

THÈME DU MOIS

# La Chine en 2025 : un destin à taux réduit

RÉDACTEURS

**ALESSIA  
BERARDI**

 RESPONSABLE DE  
LA STRATÉGIE MACRO  
ÉMERGENTS, AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE

**CLAIRE HUANG**  
MACROSTRATÉGISTE  
SENIOR, ME  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

## POINTS À RETENIR

Les dirigeants chinois défendent ouvertement des politiques non conventionnelles, notamment un assouplissement monétaire et une politique budgétaire plus expansionniste. Toutefois, nous pensons que de telles politiques ne compenseront pas complètement les pressions structurelles existantes et l'impact des surtaxes douanières américaines.

Nous nous attendons à ce que la croissance de la Chine reste sur une trajectoire descendante, ralentissant de 5,0 % en 2024 à 4,1 % en 2025, et à 3,6 % en 2026.

Dans un scénario agressif de protectionnisme commercial et de contrôle des exportations par les États-Unis, la Chine devrait maintenir son orientation budgétaire expansionniste plus longtemps qu'on ne le prévoit actuellement.

Les actions chinoises seront impactées par la politique étrangère du nouveau gouvernement Trump, tandis que des mesures de relance supplémentaires pourraient soutenir les marchés chinois, en particulier les actions de sociétés tournées vers le marché national. Nous maintenons une position neutre en privilégiant les marchés nationaux.

**Les investisseurs ont appris à leurs dépens que, sans croire aux fondamentaux, on peut néanmoins gagner de l'argent en Chine.** Durant l'été 2024, il était admis que la Chine devait être complètement évitée (*Anything But China*). Fin septembre, les actions chinoises enregistraient une hausse moyenne de 25 %, les déclarations des autorités déclenchant une vague d'achat généralisée et la peur « de ne pas en être » gagnant les marchés.

Le 24 septembre, la Banque populaire de Chine (BPC) annonça la mise en place de programmes de soutien aux marchés boursiers ; deux jours plus tard, le Bureau politique tint une réunion d'urgence et modifia les politiques économiques. Ceux qui s'appuyaient exclusivement sur les fondamentaux durent se contenter d'observer ce violent rebond sans y participer. La leçon à tirer est claire : l'investissement top-down en Chine est devenu un jeu tactique accompagné, la plupart du temps, de jugements à court terme.

### Prise de conscience, enfin !

Les opinions sur la Chine sont souvent réduites à une opposition simpliste entre haussiers et baissiers. Associer des titres optimistes face aux annonces politiques avec des opinions baissières sur la croissance et l'inflation en Chine peut sembler contradictoire. **En fait, nous reconnaissons que les dirigeants ont clairement l'intention de réorienter leur politique, mais restons sceptiques quant à son efficacité.**

Contrairement à l'an dernier, où nous décrivions la politique chinoise comme étant complaisamment passive, les dirigeants du pays ont aujourd'hui levé toute ambiguïté. **Ils défendent désormais ouvertement des politiques non conventionnelles, surtout un assouplissement monétaire et une politique budgétaire plus expansionniste. Cette réorientation résulte probablement d'une crise systémique atypique**, où les gouvernements locaux, à court d'argent, peinaient à payer les entreprises, les banques et les fonctionnaires. En outre, l'élection de Donald Trump renforce la nécessité d'une telle évolution. Cette prise de conscience des dirigeants devrait se traduire par une série de mesures visant à stabiliser l'économie, comme suit :

- **Politique monétaire** : nous anticipons un total de 50 points de base (pb) de baisse des taux directeurs au premier semestre 2025, portant le taux des opérations d'open market (OMO) sur sept jours à 1 %, avec une première baisse de 25 pb en février.
- **Politique budgétaire** : nous tablons sur une politique budgétaire expansionniste avec un déficit budgétaire supplémentaire de 2 %, portant le déficit global à 10 % du PIB en 2025, contre 8 % en 2024. Sur ces dépenses supplémentaires, 1 % sera dédié à la consommation, notamment via un programme continu de reprise de biens de consommation et de subventions à la naissance d'un montant de 500 à 800 RMB pour les familles avec plus d'un enfant. Ceci sera annoncé le 5 mars 2025 lors du Congrès national du peuple. **Cela semble le minimum requis pour stabiliser la demande intérieure, indépendamment de ce que Trump annoncera le 20 janvier.**

- **En cas de politiques protectionnistes agressives et de contrôles des exportations par le gouvernement Trump, la Chine est susceptible de maintenir cette orientation budgétaire expansionniste plus longtemps que ce qui est actuellement prévu.** À partir de 2025-2027, on peut s'attendre à une large détente, qui rappellera les première et deuxième flèches de l'ancien Premier ministre japonais Shinzo Abe à partir de 2012. Dans ce cas, il est probable que l'assainissement budgétaire soit retardé et que le déficit soit maintenu à 10 % en 2026-2027 également.

**Toutefois, nous pensons que l'impact de ces politiques ne compensera pas complètement les contraintes structurelles existantes.** Une manière simple de mettre la situation en perspective est de considérer le temps qu'il a fallu au Japon pour se remettre de sa période d'inflation zéro à partir du lancement des « Abenomics » en 2012. Les marchés devraient adopter une position semblable.

**Nous nous attendons à ce que la croissance de la Chine reste sur une trajectoire descendante, ralentissant de 5,0 % en 2024 à 4,1 % en 2025, et à 3,6 % en 2026.** Le train de mesures à venir pourrait contribuer à atténuer les effets du désendettement de ces dernières années, mais il est peu probable qu'il permette d'inverser le ralentissement structurel. Comme en témoignent les données récentes, en dehors des segments qui ont bénéficié directement du programme gouvernemental de reprise des biens de consommation, la demande des consommateurs reste faible.

**Pour résumer, nous pensons que les dirigeants chinois ont réellement l'intention de stabiliser l'économie, une évolution notable par rapport à leur approche passive d'il y a un an.** Il n'existe en revanche pas de solution miracle aux défis séculaires des « 3D » de la Chine (démographie, dette et découplage, voir [ici](#) pour plus de détails).

*Nous pensons que les dirigeants chinois ont réellement l'intention de stabiliser l'économie, ce qui constitue une évolution notable par rapport à leur approche passive d'il y a un an.*

## Points clés du bureau sur les actions chinoises

- **Le changement de politique et les valorisations constituent des éléments favorables :** on observe une évolution notable des politiques vers une position gouvernementale favorable à la croissance, avec une volonté de soutenir le secteur immobilier, d'appuyer les entreprises privées et d'encourager la consommation. Ceci, combiné à l'important excédent d'épargne accumulé pendant la pandémie de Covid-19, pourrait présenter des opportunités attractives pour les investisseurs à long terme. Les valorisations et le positionnement sont également favorables.
- **La montée des risques géopolitiques nous incite à garder une position neutre à court terme, en privilégiant les actions du marché intérieur.** La forte incertitude quant à la politique de Trump et les nominations contradictoires dans son équipe ministérielle appellent à une position neutre dans l'ensemble. Les marchés offshore pourraient à un moment donné bénéficier d'une évolution positive de la situation géopolitique, l'hypothèse de base étant celle d'une désescalade, mais nous privilégions les actions du marché intérieur qui pourraient être soutenues par les mesures de relance à venir.
- **Les réformes structurelles et l'ampleur du soutien budgétaire sont des facteurs clés à surveiller.** Il est essentiel de surveiller l'ampleur et la composition du soutien budgétaire, en particulier à la lumière du prochain congrès des « Deux sessions ». Il faudra ainsi rester attentif aux annonces de réformes structurelles qui pourraient contribuer à rééquilibrer la composition de la croissance de manière plus structurelle (réformes de la sécurité sociale, des retraites et du Hukou) et permettre un rebond durable du marché. Toutefois, les contraintes politiques liées à la mise en œuvre de ces réformes risquent d'entraver les progrès si l'on ne reconnaît pas que les mesures de relance sans réforme n'auront qu'un effet temporaire.

**NICHOLAS MCCONWAY**, RESPONSABLE ACTIONS ASIE EX-JAPON, AMUNDI

MACROÉCONOMIE

# Chine : le défi des « 3D »

RÉDACTEURS

**ALESSIA  
BERARDI**

 RESPONSABLE DE  
LA STRATÉGIE MACRO  
ÉMERGENTS, AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE

**CLAIRE HUANG**

 MACROSTRATÉGISTE  
SENIOR, ME  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

Dans une perspective à long terme, la Chine est confrontée à des difficultés séculaires majeures et persistantes, telles que les mutations Démographiques, les problèmes de Dette et le Découplage – désignés collectivement sous le nom de défis des « 3D ». **Nous pensons que ces phénomènes finiront par ramener la croissance de la Chine à 3 % et que cette convergence se fera plus tôt que plus tard, contrairement au consensus et aux prévisions du FMI.**

## Le profil démographique constitue un défi à très long terme

Même si les dirigeants chinois parviennent à faire passer l'indice de fécondité de 1,0 % en 2023 à 1,5 % en 2025 et 1,8 % en 2035, la population en âge de travailler continuera de diminuer au cours de la prochaine décennie. Par conséquent, **la contribution à la croissance économique de la croissance de la main-d'œuvre restera probablement négative pendant les prochaines décennies.**

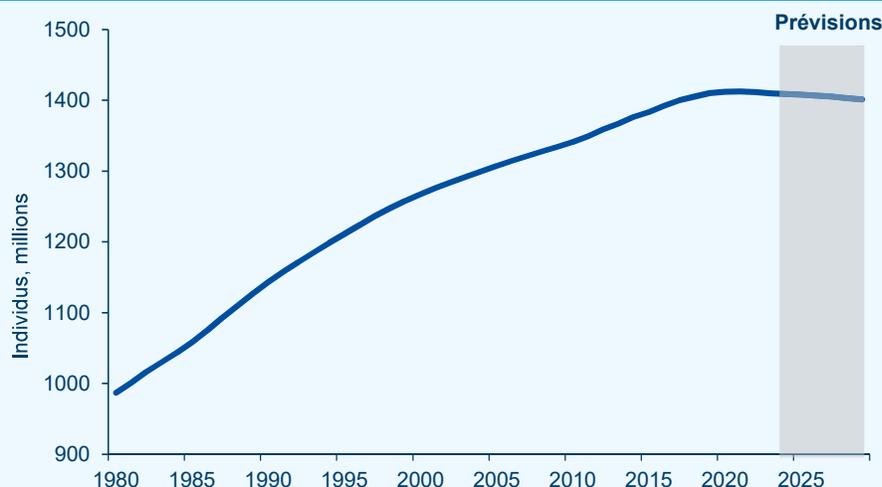
## Le découplage économique par rapport aux États-Unis devrait freiner la croissance de la productivité

C'est notamment le cas des politiques américaines visant à contenir les avancées de la Chine dans les technologies essentielles et à réorienter les chaînes d'approvisionnement mondiales hors de Chine. La réponse de la Chine, qui consiste à doubler les investissements publics dans les secteurs stratégiques, pourrait ne pas donner les résultats escomptés. On sait par expérience que la commercialisation et la demande des utilisateurs finaux sont cruciales pour l'adoption réussie de nouvelles technologies.

**Auparavant, la Chine progressait rapidement sur la courbe mondiale de l'innovation, en grande partie grâce à son vaste écosystème de production manufacturière, qui facilitait les processus d'innovation par le biais d'essais et d'erreurs répétés. Cependant, les entreprises sont désormais contraintes de délocaliser leur production à l'étranger, soit pour des raisons géopolitiques, soit pour trouver des marges bénéficiaires plus élevées.**

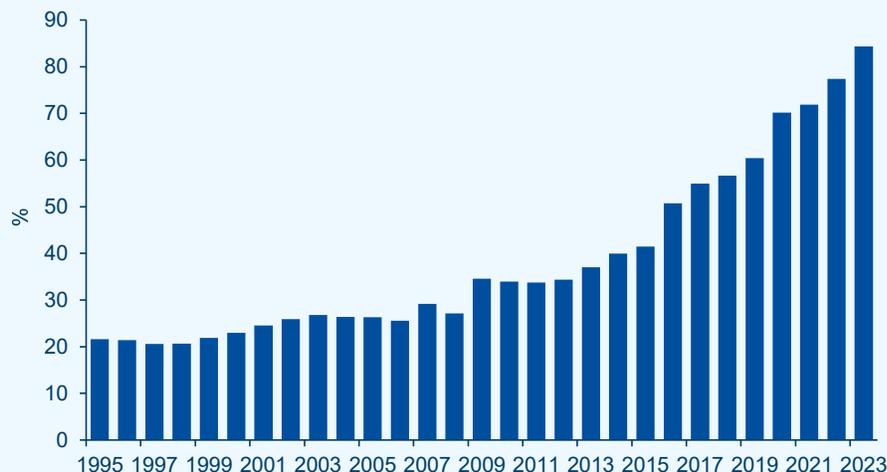
*Nous pensons  
que ces « 3D »  
finiront par  
ramener la  
croissance de la  
Chine à 3 % et  
que cette  
convergence se  
fera plus tôt que  
plus tard.*

## GRAPHIQUE : La population de la Chine



Source : Amundi Investment Institute, FMI. Données au 10 janvier 2025. Prévisions établies par le FMI.

## GRAPHIQUE : Dette des administrations publiques chinoises en pourcentage du PIB



Source : Amundi Investment Institute, FMI. Données au 8 janvier 2025.

*Les dirigeants privilégient de plus en plus une attitude flexible pour résoudre le problème de la dette.*

Fin 2021, les responsables politiques ont mis en place un processus de désendettement dans le secteur immobilier et se sont engagés dans un plan pluriannuel de réduction de la dette dans l'immobilier et dans les véhicules de financement informels des gouvernements locaux. Ceci a accentué la pression sur une économie déjà ralentie, contribuant à une crise budgétaire systémique au cours de l'été 2024 qui déboucha sur le changement de cap politique de septembre.

**Les dirigeants privilégient de plus en plus une attitude flexible pour résoudre le problème de la dette.** Néanmoins, il semble peu probable que les investisseurs croient que des problèmes profondément enracinés peuvent être résolus par la seule annonce de politiques de relance. Si l'attitude vis-à-vis de la dette change et que les stratégies de gestion évoluent, cela devrait créer des opportunités exploitables.

## Les taux d'intérêt doivent baisser

Il y a encore peu, les responsables politiques chinois entretenaient l'illusion qu'il était possible de maintenir un taux de croissance de 5 %, un déficit de 3 % et une inflation de 2 % (règle des 5-3-2). Toutefois, depuis septembre, ils constatent que la croissance est plus proche de 3 %, que l'inflation est proche de 0 % et que les déficits pourraient devoir atteindre temporairement 10 % en raison de la politique commerciale de la nouvelle administration américaine (passage à une configuration en 3-10-0).

Cette nouvelle configuration macroéconomique pourrait mettre à mal la soutenabilité de la dette, et ce même si cette configuration met plusieurs années à se mettre en place. Selon les principes de gestion de la dette publique, un pays dispose de trois grandes options pour gérer son ratio dette/PIB :

1. **Désendettement par la croissance** : augmentation de la croissance économique ;
2. **Assainissement budgétaire** : réduction du déficit primaire en réduisant les dépenses ou en augmentant les recettes ;
3. **Allègement de la charge du service de la dette** : réduction des taux d'intérêt.

Le taux de croissance de la Chine diminue en raison de problèmes structurels, de sorte qu'il est peu probable qu'elle parvienne à se désendetter par la croissance (option 1). L'option privilégiée de l'assainissement budgétaire (option 2) s'est heurtée à des réactions négatives, en particulier de la part des gouvernements locaux aux prises avec des problèmes immobiliers et financiers, entraînant un durcissement des procédures de recouvrement de l'impôt et des pressions économiques. Cette option a donc été abandonnée et la Chine se concentre sur la maîtrise du ralentissement de la croissance.

Avec la baisse de la croissance, les dépenses budgétaires et les déficits devraient augmenter. Pour éviter que le ratio dette/PIB ne s'envole, la Chine doit réduire la charge du service de la dette, en particulier les paiements d'intérêts. Une baisse des taux d'intérêt, notamment des taux réels, se révèle donc essentielle. Les marchés obligataires ont déjà réagi en abaissant les rendements à long terme, ce qui témoigne de la confiance qu'inspire cette évolution.

Si le taux directeur atteint 1 %, la BPC pourrait faire une pause à ce niveau historiquement bas. Toutefois, si la consommation intérieure et l'inflation ne s'améliorent pas comme prévu, les autorités pourraient envisager d'abaisser davantage les taux, ouvrant la voie à un assouplissement quantitatif.

## CONTRIBUTEURS AII\*

**SERGIO BERTONCINI**

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

**POL CARULLA**

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION &amp; DES DIVISIONS CLIENT

**UJJWAL DHINGRA**

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION &amp; DES DIVISIONS CLIENT

**SILVIA DI SILVIO**

STRATÉGISTE SENIOR, CROSS ASSET

**PATRYK DROZDIK**

STRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

**DELPHINE GEORGES**

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

**KARINE HERVÉ**

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

**SOSI VARTANESYAN**

ANALYSTE SOUVERAINS SENIOR

## DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

**MONICA DEFEND**

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

**VINCENT MORTIER**

CIO GROUPE

## RÉDACTRICES EN CHEF

**CLAUDIA BERTINO**

RESPONSABLE DE L'ÉQUIPE ÉDITION ET PUBLICATION, AII\*

**LAURA FIOROT**

RESPONSABLE DE L'ÉDITION &amp; DES DIVISIONS CLIENT, AII\*

## RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

**FRANCESCA PANELLI**

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION &amp; DES DIVISIONS CLIENT

## CONCEPTION ET VISUALISATION

**CHIARA BENETTI**

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIES, AII\*

**VINCENT FLASSEUR**

GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII\*

\* Amundi Investment Institute

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et datent du 17 janvier 2025. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être interprétées comme une indication ou garantie d'une quelconque analyse ou prévision, ou d'un quelconque pronostic de performances futures. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

De plus, toute personne impliquée dans la production du présent document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 20 janvier 2025

Document ID: 4171381.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – PonyWang.

# Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont besoin de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles.

Cet environnement intègre les dimensions économiques, financières, géopolitiques, sociétales et environnementales. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe ses activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs au sein d'une même entité: l'Amundi Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

## Découvrez les dernières mises à jour sur :



- Géopolitique
- Économie et marchés
- Stratégie de portefeuille
- Perspectives ESG
- Hypothèses sur les marchés de capitaux
- Recherche Cross Asset
- Actifs réels et alternatifs

[Visitez notre Centre de recherche](#)

Retrouvez-nous sur



**Amundi**  
Investment Solutions

Trust must be earned