | Thème                  |
|------------|--|------------------------|
| 26/03/2024 | <a href="#">Royaume-Uni – La cible d'inflation à portée de main, la BoE plus accommodante</a>                      | Royaume-Uni            |
| 25/03/2024 | <a href="#">Italie – Baisse de la production industrielle en janvier</a>   | Italie                 |
| 22/03/2024 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde                  |
| 22/03/2024 | <a href="#">Grèce – L'activité toujours résiliente en 2023</a>   | Grèce                  |
| 22/03/2024 | <a href="#">La France manque ses objectifs d'énergies renouvelables PPE malgré une bonne dynamique en 2023</a>     | Energies renouvelables |
| 21/03/2024 | <a href="#">Afrique sub-saharienne : l'année d'impulsion de la ZLECAf ?</a>  | Afrique sub-saharienne |
| 20/03/2024 | <a href="#">L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Lait</a>                                   | Agroalimentaire        |
| 19/03/2024 | <a href="#">France – Reprise rapide ou pas, divergence de vues entre l'Insee et la Banque de France</a>            | France                 |
| 18/03/2024 | <a href="#">Géo-économie – Tensions et recompositions</a>  | Géo-économie           |
| 15/03/2024 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde                  |
| 14/03/2024 | <a href="#">Italie – Les deux faces de la même pièce</a>   | Italie                 |
| 14/03/2024 | <a href="#">Chine : deux sessions, une cible de croissance et beaucoup de questions</a>                            | Asie                   |
| 14/03/2024 | <a href="#">Métaux stratégiques et nouveaux matériaux : lithium, nickel et cuivre rebattent les cartes</a>         | Mines & métaux         |
| 13/03/2024 | <a href="#">Web3, les nouveaux Salesforce</a>  | Sectoriel              |
| 12/03/2024 | <a href="#">Royaume-Uni – Transition verte : point d'étape à mi-parcours</a>                                       | Royaume-Uni            |
| 12/03/2024 | <a href="#">France – Journée des Femmes, des inégalités qui persistent en dépit d'avancées</a>                     | France                 |
| 08/03/2024 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde                  |
| 07/03/2024 | <a href="#">À l'approche des élections générales en Inde, Narendra Modi fait face à la colère des agriculteurs</a> | Inde                   |
| 07/03/2024 | <a href="#">Géoéconomie – Tensions et recompositions</a>   | Monde                  |
| 05/03/2024 | <a href="#">Italie – Meilleur temps pour les ménages</a>   | Italie                 |
| 04/03/2024 | <a href="#">France – Une pluie d'indicateurs, des signaux mitigés concernant la conjoncture</a>                    | France                 |
| 01/03/2024 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde                  |
| 26/02/2024 | <a href="#">France – Le taux d'endettement des agents non financiers est-il préoccupant ?</a>                      | France                 |
| 22/02/2024 | <a href="#">Nigeria – Un pays en proie à de multiples défis</a>  | Afrique sub-saharienne |
| 21/02/2024 | <a href="#">Indonésie – Adoubé par Jokowi, le général Subianto s'impose facilement dans les urnes</a>              | Asie                   |

### 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 : Véronique Champion

Contact : [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.*