



PLATINIUM

Flash Stratégie Septembre 2015



Jean Borjeix

## La Chine : sûrement en récession peut-être en dépression...

Paris, le 08 septembre 2015

En mars dernier nous avons publié une étude sur l'économie chinoise ([Lien Flash mars 2015](#)) présentant plusieurs indicateurs qui montraient que le pays pouvait être entré en récession malgré les publications ultra positives dans la ligne des chiffres habituels, en particulier la progression annuelle du PIB maintenue envers et contre tout autour de 7%. Les données mises à jour confirment cette analyse.



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS  
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005  
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

## Un faux problème: le taux de croissance du PIB chinois

A la suite de la baisse récente des marchés les seules questions posées par les nombreux commentateurs étaient de savoir si le PIB chinois est en croissance de 3% de 5% ou de 7%. De fait, cette question n'a pas beaucoup d'intérêt dans la mesure où le calcul de la croissance du PIB n'est jamais garanti, même dans les pays qui ont une longue expérience de ces calculs. Les estimations sont d'ailleurs très souvent révisées sensiblement. Aux Etats-Unis comme dans plusieurs autres pays de l'OCDE, les révisions des bases de calcul sont fréquentes et la série des données est de ce fait régulièrement remise en cause.

Il reste que ces révisions ne contribuent pas toujours à la clarté et à la fiabilité des données. Comment dès lors se fier aux séries fournies par les pays émergents,

notamment par la Chine qui n'a qu'une expérience très réduite en ce domaine.

En revanche il existe des données chiffrées qui ne sont pas le résultat de calculs compliqués parfois douteux, et qui annoncent ou témoignent de baisse de la croissance ou de recul pur et simple de l'activité. Ces données sont souvent utilisées pour analyser la situation des pays de l'OCDE.

Appliquées à la Chine, elles montrent depuis plusieurs trimestres que ce pays est loin de ses taux de croissance passés et se trouve sans doute en récession.

## Les données qui montrent depuis le premier trimestre que la Chine est en récession.

**Graphe 1 : Variation annuelle de la production d'électricité en Chine**



**Graphe 2 : Baltic Dry Index (en bleu) vs. Exports chinois (en rouge) depuis 15 ans**



**Graphe 3 : Indice de cycle chinois**



**Graphe 4 : Climat dans le secteur de la construction en Chine**



**Graphe 5 : Taux chinois à 10 ans (en bleu) et taux interbancaire de Shanghai à 3 mois (en rouge)**

**Graphe 6 : Ratios des dépôts obligatoires des banques majeures (en bleu) et mineures (en rouge)**



**1. La progression de la production d'électricité** s'est tassée depuis 2011 de même que la production industrielle. Aujourd'hui la baisse des prix des matières premières dont la Chine utilise 15 à 20 % de la production mondiale, et les PMI inférieurs à 50 (dernier en date : 47.5) suggèrent que le tassement s'est transformé en récession.

**2. Le Baltic Dry Index**, l'indice des prix des transports maritimes de cargaisons sèches est un bon indicateur de l'activité maritime et des transports des produits «made in China ». Il a atteint un plus bas historique il y a seulement quelques mois et reste à un niveau bas.

**3. L'indice synthétique du cycle chinois** publié par le bureau national de statistiques chinois **est un indicateur avancé du cycle. Il est au niveau atteint** lors des dernières récessions affichées officiellement par les pays de l'OCDE en 2001/2002 et en 2008/2009.

**4. Dans le secteur immobilier** qui a été au cœur de la croissance chinoise, l'enquête auprès des professionnels est au plus bas, pire qu'en 2009 ou en 2012. Il en est de même de l'indicateur composite du logement, au plus bas comme en 2008 ou en 2011.

**5. Dans le domaine financier, la courbe des taux** s'est aplatie puis **inversée fin 2014 début 2015**, comme ce fut le cas en 2008 ou 2011. Elle s'est depuis stabilisée avec une faible pente, signe d'une croissance fortement ralentie. De fait la banque centrale a pris des mesures très limitées qui n'étaient en aucun cas susceptibles de retourner la tendance.

**6. Autre signe des « hésitations » monétaires de la Banque Centrale**, les réserves obligatoires des banques, qui avaient été délibérément relevées en 2008 pour freiner la surchauffe de 2007 et n'ont jamais fait l'objet d'une détente significative depuis cette période. La baisse récente reste très limitée, de moins de 200 points de base autour de 18 % pour les grandes banques et de quelque 400 points de base pour les petites banques. En aucun cas ces mesures ne sont de nature à inverser la tendance récessive de l'économie chinoise.

**Au total, selon les données statistiques d'activité, la récession guette l'économie chinoise.**

La récession devrait être annoncée par le bureau des statistiques après un certain délai comme c'est le cas dans les pays de l'OCDE.

Cette récession aurait dû être anticipée par les marchés fin 2014 début 2015 au moment où l'indice composite de Shanghai affichait 3500 points, par une baisse de 20 à 30%, soit un retour vers les 2500/2700 points.

C'est tout le contraire qui s'est produit à la suite des curieuses manipulations des « petits porteurs » par les autorités chinoises qui encourageaient par ailleurs les citoyens à consommer (cf. déclarations de Xi Jinping). Résultat, à la fin de ce mouvement, s'il se confirme jusqu'au bout, l'indice aura perdu près de la moitié de sa valeur atteinte au mois de juin 2015 (5200 points).

**Graphe 7 : Indice Shanghai Composite depuis 15 ans**



## Une politique monétaire chinoise trop timorée face à la récession.

La forte chute des marchés de l'été 2015 traduit probablement la prise en compte de la récession de l'économie chinoise qui a servi de détonateur pour l'éclatement de la bulle 2014/2015. Malgré la baisse des cours, l'équilibre des marchés n'est pas retrouvé pour autant. Paradoxalement en effet la politique monétaire qui a accompagné le ralentissement /récession n'était pas adaptée. La baisse des taux courts était insuffisante pour rétablir la pente de la courbe des taux et surtout les ré-

serve obligatoires des banques ont été maintenues à des niveaux trop élevés, environ deux fois ceux des pays de l'OCDE, pour faire face à une récession.

De fait, et c'est une surprise, l'économie chinoise a été mal gérée.

Prises entre les demandes crédits privés qui ont fortement progressé pour atteindre des niveaux supérieurs à ceux de la dette publique et une conjoncture très faible, les autorités financières



chinoises ont inquiété les marchés par les demi-mesures qui ont été prises. Les autorités financières pouvaient elles faire autrement ?

Les marchés auraient dû en prendre conscience en 2014. Ils ont désormais peu de chance d'effacer rapidement les fortes pertes des dernières semaines.

D'autant plus que les méthodes « musclées » des autorités politiques chinoises pour empêcher la baisse des marchés (allant jusqu'à l'interdiction de vendre et la mise en prison de certains opérateurs de marché...) vont laisser des traces.



---

## Au-delà d'une simple récession ?

---

La bulle financière chinoise est venue, comme beaucoup d'autres, de la crédulité des marchés face aux effets d'annonce. Le schéma qui avait séduit les marchés était basé sur la modification du modèle économique chinois. Le nouveau modèle devait être moins orienté vers l'exportation et l'investissement et plus sur la consommation interne qui ne représente que 37% du PIB soit la moitié de son poids en Europe ou aux Etats-Unis.

Les discours ont porté mais les faits n'ont pas suivi. Et pour cause.

Le pays est déjà très endetté, environ deux fois le PIB, à la fois dans le domaine des crédits bancaires privés et au niveau de l'Etat lui-même. Cette situation explique clairement la politique monétaire très réservée de la Banque Centrale. En somme l'évolution vers le nouveau modèle,

si elle doit avoir lieu, ne peut être que très progressive : il n'y a pas d'argent pour la financer.

D'autant que la structure du PIB chinois est très particulière. Elle est en effet basée sur l'investissement et l'exportation qui, réunis, sont deux fois plus importants que la consommation. C'est un schéma qui n'a jamais été observé dans le passé parmi les principales économies mondiales.

Faire croître la demande intérieure passe par une hausse des salaires qui joue en défaveur de la compétitivité de l'industrie chinoise et réduit les exportations. Un tel basculement ne peut qu'être très progressif et ne peut se faire en quelques mois comme certains acteurs de marché ont eu l'air de le penser !

Dès lors, on imagine que le rééquilibrage entre investissement, exportation et demande inté-

rieure est un exercice très périlleux et très difficile à contrôler.

Le marché l'a jugé comme tel. Les indices chinois ont enfin commencé à prendre en compte le risque. Mais les difficultés de l'économie réelle ne font que commencer. Si c'est le cas, on peut craindre que le repli ne soit pas terminé et qu'un mouvement sans commune mesure avec ceux qu'ont connu les pays de l'OCDE lors des récessions, se mette en place et dépasse largement les effets des récessions classiques. Ils pourraient entraîner une dépression du type de celle que les pays occidentaux ont

connue au cours des années 30. Ce scénario catastrophe reste un scénario bien que la situation présente des similitudes.

Mais la pire erreur serait de l'exclure comme le laissent croire les commentaires doucereux de certains économistes et opérateurs de marché.

Le passage d'une économie de sur investissement à une économie de consommation ne se fera pas en toute quiétude, surtout dans un environnement d'endettement excessif.

La chute des indices au mois d'août 2015 n'est peut-être qu'un coup de semonce !

**Graphe 8 : Stock de crédits accordés au secteur privé (en bleu) et au secteur public (en rouge)**



#### Que retenir ?

- ▶ L'économie chinoise est prise entre l'essoufflement du modèle en cours et la masse des dettes émises pour financer ce modèle. D'où des demi-mesures d'ordre financier.
- ▶ Le changement de modèle privilégiant la consommation interne ne se mettra pas en place sans de sérieux ajustements et en attendant pèsera sur la croissance économique du pays.

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.*