

## POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

# Quelles seraient les implications d'une japonification de la Chine?

Par Marc-Antoine Dumont, économiste, Francis Généreux, économiste principal, et Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne

L'éclatement de la bulle immobilière et financière au Japon au début des années 90 a fait grand bruit et ses conséquences économiques ont été de longue durée. On parle depuis de la décennie perdue pour l'économie nipponne, qui a été longtemps aux prises avec une stagnation économique accompagnée d'une déflation tenace. D'autres économies ont présenté certaines similitudes avec cette situation, notamment les États-Unis au lendemain de la crise financière de 2008-2009. C'est maintenant à la Chine de présenter plusieurs analogies avec l'exemple japonais. En poussant les comparaisons un peu plus loin et en faisant suivre l'évolution future de certains indicateurs économiques chinois dans les mêmes sillons que ceux tracés il y a 30 ans par le Japon, quelles seraient les conséquences pour la croissance économique chinoise et quelles seraient les répercussions pour l'économie mondiale et celle du Canada?

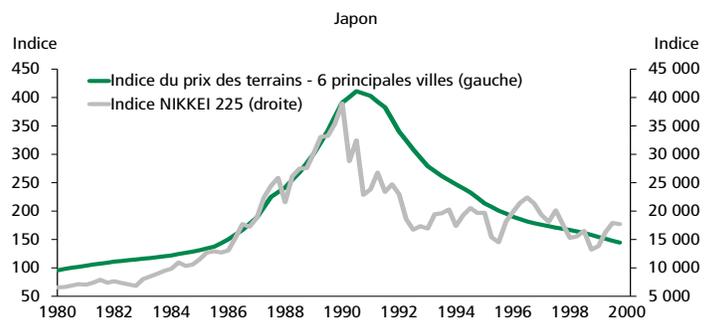
### La décennie perdue du Japon

Les problèmes économiques du Japon qui ont commencé à la fin des années 80 et au début des années 90 ont plusieurs sources. Le facteur central est toutefois assurément l'éclatement de la bulle immobilière et financière qui s'était gonflée pendant plusieurs années. Cette bulle s'est elle-même nourrie de plusieurs éléments, notamment des politiques monétaire et budgétaire trop expansionnistes ainsi qu'une déréglementation du secteur financier qui ont stimulé l'appétit pour le risque et la spéculation. L'essor du marché immobilier japonais a été considérable alors que les prix des terrains ont plus que triplé entre le début de 1985 et le sommet de 1990 dans les six plus grandes villes du Japon. La Bourse n'a pas été en reste alors que le crédit facile a aussi gonflé le cours de l'indice NIKKEI, qui a bondi de 225 % entre le début de 1985 et le début de 1990 (graphique 1).

L'euphorie n'aura pas duré. Le resserrement tardif de la politique monétaire de la Banque du Japon à partir de l'été 1989 a occasionné une chute de la Bourse, qui s'est contractée de plus de 40 % au cours de l'année 1990. La valeur des actifs immobiliers et celle des prêts qui y étaient liés ont aussi commencé une longue descente qui a déséquilibré les bilans des institutions financières. La confiance des ménages et des entreprises ainsi que l'activité économique ont suivi cette trajectoire négative, ce qui a enclenché un cercle vicieux où la faiblesse de la conjoncture et le ralentissement démographique ont alimenté une détérioration des anticipations sur la croissance future. Malgré une diminution des taux d'intérêt et les efforts

### GRAPHIQUE 1

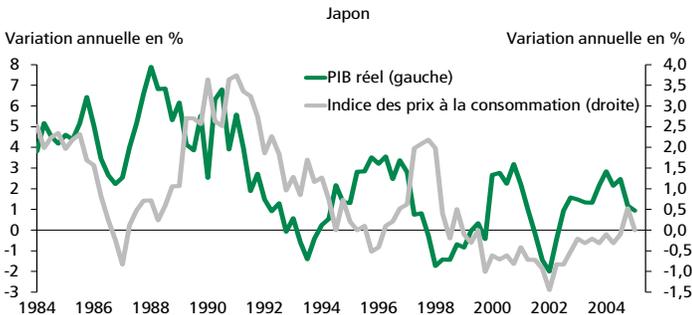
#### Gonflement et éclatement de la bulle financière et immobilière japonaise à l'origine de la décennie perdue



Sources : Japan Real Estate Institute, Datastream et Desjardins, Études économiques

du gouvernement (souvent jugés insuffisants), le malaise s'est poursuivi pendant plusieurs années, l'économie étant freinée par la réticence des banques (submergées de prêts non performants) à octroyer du crédit, par le manque de volonté des entreprises à investir et par le comportement des ménages, qui préféreraient désormais l'épargne à la consommation. Cette trappe de liquidités a mené à une période de désinflation, voire de déflation (graphique 2 à la page 2). C'était la décennie perdue où la crise financière et économique a été suivie par une stagnation relative de la croissance, par une longue chute des mises en chantier et du prix des propriétés ainsi que par une hausse du chômage, une situation inhabituelle pour les travailleurs japonais.

**GRAPHIQUE 2**  
**La crise financière japonaise a amené une croissance économique bien plus lente ainsi qu'à une déflation**



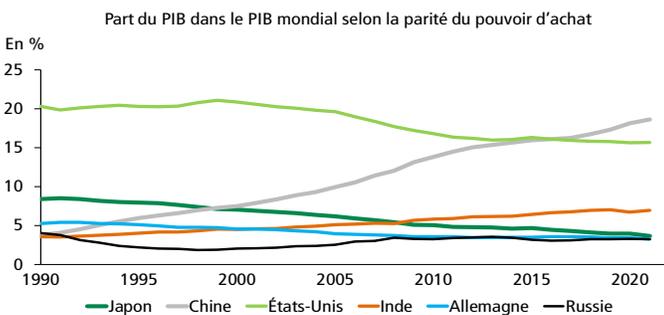
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La morosité de l'économie japonaise a été exacerbée par une situation démographique défavorable qui a notamment freiné les attentes envers une reprise du marché de l'habitation. Le vieillissement de la population, la faible croissance de celle-ci, suivie de sa décroissance nette à partir des années 2000 ont aussi amené une réévaluation de la tendance de long terme de l'économie japonaise.

**Les parallèles avec la crise japonaise : qu'est-ce que la japonification d'une économie?**

Les difficultés subies pendant sa décennie perdue et l'essor de concurrents plus vigoureux, notamment la Chine, ont fait perdre au Japon sa position au palmarès des principales économies. En utilisant la parité des pouvoirs d'achat afin de comparer les PIB, le Japon occupe maintenant la quatrième place (derrière la Chine, les États-Unis et l'Inde) alors qu'elle était deuxième à la fin des années 1990, derrière les États-Unis (graphique 3). Ce déclin sert désormais de leçon pour les autres économies et l'éclatement de bulles financières partout sur la planète, et cela amène souvent à faire des analogies.

**GRAPHIQUE 3**  
**Le poids du Japon au sein du PIB mondial a nettement diminué**



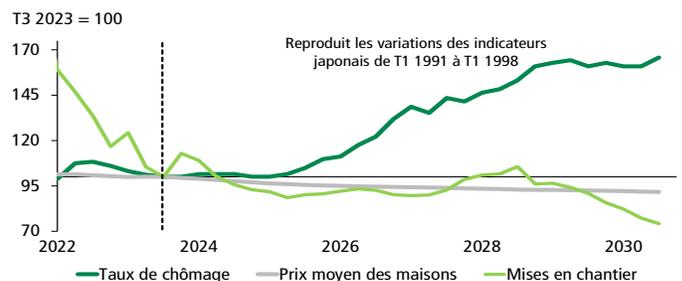
Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Ce fut le cas à quelques occasions pour les États-Unis, avec l'éclatement, en 2000, de la bulle des technos et, surtout, après la crise financière de 2008-2009. Dans ce dernier cas, les parallèles étaient faciles à discerner. En premier lieu, les causes : crédit facile à la suite de la déréglementation financière, politiques monétaire et budgétaire trop laxistes, gonflement du marché immobilier et forte hausse du prix des actifs financiers. Ensuite, les conséquences : chute des prix des propriétés et de la Bourse, baisse de la confiance, hausses du chômage et de l'épargne, craintes de déflation. C'est surtout dans la réponse du gouvernement américain et de la Réserve fédérale, qui ont été plus prompts à réagir, que l'on a pu voir la différence. Leurs actions ont permis d'éviter, en partie, une décennie perdue. Il n'en demeure pas moins que l'exemple japonais a souvent été invoqué pendant la crise des subprimes et dans les années qui ont suivi. La situation de l'Europe, à la suite de la récession de 2008-2009 et de la crise des dettes souveraines survenues peu après, présente aussi certaines ressemblances avec l'expérience japonaise.

**Conséquences d'une japonification pour la Chine**

La situation actuelle de la Chine présente plusieurs ressemblances avec celle du Japon dans les années 1990. L'enlèvement du marché immobilier chinois à la suite du défaut d'Evergrande en 2021 pourrait être considéré comme le début de la japonification de la Chine. Ainsi, la question se pose à savoir quelles seraient les conséquences et les implications de la réalisation d'un tel scénario. Pour ce faire, notre cadre d'analyse utilise trois indicateurs chinois, soit le prix des maisons, les mises en chantier et le taux de chômage et leur fait suivre la trajectoire que leurs équivalents japonais ont connue durant les années 1990 (graphique 4). Il est à noter que le secteur financier est volontairement exclu de l'analyse étant donné l'opacité et le manque de fiabilité des données financières chinoises. La crise immobilière ne représente toutefois qu'une partie du scénario et elle est combinée au vieillissement de la population afin de capter l'atrophie naturelle de la demande.

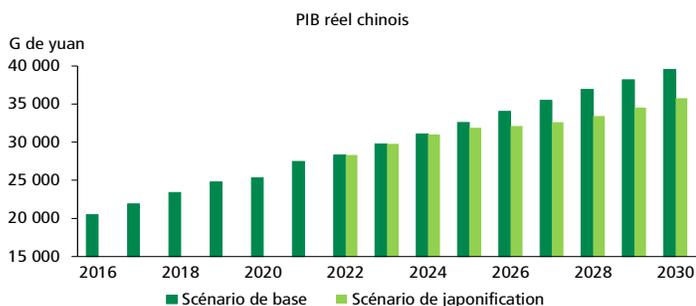
**GRAPHIQUE 4**  
**Le taux de chômage passerait de 3,4 % à 5,7 % en Chine dans un scénario de japonification**



Sources : National Bureau of Statistics of China, Datastream et Desjardins, Études économiques

Une japonification de la Chine aurait pour conséquence une baisse du niveau du PIB réel de 10 % en 2030 comparativement à notre [scénario de base](#) (graphique 5). L'ampleur de la diminution s'explique par la taille de l'industrie de la construction, qui représente environ 25 % de l'activité économique lorsqu'on inclut les effets indirects. Ainsi, une chute du prix des maisons et des mises en chantier entraînerait une contraction dans le secteur de la construction qui pèserait considérablement sur la demande intérieure et augmenterait le chômage. Cela provoquerait un effet de contagion avec une baisse de l'activité du côté des services et de la consommation, amplifiant ainsi les pertes d'emplois. La production industrielle esquiverait toutefois une partie des contrecoups, puisqu'elle dépend principalement de la demande extérieure, qui est dictée par la conjoncture économique mondiale.

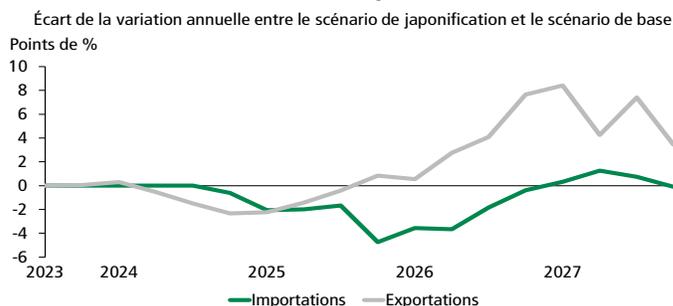
### GRAPHIQUE 5 Une japonification de la Chine entraînerait un PIB réel 10 % plus bas en 2030



Sources : National Bureau of Statistics of China, Datastream et Desjardins, Études économiques

Les conséquences sur la balance commerciale chinoise seraient inégales. Les importations chinoises dépendent à la fois de la fabrication, de la construction et de la consommation. La baisse des importations refléterait principalement la correction du côté de l'immobilier. Au plus fort de l'effet, la variation annuelle des importations serait plus basse de 4,9 points de pourcentage que dans le scénario de base sans japonification (graphique 6). L'effet s'étendrait d'ailleurs aussi aux prix des matières premières, notamment du pétrole et des métaux, dont l'essor s'était grandement appuyé sur le développement rapide de la Chine dans les dernières décennies. Du côté des exportations, notre cadre d'analyse révèle que la production industrielle pourrait rapidement rebondir après sa baisse initiale afin de contrebalancer les effets négatifs d'une contraction de la demande intérieure. Les exportations pourraient ainsi être plus fortes dans le scénario de japonification. Il ne s'agirait pas nécessairement d'une augmentation des volumes, mais peut-être d'une hausse de la valeur ajoutée des exportations, à l'instar de l'évolution de l'industrie manufacturière nipponne vers les secteurs des hautes technologies dans les années 90. Il faut tout de même mentionner qu'il s'agit d'une hypothèse forte et qu'elle sera adoucie dans la prochaine section.

### GRAPHIQUE 6 La baisse de l'activité dans le secteur de la construction entraînerait une diminution des importations



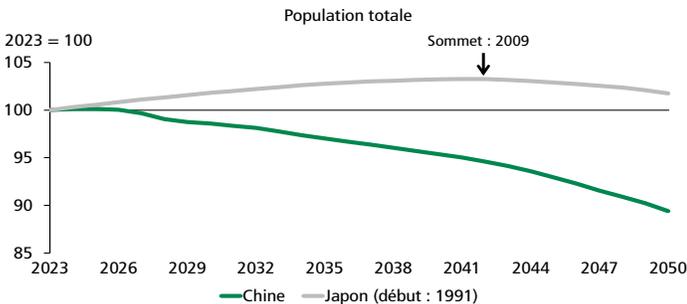
Sources : National Bureau of Statistics of China, Datastream et Desjardins, Études économiques

### Une situation encore plus délicate pour la Chine que pour le Japon

Malgré les nombreuses similarités entre la Chine d'aujourd'hui et le Japon des années 90, il y a des différences fondamentales entre les deux. D'abord, l'économie japonaise a traversé sa crise lors d'une période de stabilité géopolitique mondiale issue de la fin de la guerre froide qui a permis au gouvernement de concentrer ses ressources sur ses multiples problèmes économiques. Ensuite, la Chine peut être perçue davantage comme une compétitrice directe des États-Unis et moins comme une alliée. Dans les années 90, les Américains ont joué un rôle aidant dans la relance de l'économie japonaise. Enfin, un dernier élément lié aux deux autres différences, le Japon bénéficiait d'un large accès au marché nord-américain, ce qui a contribué à sa relance économique. La Chine fait face à une situation différente, bien qu'elle soit la plus importante partenaire commerciale des États-Unis. Les barrières commerciales entre ces deux plus grandes économies se multiplient depuis quelques années et certaines technologies stratégiques comme les puces et l'intelligence artificielle font même face à des contrôles stricts de partage.

Alors que dans un scénario de japonification, la Chine perdrait deux de ses locomotives économiques, soit la construction et la consommation, le fardeau d'alimenter la croissance serait porté par les dépenses gouvernementales et le secteur manufacturier. Toutefois, l'Empire du Milieu ne dispose pas des mêmes avantages que le Japon. Bien que la proportion de la population chinoise de plus de 65 ans suive une tendance similaire à celle du Japon lorsqu'on aligne les débuts de crises immobilières, soit en 2023 et en 1991, les populations totales suivent des courbes très différentes. L'économie japonaise a bénéficié de 19 ans supplémentaires de croissance de la population (graphique 7 à la page 4), bien que l'âge moyen soit passé de 37,4 ans en 1991 à 43,9 ans en 2009. La Chine ne dispose que de deux ans à cet égard, ce qui affectera inévitablement la consommation, le marché immobilier, le marché du travail ainsi que les revenus de l'État, en plus de limiter sa capacité d'intervention.

**GRAPHIQUE 7**  
**Au début de sa crise, le Japon disposait encore de 19 ans de croissance de la population**

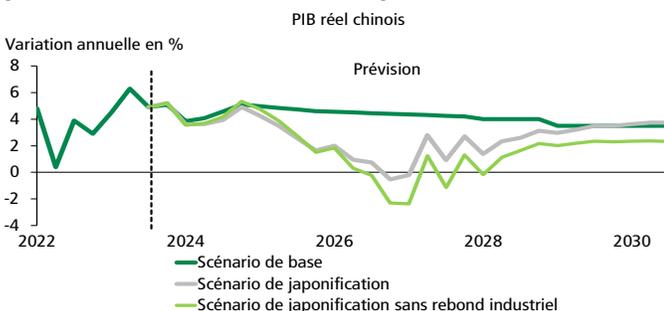


Sources : Organisation des Nations unies et Desjardins, Études économiques

Outre la décroissance de la population, la marge de manœuvre fiscale du gouvernement chinois sera aussi limitée par l'endettement. Alors que le ratio de la dette du gouvernement central chinois sur le PIB ne s'élève qu'à 77 %, ce chiffre bondit à 360 % si l'on inclut les dettes des gouvernements locaux et du secteur privé. Avec ou sans japonification, les autorités chinoises devront se pencher sur ces enjeux structurels importants. Toutefois, l'accomplissement de cette tâche entre en conflit avec les ambitions de croissance de court terme qui devront tôt ou tard être mises de côté afin d'apporter les réformes requises.

De plus, l'imposant secteur industriel chinois pourrait être incapable de réagir adéquatement en cas de crise. Dans un tel scénario, la variation annuelle du PIB serait retranchée de 1 à 2 points de pourcentage supplémentaire par trimestre (graphique 8). Il faut toutefois prendre en compte que notre cadre d'analyse ne rend pas justice à la vitesse à laquelle le marché immobilier chinois pourrait se corriger et à l'amplitude des variations qui pourraient être observées. D'autant plus que le secteur financier a été exclu de cette analyse. Ce faisant, la Chine pourrait connaître une chute abrupte de son PIB réel bien avant l'année 2026, qui est suggérée dans le scénario de japonification. La Chine risque ainsi d'être réfractaire à l'idée de mettre fin à la générosité de ses stimulus. Cela dit, certains éléments jouent

**GRAPHIQUE 8**  
**En l'absence d'un rebond de l'activité industrielle, la Chine pourrait connaître une crise encore plus sévère**



Sources : National Bureau of Statistics of China, Datastream et Desjardins, Études économiques

tout même en sa faveur. En 1990, le PIB par habitant du Japon se hisse au second rang mondial juste après les États-Unis. Le PIB par habitant de la Chine se trouve présentement au 72<sup>e</sup> rang, ce qui signifie que le pays n'a pas terminé son développement. La croissance pourrait ainsi continuer de bénéficier des importants gains attribuables à la modernisation économique. Un autre atout est la latitude politique dont disposent les autorités afin d'apporter certains des changements les moins populaires. Enfin, la dette est principalement détenue à l'échelle nationale, ce qui réduit les pressions provenant des marchés afin d'adopter des mesures de restrictions budgétaires.

**Conséquences pour l'économie mondiale**

Un ralentissement prononcé de l'économie chinoise issu de ses multiples difficultés internes amènerait sans doute des conséquences néfastes pour l'économie internationale. Toutefois, comme il a déjà été mentionné dans un [Point de vue économique](#), le rôle de la Chine demeure pour le moment davantage crucial pour l'offre mondiale que pour la demande. Les problèmes de la chaîne d'approvisionnement durant la pandémie ont d'ailleurs bien mis en évidence l'importance de la Chine dans la production mondiale. La croissance de la demande intérieure chinoise, sans être négligeable, est cependant moins névralgique. En fait, une bonne partie des importations de la Chine dépend davantage des futures exportations que de la consommation ou de l'investissement au pays. Ainsi, en supposant que la demande des autres pays reste relativement inchangée, le scénario de japonification n'a que de légères conséquences négatives sur le PIB mondial.

Dans un contexte où l'inflation risque encore d'être une source de préoccupation pour de nombreux pays au cours des prochaines années, un ralentissement marqué de la demande intérieure chinoise pourrait amener davantage de pressions baissières sur certains prix, à commencer par les matières premières. Même si les prix des produits énergétiques seraient négativement affectés, ceux des métaux industriels subiraient probablement les plus importantes corrections étant donné leur lien étroit avec le secteur de la construction chinoise. Les pays importateurs nets de matières premières profiteraient donc d'une amélioration de leurs termes de l'échange, mais ceux qui les exportent pourraient subir des contrecoups plus évidents sur leurs revenus.

Évidemment, les risques de contagion pourraient être bien plus pernicieux et les effets iraient au-delà de la variation des échanges commerciaux internationaux visant à combler les demandes intérieures. La complexité des chaînes de valeur et le haut degré d'intégration des marchés financiers mondiaux font qu'une immunisation des pays avancés contre les aléas de la conjoncture chinoise est pratiquement impossible. Ainsi, une crise financière de grande amplitude en Chine amènerait sans doute beaucoup d'incertitudes à l'échelle de la planète. Les marchés financiers internationaux en seraient affectés négativement ainsi

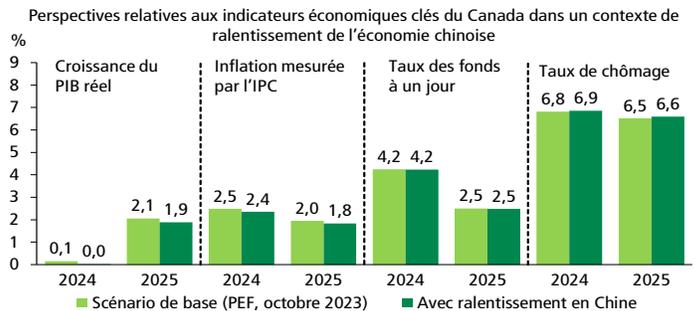
que la valeur des actifs des ménages, des entreprises et des institutions financières, mais ces effets présumés vont au-delà de la présente analyse.

**Les effets sur l'économie canadienne**

Le Canada est susceptible de ressentir l'impact d'un ralentissement marqué de l'économie chinoise par le biais de plusieurs canaux. Le premier canal est l'incidence sur le commerce international. Bien que 75 à 80 % des exportations canadiennes soient destinées aux États-Unis, l'effet de la japonification potentielle de la Chine sur l'économie américaine devrait être mineur. Ce sont plutôt les quelque 4 % d'échanges commerciaux du Canada avec la Chine qui seraient touchés de manière plus directe, surtout si la demande pour les matières premières venait à faiblir. En effet, une baisse des prix des matières premières causée par une diminution de la demande chinoise aurait des conséquences néfastes immédiates sur la rentabilité, l'investissement et l'embauche dans l'économie canadienne. Ce serait le deuxième canal. La dévalorisation boursière et le recul des marchés financiers qui en résulteraient constituent le troisième par lequel un ralentissement de l'économie chinoise affecterait l'économie canadienne. Combinés, ces canaux – le commerce international, les prix des matières premières et les marchés financiers – mèneraient à un léger fléchissement du PIB réel et de la croissance de l'emploi au Canada (graphique 9).

**GRAPHIQUE 10**

**La faiblesse de l'économie canadienne pourrait ne pas suffire à justifier des réductions de taux supplémentaires**



PEF : Prévisions économiques et financières  
Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

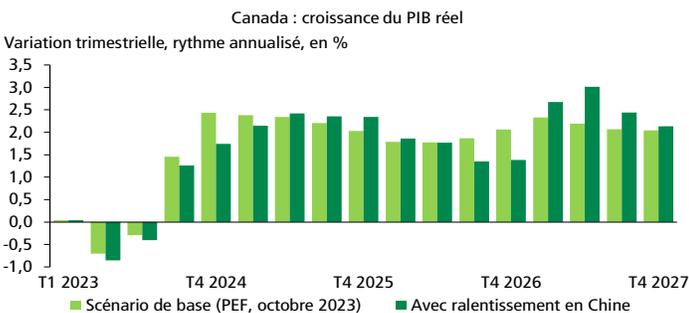
d'importantes vulnérabilités dans le système financier mondial, les banques centrales (dont la BdC) pourraient réagir en utilisant une série de mesures.

**Conclusion**

La Chine actuelle présente plusieurs similitudes avec ce que le Japon a vécu au début des années 90. Si la ressemblance se poursuit au cours des prochaines années et que l'économie chinoise entame vraiment une japonification, les conséquences pour son marché intérieur seraient lourdes. L'économie mondiale et celle du Canada subiraient certains effets négatifs, notamment par le biais du commerce international et des matières premières. Les conséquences financières, qui n'ont pas été analysées ici, pourraient aussi être un vecteur important de contagion. Cela dit, la japonification est loin d'être une certitude et, bien que les similitudes soient grandes, la Chine pourrait encore être en mesure d'emprunter d'autres avenues plus favorables pour son économie.

**GRAPHIQUE 9**

**Si l'économie chinoise ralentissait de façon marquée, le PIB du Canada baisserait légèrement**



PEF : Prévisions économiques et financières  
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Le recul des prix des matières premières et la baisse du sentiment de risque entraîneraient également une dépréciation du dollar canadien, ce qui réduirait les prix à l'exportation, mais ferait hausser le coût des importations. Ces facteurs contrebalanceraient en partie les pressions à la baisse sur l'inflation attribuables à une diminution de la croissance et des prix des matières premières (graphique 10). Cela compliquerait le travail de la Banque du Canada (BdC), car un choc externe ayant des effets mixtes sur l'inflation et modestes sur la croissance du PIB réel pourrait ne pas suffire à inciter la Banque centrale à réduire les taux au-delà de ce qui est actuellement anticipé. Toutefois, si les difficultés de la Chine mettaient en lumière