

# Perspectives

N°25/055 – 17 février 2025

## CHINE – La croissance, une « surprise positive » qui n'enterre pas de profondes interrogations

- La Chine a publié ses chiffres de croissance pour le quatrième trimestre et l'année 2024, et annoncé avoir atteint la cible de 5% qu'elle s'était fixée. Des données jugées « surprenantes<sup>1</sup> » – même si positives – par le consensus économique qui ne s'attendait pas à une telle performance.
- Il n'est pas nouveau que la Chine atteigne sa cible de croissance, mais le ralentissement observé dans plusieurs sphères de l'activité (immobilier, consommation) et la dynamique déflationniste de l'économie laissent à penser que le chiffre présenté pourrait être surévalué.
- Les inquiétudes autour de la solidité et surtout de la soutenabilité de son modèle économique ne se sont pas dissipées. S'y ajoutent de plus en plus des doutes sur la transparence et la crédibilité de l'appareil statistique chinois.
- Enfin, l'année 2025 sera nécessairement marquée par l'évolution de la relation sino-américaine, qui représente le plus gros facteur d'incertitude actuel.

### Le dernier trimestre sauve l'année...

Il fallait une nette accélération de la croissance au dernier trimestre pour atteindre la cible annuelle de 5%. Et c'est ce qui s'est apparemment produit : après un troisième trimestre à 4,6%, la croissance a atteint 5,4%, quand le consensus la voyait plutôt autour de 5%. Comment l'expliquer ?

### *La Chine, championne du commerce extérieur*

La « surprise » est venue de la production industrielle, qui a progressé de 6,2% en décembre, après 5,4% en novembre, et en particulier de la production manufacturière, portée par les panneaux solaires, le secteur des transports (automobile et pièces détachées notamment) et les biens d'équipement du foyer. Il semblerait que, anticipant de premières hausses tarifaires et plus globalement des restrictions sur le libre-échange, les entreprises américaines aient constitué des stocks importants et de fait, **les exportations chinoises vers les États-Unis ont bondi de 16% sur le mois de décembre.**

Le commerce extérieur a donc porté la production industrielle, et contribué positivement à la croissance 2024, à un niveau -1,5 point de pourcentage (pp) – qui, si l'on excepte l'année 2021 de reprise post-pandémique, n'avait pas été connu depuis 2006. **Le niveau record de l'excédent commercial chinois, qui frôle les 1000 milliards de dollars en 2024** – c'est tout simplement, et de loin, le montant le plus élevé jamais enregistré par un pays – s'explique par plusieurs facteurs :

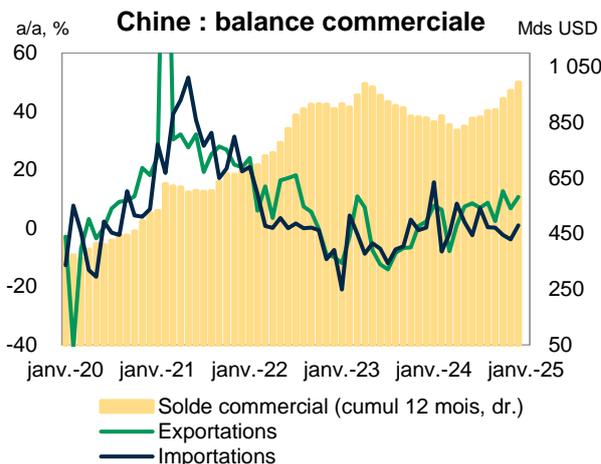
- ✓ **une hausse des exportations**, qui ont progressé de 7,1% en valeur en glissement annuel en 2024, **et dépassé les 3 500 milliards de dollars**. Une performance d'autant plus forte que les prix à la production chinois sont en contraction depuis janvier 2023, et que le yuan évolue à un niveau faible face au dollar, une tendance qui s'est encore accentuée depuis la réélection de Donald Trump. Les performances chinoises n'en sont que plus impressionnantes : en volume, les exportations chinoises ont progressé de 12% sur l'année, un rythme bien plus rapide que celui du commerce mondial

<sup>1</sup> [IMF says China's economic growth of 5% in 2024 was 'positive surprise' | Reuters](#)

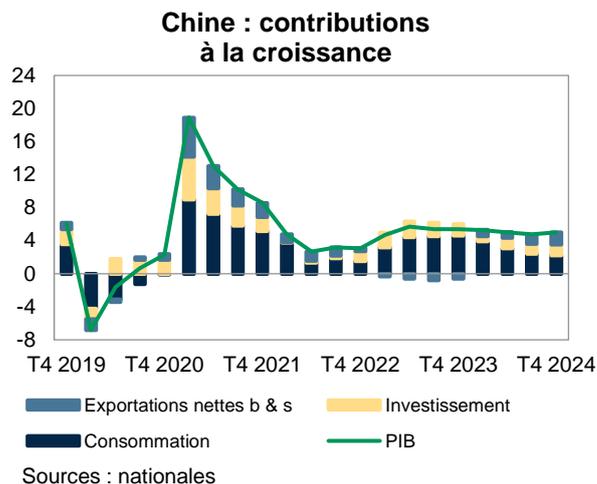
(3%). Cela signifie que la Chine a probablement encore **augmenté sa part de marché dans le commerce mondial**, notamment auprès des pays du « grand sud » – ceux de l'Asean en tête. La Chine est maintenant le premier partenaire commercial d'environ 150 pays.

- ✓ **des importations peu dynamiques.** Ces dernières ont augmenté de 1,1% en valeur sur

l'année 2024, malgré la dépréciation du yuan, qui aurait pu se traduire par plus de pressions inflationnistes, notamment sur les matières premières massivement importées par la Chine (pétrole, produits agricoles, métaux), dont les prix sont libellés en dollars. **Cet écart entre importations et exportations est le reflet de la faiblesse de la demande domestique chinoise.**



Source : Administration générale des douanes



Sources : nationales

### L'État au chevet de l'économie ?

La publication des données du quatrième trimestre et de l'année 2024 a également été l'occasion pour les autorités chinoises de souligner que **les efforts de soutien – monétaire et budgétaire – à l'activité commencent à porter leurs fruits**. Il faut dire que, prenant acte du ralentissement de la croissance observé sur le premier semestre, l'État a multiplié les annonces afin de raviver la confiance des consommateurs et des investisseurs. En décembre, la dernière réunion du Politburo s'est conclue par un engagement des autorités à mettre en œuvre **une politique budgétaire « plus proactive » et une politique monétaire « suffisamment accommodante »**. Un vocabulaire très inhabituel, qui témoigne d'un véritable changement de registre de la part des autorités, et d'une reconnaissance de l'existence de certains facteurs structurels entravant l'économie, à commencer par la faiblesse de la consommation. Ce communiqué ne s'est pas encore traduit par de nouvelles mesures de soutien ; celles-ci devraient plutôt être dévoilées début mars, au moment des sessions parlementaires. Elles viendront s'ajouter à un ensemble de dispositions qui, d'après les autorités, ont donc remis la Chine sur les rails de la croissance et expliquent les performances du dernier trimestre.

**Sur le plan monétaire**, la PBoC a procédé à plusieurs baisses de ses principaux taux (taux de réserves obligatoires, taux à sept jours) de manière à réinjecter de la liquidité dans le système bancaire. Pour autant, le rythme de la production de crédits a

continué de décélérer, reflétant le manque de dynamisme du marché immobilier. Chaque baisse de 50 points de base (pb) du taux de réserves obligatoires permet de débloquer environ 140 milliards de dollars. Prenant acte du blocage dans le secteur immobilier, la banque centrale a également baissé le taux des prêts hypothécaires, sur les nouveaux crédits et le stock, et ce afin de redonner du pouvoir d'achat aux ménages, en libérant environ 20 milliards de dollars sur le paiement des intérêts. Enfin, elle s'est engagée à financer un fonds (doté à hauteur de 45 milliards de dollars) pour permettre à certaines entreprises publiques ou collectivités locales de racheter directement des logements vacants, afin de les transformer en habitation à prix ou loyer modéré, de manière à absorber une partie du stock de logements en vente ou inoccupé.

Pour l'instant, il semblerait cependant que **la Chine se rapproche d'une situation de « trappe à liquidités »**, dans laquelle la banque centrale ne parvient plus à stimuler l'économie à travers sa politique monétaire. Bien connue des Japonais, la trappe à liquidités est dangereuse car elle provoque de la déflation et des comportements attentistes qui bloquent l'économie réelle. Surtout, il est difficile d'en sortir, car la trappe à liquidités est un phénomène largement auto-réalisateur et auto-entretenu, reposant avant tout sur des anticipations des agents, et traduisant donc leur perte de confiance. Malgré le succès relatif de l'assouplissement monétaire opéré depuis 2024, **la banque**

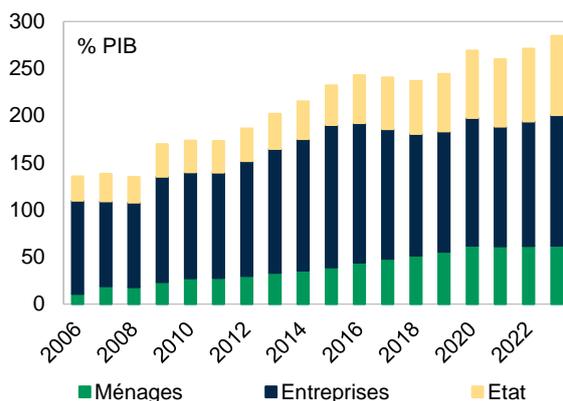
**centrale a indiqué souhaiter poursuivre les baisses de taux en 2025.**

Sur le plan budgétaire, l'État chinois s'est engagé dans une refonte – graduelle, et nécessairement lente – de sa dynamique d'endettement. Cette dernière était très largement portée par les provinces et les collectivités locales. Depuis la grande réforme fiscale de 1994, c'est l'État central qui levait l'essentiel des impôts, mais les provinces et autres collectivités locales qui portaient la charge de la dette, avec l'interdiction d'en émettre. Or, ce système a engendré des dérives : les collectivités locales ont multiplié les ventes de terrains aux promoteurs immobiliers, car il s'agissait de leur seule source de recettes directes. Une forme de course aux infrastructures s'est développée entre les provinces, également en concurrence pour attirer des entreprises et des investissements, et pour atteindre, voire surpasser leur propre cible de croissance. Pour se financer, les collectivités locales ont donc fait appel aux LGFV (*Local Government Finance Vehicle*), des structures de financement *ad-hoc* créées pour lever de la dette obligataire et financer de grands projets d'infrastructures.

L'opacité de ce système, la question des garanties et du rôle de l'État central, la multiplication de ces plateformes (plus de 12 000 seraient encore actives), et l'endettement croissant hors État central<sup>2</sup> conduisent aujourd'hui les autorités à repenser ce système.

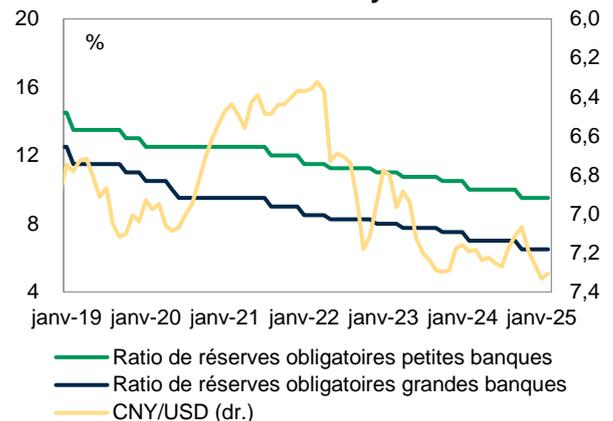
Début novembre, les autorités ont ainsi annoncé un plan à 10 000 milliards de yuans (environ 1 400 milliards de dollars) pour renflouer les caisses des gouvernements locaux. Il ne s'agit pas entièrement d'émettre de la nouvelle dette, mais plutôt d'un vaste programme de *swap*, autorisant les provinces à émettre des titres pour racheter ceux émis par les LGFV et s'étalant sur trois ans. Cela devrait permettre de commencer à remettre un peu de transparence dans le système financier, en restructurant au passage certaines institutions financières (petites banques rurales notamment), même si la tâche s'avère encore longue : la dette des provinces s'élève à 7 000 milliards de dollars d'après le FMI.

Chine : endettement de l'économie



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

Chine : RRO et yuan



Source : PBoC

Cumulées, ces mesures sont loin d'être négligeables, il faut encore ajouter que l'État a élargi son programme de subventions à la consommation en incluant de nouveaux biens : télévisions, téléphones, tablettes, mais aussi biens d'équipement pour le foyer (micro-ondes, lave-vaisselle, *rice cooker*), en plus des programmes destinés aux véhicules (thermiques ou électriques). Les ménages sont ainsi encouragés à renouveler ces équipements – largement produits en Chine – grâce à des aides de l'État, qui cherche à soutenir la consommation. L'ampleur du plan de soutien, qui s'élève au total à environ 10% du PIB chinois (mais

étalé sur trois ans), paraît finalement presque disproportionnée par rapport à la trajectoire affichée de la croissance chinoise : quand les autorités le dévoile au cours du troisième trimestre 2024, la croissance est passée sous la cible des 5%, mais ne s'en est pas tant éloignée. Même au moment du Covid, alors que la croissance officielle décélérerait bien plus fortement (2,3% en 2020), le soutien à l'économie n'avait pas été aussi fort. Les montants annoncés, qui doivent de surcroît encore être complétés par de nouvelles mesures, ravivent les doutes et les questions au sujet du niveau réel de la croissance et de sa décomposition.

<sup>2</sup> La dette officielle est de 56% du PIB, mais la dette des LGFV et des entreprises publiques s'élèverait à 48% du PIB d'après le FMI, soit un endettement total de l'État de 118% du PIB.

### ... Mais n'éteint pas les doutes

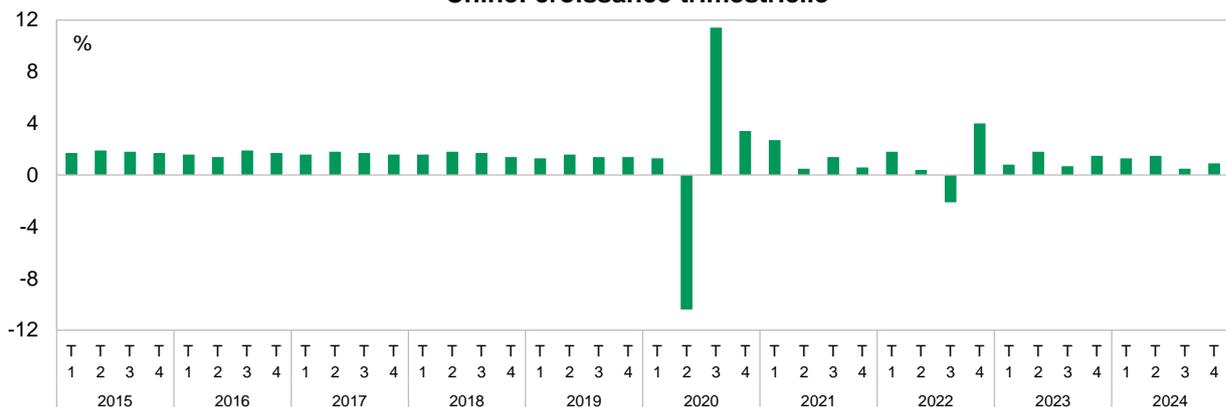
À la lecture des statistiques chinoises donc, **une impression que le modèle ne boucle pas totalement** demeure. Comment réconcilier ces 5% de croissance et leur composition (contribution de la consommation à la croissance 2,2 pp, de l'investissement 1,3 pp, du commerce extérieur 1,5 pp) avec les signaux plus négatifs envoyés par d'autres données d'activité ? Et surtout, pourquoi une telle mobilisation des autorités pour soutenir une croissance, finalement encore élevée ? Certaines incohérences peuvent ainsi être soulignées.

#### *Une économie planifiée de moins en moins prévisible*

Premièrement, n'oublions pas que **la Chine reste une économie administrée**, dont l'activité est régie à la fois par une cible de croissance, déclinée à chaque niveau (État, provinces, municipalités, secteur), mais aussi par des plans quinquennaux et des documents d'orientation, qui fixent des objectifs précis dans toutes les sphères de l'économie. Le fait que **l'économie chinoise soit devenue aussi**

**imprévisible**, avec de si gros écarts (négatifs comme positifs) avec le consensus, peut être perçu comme un défaut de gouvernance : avant la pandémie, l'évolution trimestrielle était extrêmement linéaire, et la trajectoire de croissance suivait une pente descendante (mais pas alarmante : il est totalement normal que la croissance décélère à mesure que le PIB augmente, c'est le concept même de l'effet de base) qui semblait être maîtrisée par les autorités. **Depuis le Covid, la courbe est beaucoup plus erratique**, ce qui donne l'impression que les autorités ont en partie perdu la main sur le contrôle de la croissance, même si la cible annuelle est atteinte en fin d'année. Même si les doutes sur la réalité des chiffres de la croissance chinoise ne datent pas du Covid, la pandémie a renforcé l'image d'opacité du pays, sur sa gestion sanitaire évidemment, mais aussi sur le bilan économique. Deux économistes chinois, Fu Peng et Gao Shanwen, ont ainsi estimé que le PIB chinois avait été surévalué de 10% sur les trois dernières années. De plus, les études du groupe Rhodium pointent régulièrement les doutes concernant les contributions à la croissance<sup>3</sup>.

Chine: croissance trimestrielle



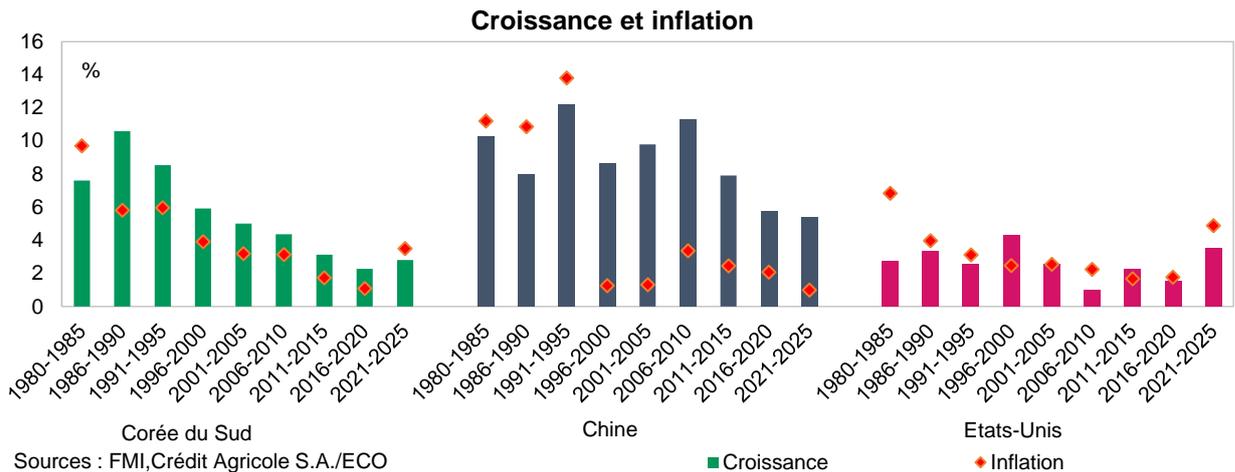
Sources : NBS, Crédit Agricole S.A./ECO

#### *Croissance, inflation, investissement, consommation : les incohérences*

En regardant les données chinoises, **l'incohérence principale vient de l'inadéquation entre le niveau de la croissance et celui de l'inflation**. Chaque année pourtant, les autorités annoncent une cible d'inflation en même temps que la cible de croissance, le plus souvent de 3%. Pourtant, cette cible n'a été atteinte que cinq fois depuis 2000, quand la cible de croissance l'est chaque année. **En réalité, il est difficile de trouver dans l'histoire économique un exemple de pays – qui ne soit pas en régime de change fixe – ayant connu une**

**trajectoire de croissance aussi forte et stable que celle de la Chine depuis 2000, sans que cette croissance n'engendre plus d'inflation**. En comparant les profils sud-coréen, chinois et américain, la faiblesse de l'inflation chinoise frappe. En regardant les chiffres, on comprend qu'avant son entrée dans l'OMC (2001), la Chine devait composer avec une inflation bien plus élevée, en moyenne supérieure à 10% par an, et que ce rythme s'est effondré au début des années 2000. Mais doit-on considérer que le niveau de l'inflation est voulu ou subi ?

<sup>3</sup> [After the Fall: China's Economy in 2025 – Rhodium Group](#)



**La faiblesse de l'inflation peut être vue comme voulue par les autorités chinoises**, qui privilégient la compétitivité-prix de l'économie. Elle trouve son origine dans la modération salariale pratiquée par les entreprises chinoises – publiques ou privées – et par l'existence d'un vaste réservoir de main-d'œuvre alimenté par la population rurale et les travailleurs migrants. **La conservation du « hukou »**, passeport intérieur donnant accès aux services publics (santé, éducation, retraite) permet de maintenir une partie de la population active (estimée à 177 millions de travailleurs, soit 22% de la population active totale) dans une sorte d'informalité. Les emplois occupés par les travailleurs migrants sont peu qualifiés, flexibles, moins bien rémunérés et les employeurs ne payent pas de charges sociales<sup>4</sup>.

Les autorités chinoises valorisent énormément **la concurrence dans l'économie**, en particulier dans le secteur privé, et sanctionnent ce qu'elle considère comme des abus de position dominante ou des positions monopolistiques. Ce cadre tire aussi les prix à la baisse car les entreprises sont plutôt *price-taker* que *price-maker* sur les marchés. En parallèle, et même si cela peut sembler contradictoire, la Chine demeure une économie planifiée, ce qui signifie que **l'État garde un grand pouvoir interventionniste** et peut encadrer l'évolution des prix. L'existence de stocks et réserves stratégiques (métaux, pétrole, produits agricoles) permet aussi de réguler les prix de certaines matières premières, lorsque leur cours monte trop vite.

La faiblesse de l'inflation chinoise serait donc le reflet d'une économie en forte croissance, dans laquelle la concurrence joue son rôle en redonnant du pouvoir d'achat aux ménages, et où l'État intervient pour réguler les prix volatiles dont l'évolution est liée à des facteurs exogènes (demande mondiale, conditions météorologiques, épidémies animales). Cette théorie s'applique surtout pour la

période 2006-2020, sur laquelle on constate une corrélation entre la trajectoire de la croissance – qui suit une diagonale presque parfaite – et celle de l'inflation. En revanche, l'effondrement de l'indice des prix observé depuis 2020 et l'entrée de la Chine dans une zone désinflationniste, voire déflationniste, signale une perte de contrôle.

**Depuis 2020, la faiblesse de l'inflation apparaît davantage comme subie.** Elle est le reflet du manque de demande intérieure, qui s'incarne dans les chiffres de la consommation des ménages. Plusieurs facteurs expliquent leur comportement. Déjà, le marché de l'emploi a bien plus souffert du Covid que ce que montrent les statistiques officielles du chômage, qui ne prennent pas en compte les travailleurs migrants. Si le chômage est officiellement stable à un niveau bas (autour de 5%), les difficultés des jeunes (dont le taux de chômage s'élève officiellement à 16%) même diplômés, pour trouver un travail ont largement été relayées, et Gao Shanwen estime que 47 millions d'emplois ont été détruits par la pandémie. Le resserrement réglementaire dans le secteur de la tech a également freiné les embauches dans ce secteur, qui absorbait jusqu'ici de nombreux diplômés. Dans ce contexte, la modération salariale semble être de mise, les données disponibles les plus récentes indiquaient qu'au troisième trimestre 2024, les salaires à l'embauche étaient en baisse de 0,6% par rapport à 2023. **Signal positif pour le pouvoir d'achat** et la consommation, les autorités chinoises ont annoncé une hausse surprise des salaires pour tous les fonctionnaires (cela inclut notamment les professeurs et les policiers), d'un montant total d'environ 15 milliards de dollars. La dernière augmentation générale avait eu lieu en 2015.

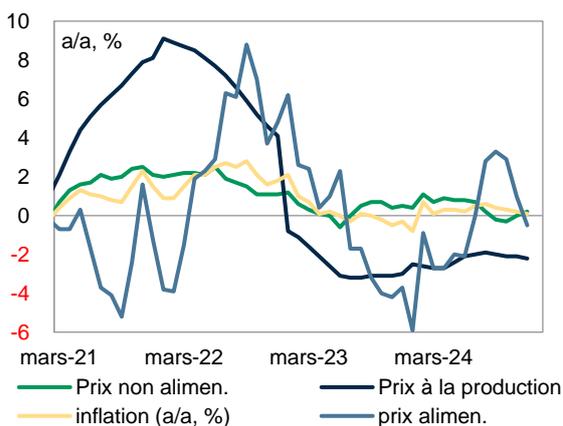
L'état du marché du travail, les stigmates laissés par la politique Zéro-Covid et bien sûr la situation du secteur immobilier ont déclenché **une crise de**

<sup>4</sup> [Les migrations internes, une partie intégrante du modèle économique chinois | Direction générale du Trésor](#)

**confiance chez les ménages**, qui ont modifié leurs arbitrages entre consommation et épargne. Ces dernières années, ils ont ainsi préféré augmenter leur épargne de précaution ou rembourser leurs crédits et hypothèques avec anticipation. Résultat, le – très lent – rééquilibrage qui s'opérait entre consommation et investissement s'est interrompu, alors même qu'il est nécessaire à la transition vers un modèle de croissance endogène reposant sur la demande interne plutôt que sur le commerce extérieur. La grave crise immobilière, dont la Chine peine toujours à sortir, plus de trois ans après son

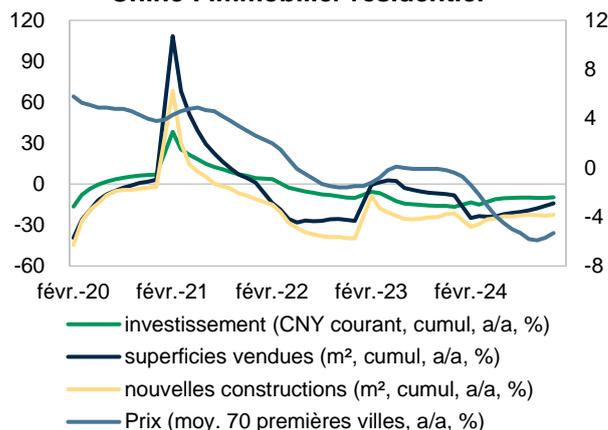
déclenchement, alimente doublement les pressions déflationnistes : directement, par le canal des prix et, indirectement, par l'effet de richesse. Alors que les volumes de transaction et les mises en chantier commencent tout juste à se stabiliser, à un niveau plus de 60% inférieur au pic de 2021, les prix continuent quant à eux de baisser. Leur trajectoire est en partie contrôlée par les autorités, qui ont tout fait pour opérer un ajustement graduel, passant d'abord par les volumes, et ce afin d'éviter un choc trop élevé sur le patrimoine des ménages, placé à près de 70% dans la pierre.

Chine : inflation



Source : NBS

Chine : immobilier résidentiel

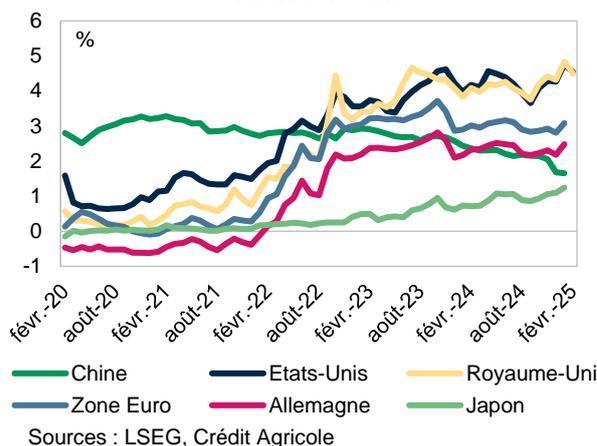


Source : NBS

**La baisse observée des taux longs sur les obligations chinoises** est un autre signal traduisant le pessimisme des agents sur la croissance à long terme et l'inflation. Le taux d'épargne très

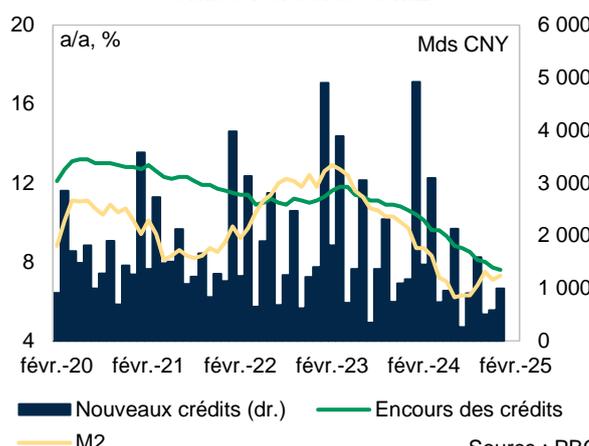
élevé, et les injections de *cash* dans le système bancaire opérées par la banque centrale créent cette situation de trappe à liquidités, déjà évoquée.

Taux à 10 ans



Sources : LSEG, Crédit Agricole

Chine : crédits et M2



Source : PBC

La crise immobilière ne pèse pas que sur le niveau des prix, et **les chiffres de l'investissement** présentent aussi une certaine incohérence par rapport à la dynamique globale de l'économie. Les statistiques officielles font état d'une contribution de l'investissement à la croissance de 1,3 pp. Or, ces chiffres ne cadrent pas du tout avec ceux des encours de crédits, en nette décélération depuis 2023, malgré les injections de liquidités opérées par la banque centrale (par la baisse du taux de

réserves obligatoires notamment), qui ne se sont donc pas traduites par un redémarrage de la production de crédits. Côté investissement public, l'apathie de l'investissement se lit plutôt du côté de la détention des obligations par les banques. Alors que les autorités ont entrepris de réguler les activités des véhicules de financement (LGFV), de nombreux projets ont été mis en pause, notamment dans les provinces les plus endettées. Les données concernant la production de matériaux utilisés dans

la construction (asphalte, ciment, acier), tout comme la consommation de pétrole, dans ce secteur très énergivore, signalent aussi que la crise immobilière est loin d'être passée, et que les commandes publiques ne se sont pas suffisantes pour compenser le déclin du secteur privé. Enfin, s'il est certain que le reste du secteur privé, et notamment le secteur manufacturier, a bénéficié d'un report des investissements depuis le secteur immobilier, **l'état des entreprises chinoises**, dont les profits ont baissé cette année, signale un contexte difficile pour les entreprises, et donc un climat peu propice aux investissements. En 2024, 25% des entreprises ont rapporté des pertes, 40% des profits en baisse et 45% des revenus en diminution. Et si les constructeurs de véhicules électriques ont atteint de nouveaux records de ventes, seuls deux (Li Auto et Aito) auraient été profitables. Signe que, pour l'instant, c'est effectivement la puissance publique qui soutient une partie de l'économie chinoise.

Et alors que les entreprises chinoises pouvaient toujours compter sur une demande extérieure élevée pour absorber les surcapacités de production non écoulées domestiquement, l'année 2025 s'annonce pleine de questions sur l'environnement commercial dans lequel la Chine va maintenant devoir évoluer.

## Les questions pour 2025

### *L'imprévisibilité de Donald Trump*

Pour la Chine, le retour de Donald Trump est source potentielle de nombreuses instabilités, ce qui peut présenter à la fois une menace et une opportunité.

**La menace se situe surtout sur le terrain économique.** La hausse des droits de douane sur les produits chinois est une promesse de campagne de Donald Trump. Et si la ligne républicaine, incarnée notamment par Marco Rubio, le nouveau secrétaire d'État, est plus dure que celle des démocrates, la montée du protectionnisme vis-à-vis de la Chine est un des rares sujets transpartisans. Cela signifie que Donald Trump pourrait avoir le soutien total du Congrès pour imposer ses mesures. **Ces dernières pourraient prendre différentes formes** : hausse des tarifs douaniers bien sûr, dans un premier temps 10% supplémentaires, mais jusqu'à 60% si Trump reste fidèle à son programme, poursuite de la politique de restriction aux exportations sur les produits à forte valeur ajoutée technologique ou encore sanctions sur les entreprises chinoises. Ces annonces, tout comme le durcissement de la position américaine, la Chine s'y prépare et s'y attend. **Elle sait qu'elle doit se projeter dans l'après « mondialisation heureuse »** dont elle avait tant profité depuis 2001 et son entrée dans l'OMC, même si les autorités ont multiplié les mains tendues à la nouvelle adminis-

tration. Le vice-président, Han Zheng, était présent à la cérémonie d'investiture et a eu de nombreux entretiens avec la nouvelle équipe en charge des relations commerciales et la communauté d'affaires sino-américaine.

**Depuis 2018, les autorités se préparent ainsi au « découplage »**, qui s'incarne notamment par la stratégie de « circulation duale », visant à limiter la dépendance chinoise aux importations, tout en soutenant les entreprises exportatrices. Cette préparation a revêtu plusieurs formes. Les entreprises chinoises ont déjà relocalisé une partie de leur chaîne de valeur dans des pays tiers, Mexique et Vietnam en tête. Les statistiques du commerce international montrent bien cette adaptation : depuis 2020, la part des États-Unis dans les exportations chinoises a effectivement baissé, passant de 19,3% en 2020 à 14,6% en 2024. Avec un effet sur le déficit bilatéral, cheval de bataille du président Trump, qui s'est réduit, passant de 418 milliards de dollars en 2018 à 270 milliards en 2024. Un résultat en trompe-l'œil, car la dépendance des États-Unis vis-à-vis des produits chinois est loin de s'être réduite.

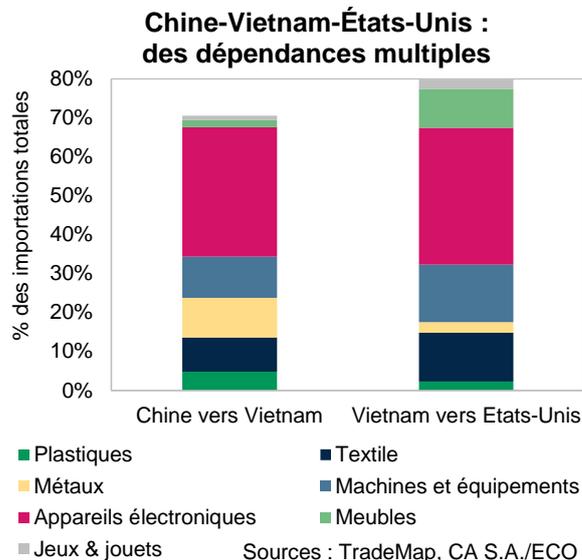
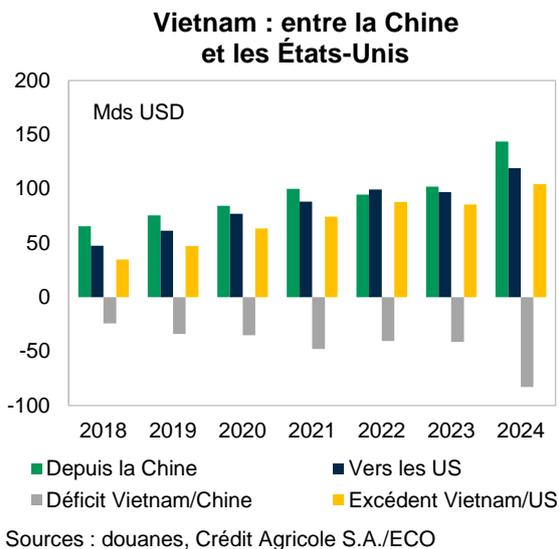
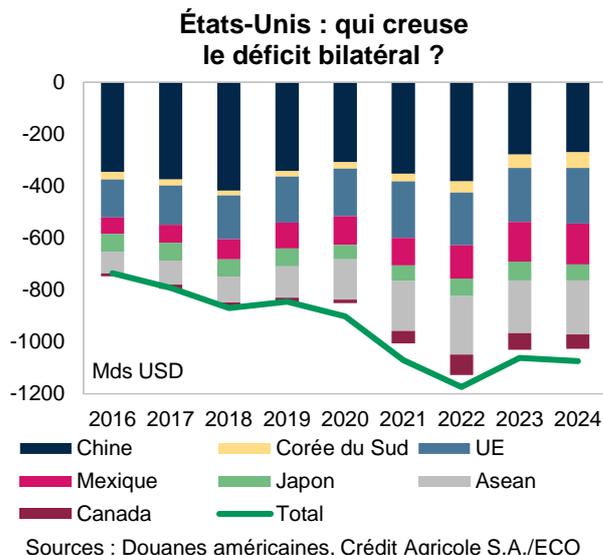
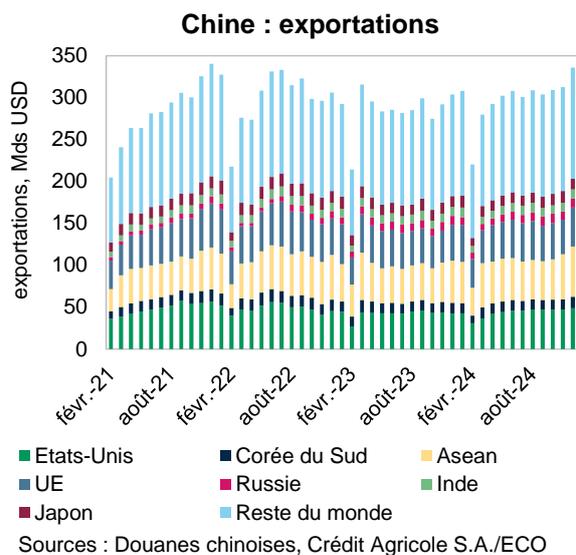
**L'exemple le plus parlant est celui du Vietnam**, dont les statistiques du commerce extérieur illustrent cette stratégie de contournement des tarifs et sanctions américaines, stratégie mise en place par les entreprises chinoises comme internationales. Entre 2018 et 2024, les importations du Vietnam depuis la Chine ont augmenté de 78 milliards de dollars, les exportations du Vietnam vers les États-Unis de 72 milliards de dollars. **Le déficit commercial du Vietnam vis-à-vis de la Chine s'est creusé de 59 milliards de dollars, tandis que l'excédent du Vietnam vis-à-vis des États-Unis progressait de 70 milliards.** De plus, ces nouveaux échanges se concentrent pour l'essentiel dans les mêmes secteurs, en particulier celui des appareils électroniques (téléphone, tablette, écran) pour lesquels le Vietnam est devenu un producteur, ou plutôt un assembleur majeur. Seuls des secteurs nécessitant moins de valeur ajoutée et de consommations intermédiaires (textile et meubles) échappent à la dépendance chinoise.

**Les États-Unis perçoivent donc de plus en plus le Vietnam comme une porte d'entrée détournée des biens chinois.** Le pays pourrait donc se retrouver sur la liste noire de Donald Trump et subir des pressions pour diminuer ses consommations intermédiaires chinoises, sous peine de se voir imposer des restrictions ou des droits de douane supplémentaires, qui affecteraient donc directement les entreprises chinoises profitant de ce système. **Dans les faits, ce genre de politique de contrôle est très difficile à mettre en place.** La complexité des chaînes de valeur fait que les entreprises sont souvent incapables de remonter au-delà d'un ou deux niveaux de sous-traitance. Et surtout, qui contrôlerait ce contenu en importation ? Et ce

contrôle aurait-il lieu au niveau des douanes américaines (qui n'ont pas du tout le personnel suffisant pour le faire) ou bien au niveau des entreprises, avec un dispositif de licences ? Mais là encore, qui surveillerait vraiment, et sur toute l'étendue de la chaîne ? Mais avec un Donald Trump aussi imprévisible, ce scénario ne peut être exclu. Et, même appliquées avec une efficacité moyenne, ces mesures contraindraient un peu plus l'appareil exportateur chinois.

**Le découplage s'est aussi traduit par des investissements massifs dans les secteurs accusant un certain retard technologique**, que les États-Unis espèrent maintenir en contrôlant les

exportations des entreprises américaines (mais pas uniquement) dans des secteurs stratégiques comme l'intelligence artificielle, les semi-conducteurs, l'aéronautique ou le matériel de guerre. Il est difficile de savoir avec certitude où en est la Chine dans son rattrapage. Le pays semble encore très dépendant des circuits intégrés et semi-conducteurs les plus avancés, qu'elle importe en masse de Taïwan et de Corée du Sud. La présentation de DeepSeek, agent conversationnel chinois développé – officiellement – avec des ressources réduites et un investissement minimal, indique toutefois que **la Chine est loin d'être distancée, et poursuit son objectif d'autonomie stratégique.**



**L'opportunité, serait à aller chercher sur le terrain géopolitique**, sur lequel les prises de position américaines radicales (sur le Groenland, Panama ou Gaza) et teintées d'impérialisme, ainsi que le désengagement de l'architecture multilatérale (Accord de Paris, OMS, Conseil des Droits de l'Homme) ou bilatérale (démantèlement de USAID)

pourraient permettre à la Chine d'imposer ses choix. La place laissée vacante par les États-Unis pourrait en effet faire de la Chine le premier contributeur de certaines institutions, à commencer par l'OMS, et donc lui donner plus de poids dans la gestion de ces structures multilatérales, courroies de transmissions de normes et d'idées. **Plus que**

jamais, la Chine risque aussi de se placer comme protectrice d'un « Sud global », encore désorganisé et pas toujours tout à fait aligné avec les positions chinoises, mais que les actions américaines, contre le libre-échange ou l'aide internationale dont de nombreux pays dépendent, pourrait contribuer à fédérer.

#### Pour la Chine, quelles marges de manœuvre ?

On l'a vu, la Chine a affirmé sa volonté de négociier. Cela n'est pas incompatible avec les dernières déclarations et les mesures prises en réaction à la hausse des droits de douane américains. Un « *super deal* », dans lequel Donald Trump ressortirait gagnant n'est pas impossible. Reste à savoir bien sûr ce que la Chine serait prête à mettre dans la balance. Et comment au contraire elle pourrait réagir en cas d'escalade des tensions commerciales.

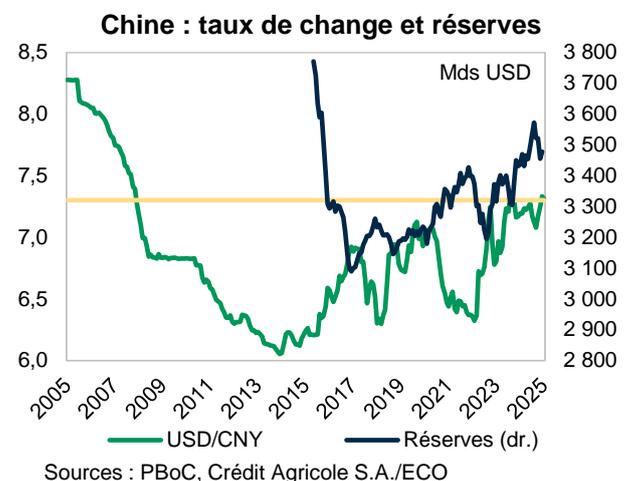
Pour l'instant, les contre-mesures prises par la Chine incluent : 10% de droits de douane sur le pétrole brut, les machines agricoles, grosses cylindrées ; 15% sur le charbon et le gaz ; un contrôle des exportations sur certains matériaux critiques ; une enquête contre Google pour des pratiques anti-concurrentielles ; des restrictions sur de nouvelles entreprises américaines. **Ces annonces apparaissent plutôt mesurées et laissent la porte ouverte à des tractations**, avec plusieurs questions en suspens.

La première pour le pays sera de savoir **comment gérer sa devise face au dollar**. Ce sujet est complexe, car il suppose de nombreux arbitrages, internes et externes, qui dépassent parfois la sphère économique. **Le niveau du yuan face au dollar est faible**. Il fluctue autour de 7,3, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis 2008. Le yuan n'est pas la seule devise à s'être dépréciée ces derniers mois face à un dollar fort, dopé par le résultat des élections américaines et des taux qui restent élevés. À cet environnement monétaire s'ajoute **la politique de la banque centrale chinoise, qui s'est considérablement assouplie** depuis 2023, et devrait poursuivre sur cette ligne accommodante afin de soutenir l'activité. La stratégie de dépréciation du yuan avait déjà été utilisée lors de la première guerre commerciale sino-américaine, particulièrement entre 2018 et 2020. **La Chine pourrait donc de nouveau faire ce choix, avec le risque de se voir accuser par l'administration Trump d'être un pays « manipulateur de devise »**. Bien qu'elle n'entraîne pas automatiquement de sanctions, cette désignation offre la possibilité aux États-Unis de prendre des mesures pour corriger un excédent commercial d'un pays tiers jugé excessif, sans enfreindre les règles de l'OMC. Historiquement, des négociations entre les États-Unis et le pays visé, parfois avec l'intervention du FMI, ont suffi à résoudre ces différends.

Le département du Trésor américain applique cette désignation aux pays se livrant à des pratiques monétaires jugées déloyales, car leur conférant un avantage commercial et creusant le déficit commercial américain. Un pays est considéré comme manipulateur de devises s'il remplit trois critères :

- ✓ un excédent commercial avec les États-Unis supérieur à 15 milliards de dollars ;
- ✓ un excédent de la balance courante dépassant 3% du PIB ;
- ✓ des interventions sur le marché des changes excédant 2% du PIB sur au moins huit des douze derniers mois.

D'autres facteurs, tels que la politique monétaire, le contrôle des capitaux ou la transparence des données, peuvent également être invoqués par le gouvernement américain pour justifier la désignation de *currency manipulator*. En fait, la décision finale s'avère assez discrétionnaire et un pays peut être qualifié de manipulateur de devises sans nécessairement remplir les trois critères, comme ce fut le cas pour l'Inde en 2017. La raison invoquée était alors la « politique de change discutable » du gouvernement de Modi. Si la Chine était de nouveau placée sur cette liste, **elle s'exposerait donc à de nouvelles mesures de rétorsion**. D'où une certaine prudence dans le contrôle de son taux de change qui pourrait être de mise, du moins tant que la porte des négociations est encore ouverte, d'autant que le pays dispose très largement des réserves de change nécessaires pour soutenir sa devise. **C'est du reste la position que semble avoir pris la banque centrale, qui s'efforce de stabiliser le yuan autour de ce taux-cible de 7,3 depuis le début de l'année 2025**. La stabilisation du change permettrait du reste de donner plus de marges de manœuvre à la PBoC pour poursuivre son objectif d'assouplissement monétaire, car il serait compliqué pour elle de baisser les taux dans une phase de dépréciation du yuan incontrôlée.



Pays	Excédent commercial bilatéral avec US >15Mds USD	Compte courant >3% du PIB	Intervention sur le marché des changes >2% du PIB
	2024, Mds USD	2024, % du PIB	% PIB
Chine	270	1,4	0,5 à -0,1
Vietnam	113	4,5	1,5
Malaisie	22	2,4	-2,3
Thaïlande	41	2,2	-0,6
Singapour	-3	19,7	7,1
Indonésie	16	-0,8	0,7

**Deuxième piste, celle du « super-deal »**, qui pourrait prendre la forme d'un nouvel accord commercial entre les deux pays. Celui signé en 2020, dans lequel la Chine s'engageait à accroître ses importations de produits américains de 200 milliards de dollars, n'a pas eu les effets escomptés<sup>5</sup> : en 2024, les exportations américaines vers la Chine s'élevaient à 131 milliards de dollars, contre 125 en 2020. **La Chine a même poursuivi sa stratégie de diversification agricole** en ouvrant son marché à d'autres pays : blé argentin, porc russe, volaille thaïlandaise, ou en limitant sa dépendance aux États-Unis, notamment sur le soja, le maïs ou le bœuf. La Chine pourrait rouvrir plus largement son marché aux produits agricoles ou énergétiques américains, mais en réalité, les États-Unis produisent peu de biens qui intéressent les Chinois, et surtout qui présentent une compétitivité-prix acceptable. **Il faut garder à l'esprit que le PIB par tête américain (en parité de pouvoir d'achat) reste 3,5 fois supérieur à celui de la Chine.**

L'accord pourrait aussi porter **sur une hausse des investissements chinois aux États-Unis**, dans certains secteurs ciblés où le déficit bilatéral américain est le plus fort (appareils électroniques, pièces détachées automobiles), à l'instar de ce que les États-Unis avaient fait avec le Japon dans les années 1980, en obligeant certains constructeurs (Toyota notamment) à développer des usines locales. **Mais là encore un problème de compétitivité-prix se poserait rapidement.** Or, Donald Trump a aussi été élu sur la promesse de maîtriser l'inflation. Évidemment, il n'est plus à une contradiction près, mais le niveau des prix est un baromètre très sensible pour l'électorat américain.

**Troisième piste, celle d'une négociation bien plus globale**, qui inclurait des enjeux géopolitiques (Ukraine, Corée du Nord, Iran, Afghanistan et bien sûr Taïwan) : les sujets et points chauds sont nombreux, les issues potentielles bien incertaines, et on ne se risquera pas ici à faire des scénarios ou des probabilités. Cette manière de négocier fait toujours partie des méthodes de Donald Trump, et il ne serait pas surprenant de retrouver ces enjeux mêlés

à des sujets commerciaux. Dans leurs premiers échanges, Xi Jinping a été clair sur quatre lignes rouges dans lesquelles une forme d'ingérence américaine ne sera pas admise : Taïwan, la démocratie et les droits de l'homme, le système chinois et le développement économique de la Chine.

## Conclusion

**C'est affaibli que la Chine se présente face à un Donald Trump provocateur et combattif.** Le Covid-19 a laissé des séquelles profondes sur l'économie et la société : crise immobilière, crise de confiance des ménages se manifestant par une demande domestique qui ne redécoule plus, endettement massif et parfois inefficace des collectivités locales, révélant les limites du système fiscal chinois. En réalité, c'est tout un système économique qui semble aujourd'hui plafonner, révélant certaines incohérences difficiles à masquer. À côté de cela, le complexe manufacturier chinois triomphe et se paie le luxe d'atteindre des niveaux d'excédent historiques. Tout cela n'est pas si paradoxal : la Chine va chercher dans le reste du monde les consommateurs qui ne sont plus chez elle. Un pari dangereux dans ce contexte de retour du protectionnisme, mené par les États-Unis mais gagnant la plupart des pays, qui ne trouvent plus leur compte et comprennent que des produits chinois moins chers ne remplacent pas les emplois et l'activité industrielle.

Dans ce nouveau monde qui s'esquisse, **la Chine a encore les moyens de sa puissance**, mais ils supposent des réformes radicales et rapides, s'attachant aux questions structurelles spécifiques au modèle chinois : répartition des terres, libre circulation des travailleurs domestiques, développement de filets de sécurité (sans tomber dans « l'assistanat » honni par Xi Jinping) appuyés sur un système fiscal qui permettrait un peu plus de redistribution, dans ce pays où les inégalités ont explosé. Et surtout, réinsuffler de la confiance à des ménages désabusés et pour lesquels le contrat social, au cœur du régime, est de moins en moins respecté.

<sup>5</sup> Voir les analyses du PIIE et notamment : [China bought none of the extra \\$200 billion of US exports in Trump's trade deal | PIIE](#)

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
13/02/2025	<u><a href="#">Afrique sub-saharienne : délestages et infrastructures vieillissantes : le piège énergétique sud-africain</a></u>	Afrique
12/02/2025	<u><a href="#">Mexique : guerre commerciale, premières salves, cessez-le-feu fragile</a></u>	Amérique latine
11/02/2025	<u><a href="#">France – 2024, année record à la fois pour les défaillances et pour les créations d'entreprises</a></u>	France
10/02/2025	<u><a href="#">Parole de banques centrales – Taux d'intérêt d'équilibre, la BCE ne s'engage pas</a></u>	Zone euro
07/02/2025	<u><a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a></u>	Monde
06/02/2025	<u><a href="#">Hongrie – Slovaquie : radicalité à l'extérieur, fragilité à l'intérieur</a></u>	PECO
06/02/2025	<u><a href="#">En Inde, le ralentissement de la croissance complique les arbitrages</a></u>	Asie
06/02/2025	<u><a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2025-2026 : le budget d'automne 2024 complique les perspectives économiques</a></u>	Royaume-Uni
05/02/2025	<u><a href="#">Chine – "Le rôle démesuré de la Chine dans la dynamique économique mondiale"</a></u>	Monde
04/02/2025	<u><a href="#">Zone euro : un ralentissement généralisé de la croissance au T4 2024</a></u>	Zone euro
04/02/2025	<u><a href="#">Italie : le taux de chômage augmente en décembre</a></u>	Italie
03/02/2025	<u><a href="#">Espagne – Secteur manufacturier : résilience et transformation</a></u>	Zone euro
31/01/2025	<u><a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a></u>	Monde
30/01/2025	<u><a href="#">Allemagne – Scénario 2025-2026 : la locomotive de l'Europe à l'arrêt</a></u>	Zone euro
30/01/2025	<u><a href="#">France – Conjoncture – Flash PIB : légère baisse de l'activité au T4, la croissance annuelle stable</a></u>	France
30/01/2025	<u><a href="#">Égypte – Un état des lieux de la liquidité extérieure</a></u>	Moyen-Orient
30/01/2025	<u><a href="#">Italie – Scénario 2025-2026 : la malédiction de la croissance faible dans un monde incertain</a></u>	Italie
30/01/2025	<u><a href="#">Actifs numériques, un champ de bataille pour la souveraineté européenne</a></u>	Banque, fintech

### 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](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.*