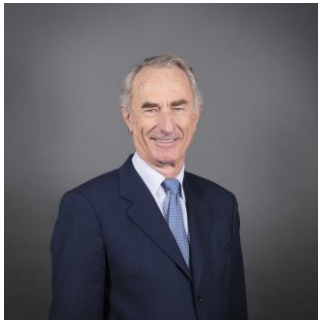




Flash Stratégie (mars 2015)

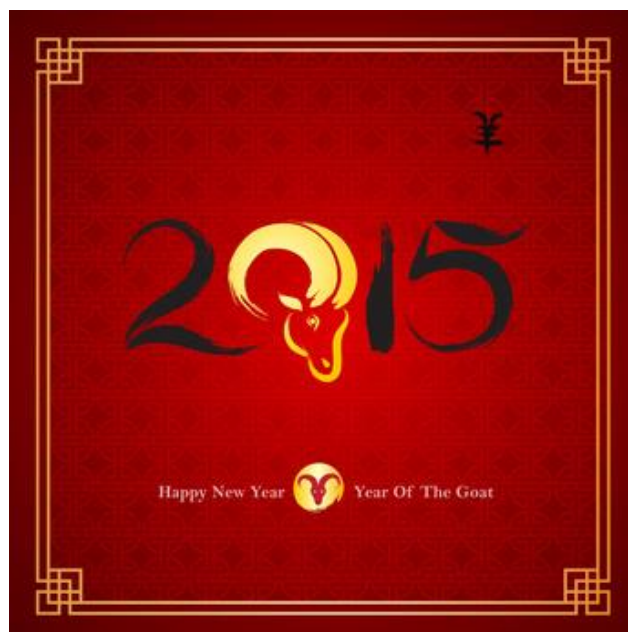


Jean Borjeix

Chine : le grand bond vers la consommation.

Paris, le 15 mars 2015

La Chine vient d'entrer dans la nouvelle année lunaire, l'année de la chèvre. Au-delà du calendrier chinois la Chine s'apprête à prendre un virage décisif vers la consommation interne se substituant peu à peu au modèle de l'atelier du monde. Suivant l'analyse du premier ministre Li Keqiang qui souligne l'énorme potentiel de la croissance de la consommation en Chine, les marchés devraient se précipiter sur la bourse chinoise ou sur les valeurs occidentales concernées par le marché chinois, comme ils l'avaient fait en 2007. A moins que les choses ne soient pas aussi évidentes qu'il y paraît.



La Chine, ce géant aux pieds d'argile, choisit un nouveau modèle de développement.

Depuis les années 2000, la Chine a vu sa croissance exploser au point de rattraper le Japon au niveau de son PIB annuel puis de le dépasser et de devenir la deuxième puissance économique mondiale. Quelles que soient les questions que l'on puisse se poser sur la mesure de la croissance véritable du pays, ses progrès ne font aucun doute.

La question qui reste posée concerne le modèle de développement.

Est-il extrapolable et ses fondations sont-elles solides ?

Le retard spectaculaire que l'indice Shanghai composite a pris sur les indices occidentaux fournit, à priori, une réponse négative. Toutefois la contreperformance des indices chinois appelle deux remarques techniques :

1) Qu'est ce qui est normal ?

La performance des marchés des pays ayant utilisé des QE ou celle d'un pays qui a géré son crédit de façon traditionnelle ? La réponse est claire. Les marchés occidentaux n'ont plus rien du comportement de marchés efficients. Le retard chinois traduit en fait une lucidité que les marchés occidentaux ne peuvent plus avoir compte tenu de la manipulation des flux

pratiquée par les banques centrales occidentales et japonaises.

2) Quelle explication donner au rattrapage des indices chinois intervenu à partir de l'été 2014.

Ce rattrapage s'est appuyé sur l'annonce d'un nouveau modèle économique de développement basé sur la consommation des ménages chinois de plus en plus nombreux à accéder aux produits de consommation comme le suggère l'urbanisation qui se développe d'année en année. Plus précisément, selon une analyse de McKinsey, la classe moyenne chinoise (revenus de 9600 à 37000 \$ annuels) atteindra 630 millions (près de 2 fois la population européenne) dans 7 ans.

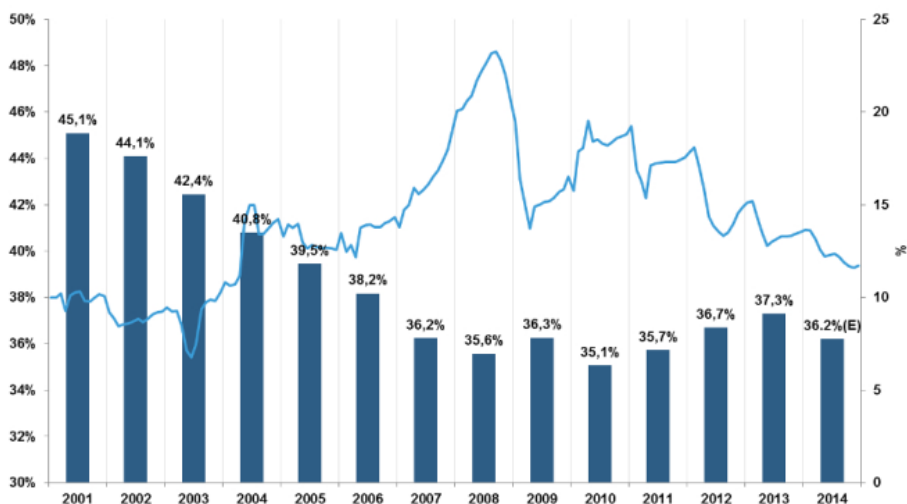
Le comportement des indices boursiers chinois est doublement rationnel : Il n'a pas suivi le mouvement de hausse appuyé sur la planche à billets des pays occidentaux et du Japon puis il a saisi l'opportunité du changement de modèle économique basé sur l'évolution de sa population pour rattraper son retard.

Encore faut-il que ce modèle puisse être mis en place.

Graphe I : Indice Shanghai Composite



Graphe 2 : Consommation des ménages en % du PIB (bleu foncé) et croissance annuelle des ventes au détail (bleu clair) en Chine



La mise en place du nouveau modèle économique est loin d'être acquise.

L'implantation du nouveau modèle est compliquée car l'environnement conjoncturel n'est pas porteur. Il est le résultat de l'essoufflement du modèle basé sur l'exportation à outrance.

Aujourd'hui, la conjoncture chinoise n'est pas bonne : ni le commerce mondial, ni l'immobilier ne contribuent positivement à la croissance.

Basée sur les exportations, l'économie chinoise a souffert de la conjoncture internationale. La faiblesse actuelle de l'économie chinoise dans ce domaine se mesure aux prix des transports de cargaisons sèches (Baltic dry index) au plus bas de leur histoire.

La balance commerciale de la Chine ne se dégrade pas vraiment, mais c'est pour une mauvaise raison :

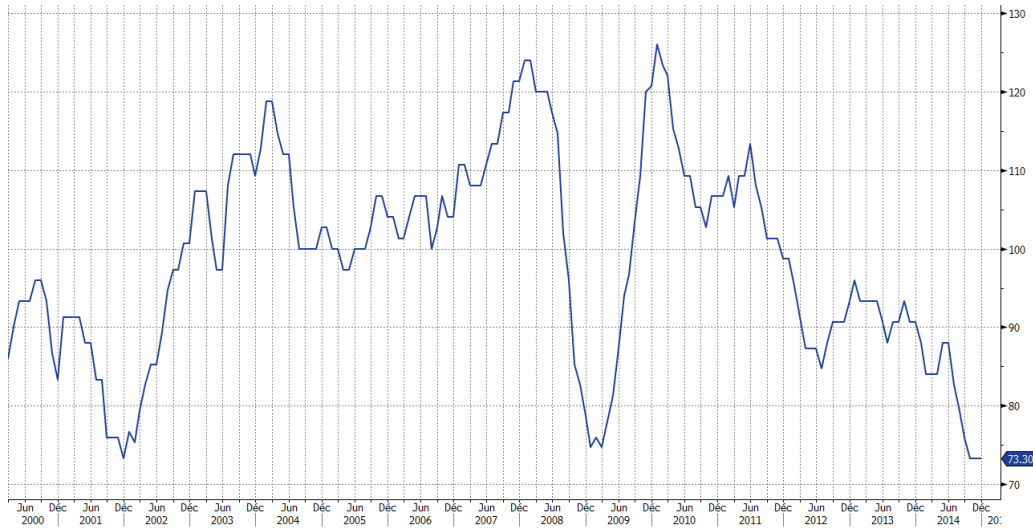
Les importations se replient, élargissant le surplus. La forte baisse des importations (-20%

sur chacun des 2 derniers mois) est due à la baisse des prix des matières premières importées, mais elle montre aussi que le relais de croissance par la consommation domestique n'est pas encore là.

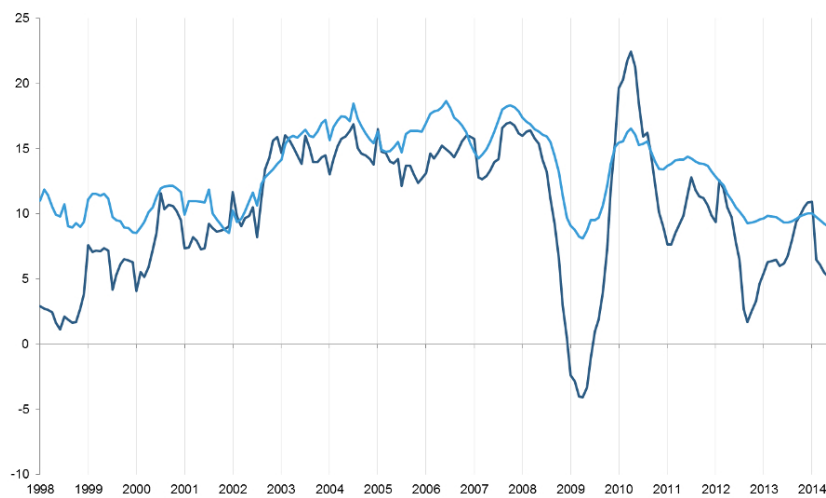
La majorité des grands indicateurs classiques chinois est en baisse comme le sont les principaux indicateurs au plan international : confiance des consommateurs en reprise modérée mais à partir de points bas historiques ; commandes de biens durables en net recul ; croissance de la production industrielle, au plus bas depuis 2008 ; faible progression des chiffres d'affaires et des profits dans l'industrie, au plus bas depuis 2008 ; baisse des prix de gros...

Surtout les indicateurs cycliques sont orientés vers une récession comme ils le furent en 2008. De même l'indicateur avancé du type de l'indicateur « avancé » américain est au plus bas sur la période 2000/2014 après celui de 2008.

Graphe 3 : Indice « signal » de cycle chinois



Graphe 5 : Production d'électricité (bleu foncé) vs. production industrielle (bleu clair) en Chine



Le marché immobilier chinois montre des surcapacités inquiétantes

Autre secteur porteur de l'explosion de la croissance chinoise, l'immobilier souffre de surproduction et de surcapacités.

Les enquêtes menées auprès des promoteurs comme les ventes ou les prix des appartements n'augurent pas d'un redressement du secteur dans un avenir proche. Ils sont au plus bas.

L'offre reste donc très supérieure à la demande.

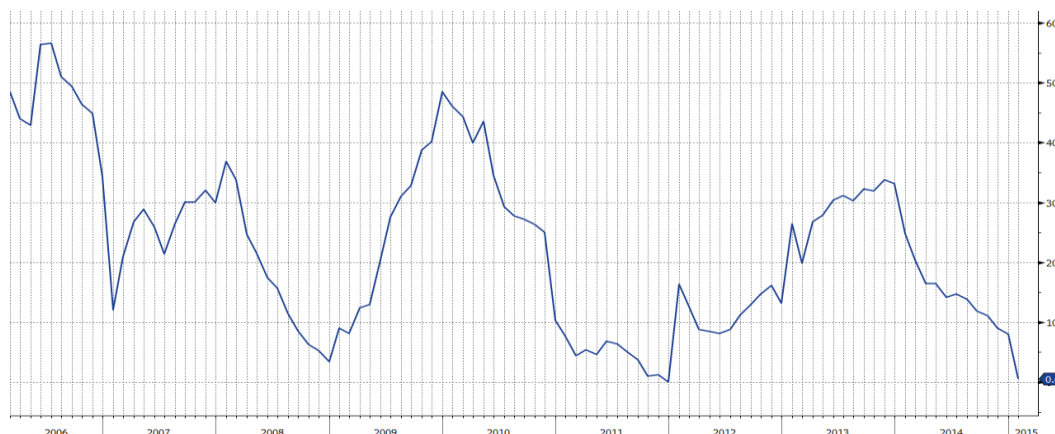
Pire, le secteur immobilier d'habitation n'a pas su rencontrer ses clients : trop de constructions de standing dans les grandes villes et pas assez de constructions à prix abordables.

D'une façon générale, tous les indicateurs sont proches des plus bas en dépit de l'urbanisation de la population (progression de près de 80 % de la main d'œuvre urbaine depuis 2000). Il faut préciser que les mises en chantier continuent de progresser à un rythme élevé : elles ont été multipliées par 3.5 depuis la crise des « subprimes ».

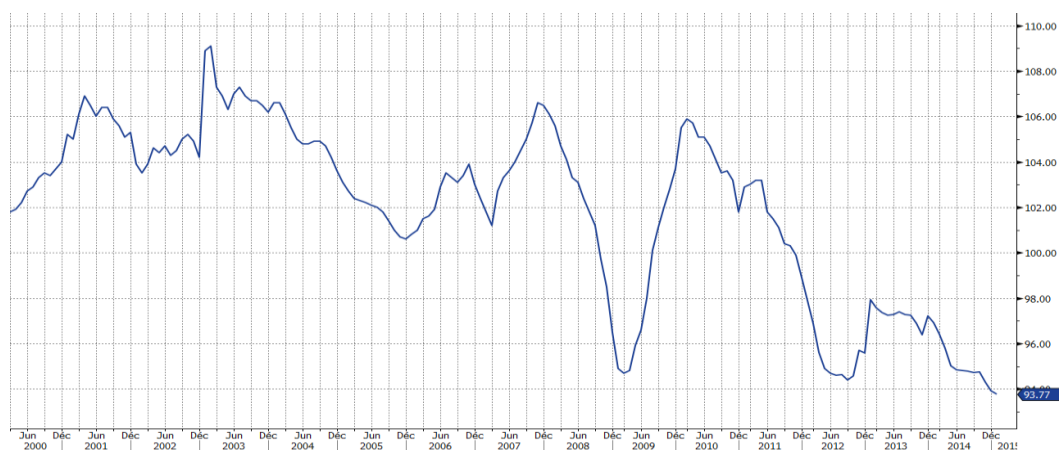
Dans le secteur industriel et commercial, les investissements qui progressaient de quelque 30% par an entre 2003 et 2009, ne progressent plus que de moitié (+15%).

Les déséquilibres de ce secteur sont dus en partie à des financements trop complaisants à la fois publics et privés.

Graphe 6 : Indicateur composite du marché du logement en Chine



Graphe 7 : Enquête auprès des professionnels du bâtiment en Chine



Une forte augmentation de la dette.

Croissance de la dette publique.

Faisant suite à la récession mondiale de 2008/2009, le déficit public s'est creusé et le processus d'endettement déjà en place depuis les années 2000 s'est accéléré.

La dette publique (Etat et régions) a été multipliée par 2.5 depuis la crise financière et par 5 depuis les années 2000. La projection de la poursuite de l'endettement conduirait selon Bloomberg à un nouveau doublement de la dette comptabilisée au 31/12/14, d'ici 2019.

La dette publique totale qui reste gérable au niveau actuel autour de 60% du PIB, ne serait plus gérable au-dessus de 100% du PIB. Se poseraient alors des problèmes de financement comparables à ceux que connaissent les pays de l'OCDE dans leur majorité et peut-être un risque de recours au QE.

Croissance de la dette privée.

Dans le domaine privé, l'endettement s'est accru dans des proportions encore plus importantes. Les prêts bancaires ont en effet été multipliés par près de 3 entre 2008 et 2015.

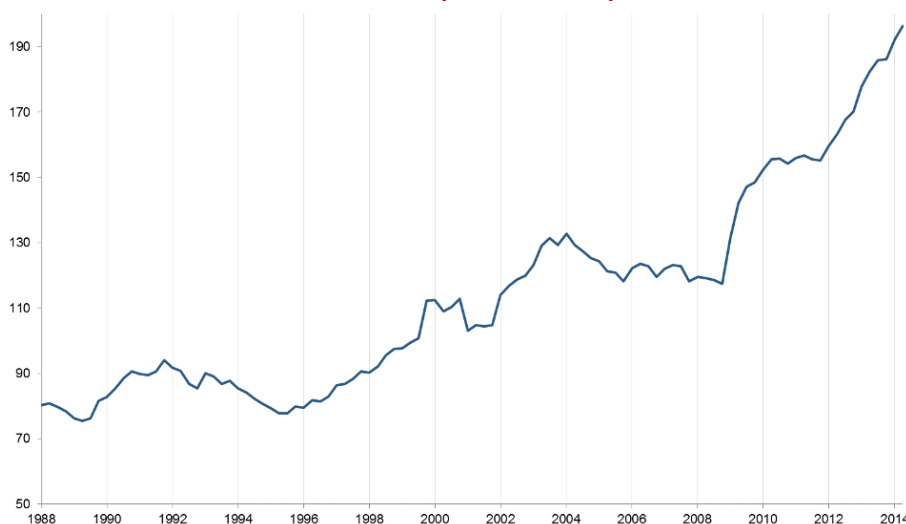
Toutefois le rythme de création monétaire s'est ralenti depuis 2009. A cette époque les

injections monétaires issues de l'important effort budgétaire de plus de 600 milliards de dollars s'étaient retrouvées dans la création monétaire. Mesurée par la progression de M2, elle s'affichait autour de 30% au cours de la seule année 2009.

Par la suite la création monétaire s'est ralentie de même que la progression des crédits bancaires, l'une et l'autre redescendant autour de 20 % en 2010 puis autour de 11 à 13 % en début 2015. En somme une sorte de normalisation qui devrait conduire à un ralentissement économique important d'autant que les crédits accordés ont été essentiellement attribués au cours des dernières années à deux secteurs en surcapacités : l'immobilier, et l'investissement.

Par ailleurs ces chiffres ne tiennent pas compte des prêts contractés dans le cadre du « Shadow Banking » qui représenteraient quelque 2.500 milliards de dollars soit 20% du cumul des prêts bancaires accordés en Chine. Rappelons que ces prêts sont hors du contrôle du crédit mais passent, pour la plupart, par des organismes officiels (assurances ou fiduciaires). Ils n'en viennent pas moins gonfler l'encours du crédit global et progressent aussi vite que les crédits sous contrôle.

Graph 8 : Stock de crédits accordés au secteur privé non financier (en % du PIB)



Une politique monétaire classique malgré la pression de la dette : les taux directeurs

La gestion des taux directeurs montre des mouvements significatifs entre resserrements et détentes.

Contrairement aux échecs patents des différents QE lancés en occident et au Japon, la politique monétaire chinoise, tout à fait classique, a su, du moins jusqu'à présent, transformer la création monétaire en crédits à l'économie. Pour autant, aujourd'hui, la Banque Centrale Chinoise s'efforce de contrôler ces derniers dans la mesure où ils ont contribué à créer des surcapacités.

Là encore, de manière tout à fait classique, la Banque Centrale Chinoise utilise les moyens que toute banque centrale digne de ce nom devrait pouvoir employer : hausses ou baisses selon les circonstances des taux directeurs et des dépôts obligatoires des banques auprès d'elle.

Les taux directeurs ont ainsi été manipulés à la baisse de façon à favoriser

l'activité : baisse des taux en 2008 (crise financière), puis en 2011 et 2012 (crise internationale due à la dégradation du rating des Etats-Unis suivie du risque d'éclatement de l'euro).

A l'inverse, ils ont été poussés à la hausse pour freiner l'activité dès le début de l'année 2011 puis mi 2013 et enfin, très récemment, fin 2014 début 2015. Lors de leur dernière manipulation, les taux directeurs ont clairement divergé des taux longs entraînant une inversion de la courbe des taux. Cette inversion est elle-même annonciatrice d'un net ralentissement de l'activité.

Enfin, récemment, une très légère baisse des taux a été annoncée pour redonner un peu d'air au marché, mais elle a surtout montré dans quelle incertitude se trouvait la Banque de Chine face à la situation actuelle.

Graphe 9 : Taux chinois 10 ans (en bleu) et taux interbancaire de Shanghai à 3 mois (en vert)



Une politique monétaire classique malgré la pression de la dette : le cas des réserves obligatoires

Comme pour les taux, les réserves obligatoires montrent des mouvements significatifs dans les deux sens.

Les réserves auprès de la Banque Centrale chinoise (BOC) permettent selon le niveau exigé de freiner ou de relancer les crédits à l'économie. Le principe est simple mais les décisions de la BOC ne paraissent pas toujours évidentes.

Une forte remontée des réserves obligatoires de 2006 à 2008 est intervenue logiquement pour freiner la surchauffe de 2007. En revanche, elle s'est poursuivie en pleine crise financière des « subprimes ».

Une forte baisse des taux de réserves obligatoires est intervenue fin 2008 après l'aggravation de la crise financière et l'affaire Lehmann. Elle a été particulièrement marquée pour les petites entreprises, revenant de 17.5 % de leurs actifs bloqués auprès de la banque centrale à 13.5 %.

En 2010/2011 le resserrage des taux s'est accompagné de l'augmentation des fonds bloqués auprès de la banque centrale de 13.5 % à 19.5 %.

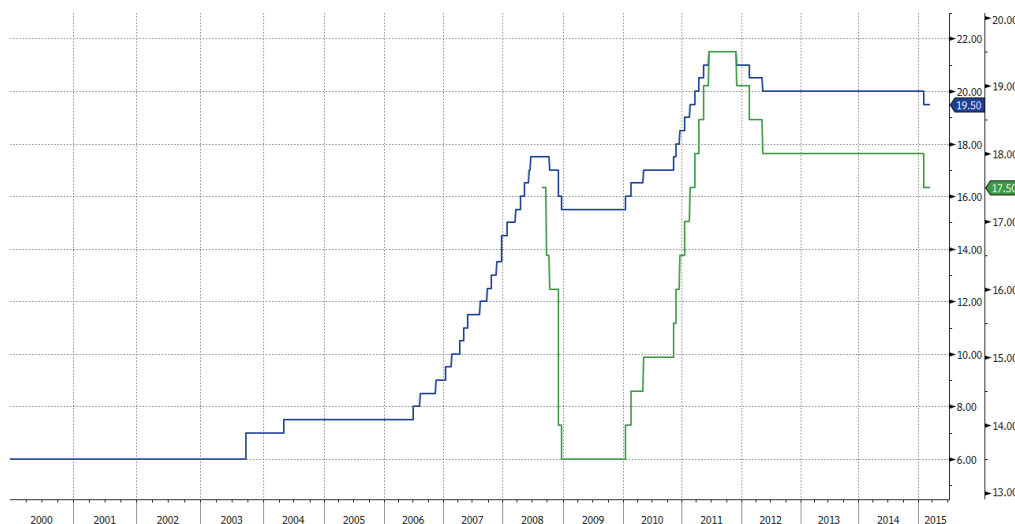
L'action conjointe sur les taux et sur les réserves a relativement bien réussi à contrôler l'emballement de l'économie chinoise entre 2006 et 2007 puis en 2010/ 2011.

L'action conjointe à la baisse des taux et des réserves a aussi soutenu l'économie chinoise en 2009 puis en 2012, deux périodes particulièrement difficiles pour des motifs sans rapport entre eux (crise des « subprimes » puis crise de l'Euro). Le dernier ajustement à la baisse des réserves obligatoires est intervenu le 4 février. Bien que limité, il a libéré une enveloppe de 150 milliards de dollars de crédits.

La BOC a de la marge pour agir plus nettement sur les taux et les réserves si la conjoncture l'exige.

Toutefois les dernières décisions sont très prudentes, coincées entre la maîtrise de la bulle immobilière et le soutien de la conjoncture affaiblie du pays.

Graphe 10 : Ratios des dépôts obligatoires des banques majeures (en bleu) et mineures (en vert)



L'encadrement politique de la mutation.

Contrairement à leur habitude, les dirigeants communistes chinois sont montés au créneau pour annoncer, puis commencer à mettre en place le grand changement vers une société plus tournée sur elle-même, dont la croissance serait alimentée par la consommation plus que par les exportations.

Les salaires

Point de départ selon des observateurs anglo-saxons : les salaires les plus faibles sont ceux qui ont le plus monté ces dernières années (+70 % en 5 ans). Les salaires de la classe moyenne ont moins progressé, or ce sont eux qui alimentent la consommation, nouveau vecteur de la croissance stratégique à long terme.

Les infrastructures

Ce « grand changement » est déjà préparé grâce à la mise en place d'infrastructures orientées vers la migration de millions de paysans vers les villes, financée par les milliards de yuans de fonds d'Etat qui ont été déversés ces dernières années.

Selon le Times, le message du politburo qui accompagne ces travaux d'Hercule est clair : « restez calmes et allez consommer ».

La croissance

Par ailleurs, l'Etat chinois se heurte à d'autres « problèmes » comme la corruption et l'environnement.

La pollution des grandes villes chinoises qui atteint 10 à 20 fois le niveau des grandes villes occidentales sera l'objet de réglementations qui ne peuvent, à leur tour, que faire pression sur la croissance, du moins dans un premier temps.

Le prix des réformes mises en place ou à mettre en place, se retrouve dans le taux de croissance affaibli, sans doute très inférieur aujourd'hui aux 7/8 % de ces dernières années. Il s'est d'ailleurs limité à 1.7% au dernier trimestre 2014, chiffre aggravé par la faiblesse du commerce mondial.

Les autres outils

Mais la Banque de Chine abrite 3800 milliards de dollars de réserves, qui peuvent garantir les moyens d'actions pour réaliser les réformes même si elles sont peu conformes avec la doctrine du PC chinois.

La gestion des entreprises d'Etat fait partie du programme alors qu'elles ont déjà réalisé des profits record en 2014. Les régions sont aussi dans le collimateur des réformes.

En fait Xi Jinping qui contrôle l'Etat, l'armée et le parti, et qui dispose de la contrepartie en yuan des larges réserves de change accumulées depuis les années 2000, a pris le pouvoir pour faire évoluer la société. Mieux vaut qu'il réussisse...



Quand la Chine ralentira...

Le modèle chinois des années 2000 est remis en cause.

Le nouveau modèle de croissance accès sur la consommation interne et l'auto développement de « l'empire du milieu » est difficile à mettre en place. Le modèle de « l'empire du milieu » est freiné par les excès de l'ancien modèle qui, outre la croissance, avait généré une bulle immobilière considérable.

A cet égard on peut comparer la situation de la Chine et celle des Etats-Unis des années 2000. Dans les deux cas de fortes croissances nées de la spécialisation (technologie aux Etats-Unis ; atelier du monde pour la Chine) ont généré des achats immobiliers inconsidérés entraînant une bulle dans ce secteur. Les Etats-Unis ont subi une mise à jour drastique sous forme de crise financière (« subprimes ») ; la Chine essaie de contrôler la chute immobilière et son impact sur la croissance. Y réussira-t-elle ? Rien n'est moins sûr.

Ce qui est sûr c'est qu'aujourd'hui, la Chine ne va pas bien.

Les chiffres de croissance sont au plus bas et le retournement n'est pas en vue. La dette accumulée pour compenser les effets de la crise

financière occidentale pèse sur les efforts visant à retrouver la croissance passée. La consommation comme support de croissance est certes moins volatile que celle de l'ancien système sensible aux évolutions du commerce mondial.

Pour autant la croissance de la consommation ne se décrète pas. Les éléments de support sont difficiles à mettre en place, notamment le développement du pouvoir d'achat des classes moyennes qui sera une entreprise de longue haleine.

Par ailleurs les difficultés conjoncturelles présentes, même si elles sont plutôt mieux gérées par la Banque de Chine que par les Banques Centrales occidentales et la Banque Centrale Japonaise, se situent dans un environnement récessif à moyen terme.

Cet environnement récessif est lui-même entretenu par une politique monétaire qui reste fondamentalement restrictive en dépit de quelques signes d'assouplissement comme la dernière baisse des taux directeurs. Elle vise en effet, essentiellement, à réduire les surcapacités accumulées lors des dernières décennies.



Conclusion : jouer la devise plutôt que l'indice boursier

L'indice Shanghai Composite

En pleine situation de « squeeze », l'économie chinoise aura du mal à retrouver les taux de croissance du passé. Pourtant, l'indice composite de Shanghai, en progressant de plus de 50% au second semestre 2014, a plébiscité les décisions annoncées pendant cette période.

Même s'il avait pris du retard, l'indice de Shanghai a servi le parti communiste chinois qui a saisi l'occasion de souligner que le marché avait plébiscité les nouveaux projets!

C'est une habile couverture si l'on considère que les réformes entreprises ne seront efficaces qu'à long terme. Le pire serait qu'il s'agisse d'un écran de fumée destiné à masquer une crise de croissance plus profonde du type de celle de 1930 aux Etats-Unis où, un système de développement trop rapide avait créé des surcapacités freinant dramatiquement la croissance des décennies suivantes.

En tout état de cause, les marchés actuels, à courte vue, ne pourront se satisfaire longtemps de simples annonces sur le « nouveau modèle » de l'économie chinoise.

Pour le moment, la baisse du Yuan par rapport au dollar soutient l'indice Composite de Shanghai.

Le Yuan

La Chine a des ambitions pour sa monnaie qu'elle cherche à imposer comme monnaie de base pour les transactions de la zone asiatique. A cet égard des accords bilatéraux ont déjà été passés avec la Russie (pétrole) et des pays émergents. De même l'Australie vient de rejoindre la zone monétaire asiatique. Il s'agit là d'opérations essentiellement commerciales mais la Chine ne cache pas ses ambitions à plus long terme lors de l'établissement de chaque nouvelle relation.

En attendant, à court terme, le yuan risque de servir de variable d'ajustement pour assurer la transition de l'économie chinoise vers son nouveau modèle de fonctionnement.

A cet égard, la baisse du yuan est, aujourd'hui, « autorisée » par les autorités chinoises pour faciliter les réformes et mener une politique de plus grande aisance monétaire.

Toutefois, en 2015, cette politique monétaire sera gérée pragmatiquement, dans le seul but d'équilibrer croissance et inflation au profit d'un plus grand nombre de bénéficiaires.

Mais au-delà des mots, les autorités chinoises doivent faire face à un « bank run » des créances à l'étranger, non rapatriées par méfiance vis-à-vis de la monnaie chinoise. Le Yuan semble inscrit dans un mouvement de baisse significatif.

Une crise de croissance à l'échelle d'un continent.

Une gestion monétaire habile mais prise dans de multiples contraintes.

Des interventions des autorités politiques qui pourraient s'avérer contraignantes en cas d'échec, même provisoire.

Une victime probable : le yuan.

Jean Borjeix
Associé Gérant



Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.