



PLATINIUM

Flash Stratégie août 2016

La Chine: soudain l'été dernier...

Paris, le 30 août 2016

« Soudain l'été dernier » il ne s'agit pas du film de Joseph Mankiewicz, mais de la soudaineté du changement de comportement des dirigeants chinois qui avaient du mal, l'été dernier, à cacher les problèmes internes de leur pays et ont décidé de dévaluer le yuan vis à vis du dollar pour soutenir les exportations et conforter leur modèle économique. Les marchés, surpris, avaient mal pris cette manœuvre et un décrochage des indices boursiers mondiaux s'en était suivi. Profitons de ce nouvel été pour faire un point sur la situation actuelle de la Chine.

L'accident d'août 2015 était associé à l'ancien modèle chinois « atelier du monde ». Habilement, les autorités chinoises ont associé leur intervention sur la devise à l'émergence d'un nouveau modèle de développement basé sur la consommation, à l'image des pays occidentaux et notamment des Etats-Unis. Nous allons traiter deux questions : La mise en place « décrétée » de ce nouveau modèle est-elle crédible ? Doit-on craindre d'autres chocs en provenance de Chine ?



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

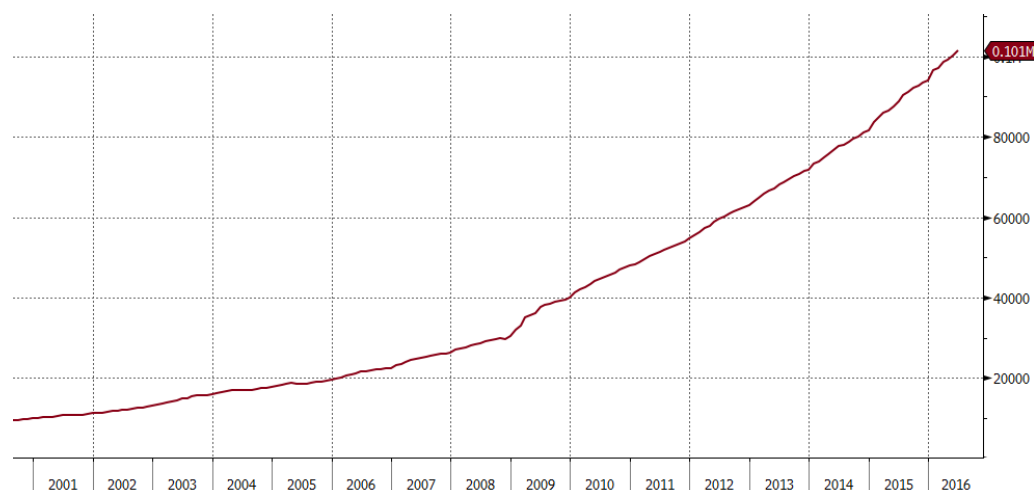
Le modèle chinois ancien : la croissance nourrie par l'investissement.

Pendant plusieurs années la croissance des investissements chinois a atteint des niveaux record, inconnus dans l'histoire de l'économie. Mais les grands investissements industriels ou immobiliers réalisés étaient justifiés par une économie de rattrapage. Ce modèle semble révolu.

Dans la majorité des pays développés les investissements représentent un pourcentage limité du

produit national. Dans ce domaine, la Chine a fait exploser les compteurs au cours des dernières années, tant dans le domaine public que, de manière plus surprenante, dans le domaine privé comme en témoignent le stock des crédits accordés aux entreprises du secteur privé non financier (**Graphe 1**).

Graphe 1 : Crédits accordés par les institutions financières au secteur privé (en milliards de Yuans)

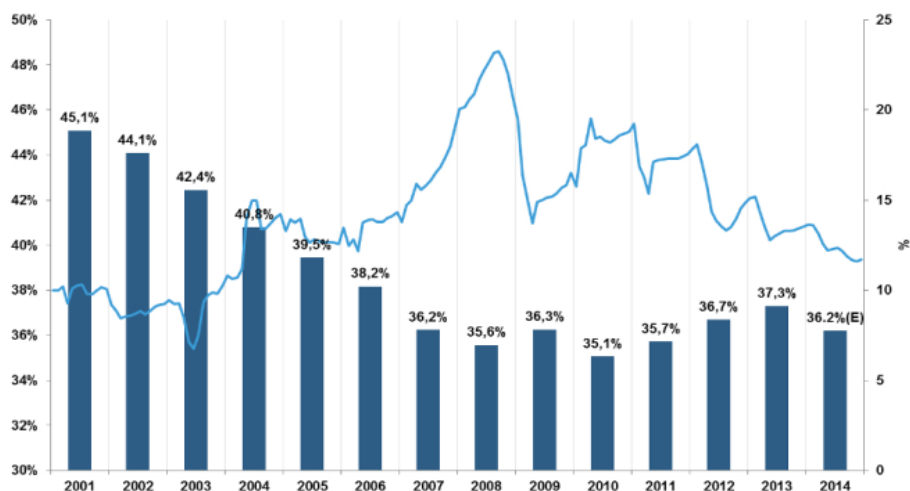


Dans le domaine public, la croissance chinoise s'est appuyée sur les grands travaux engagés par l'Etat, faisant apparaître des taux d'investissement sans précédent, jamais vus dans aucun pays. La croissance du revenu disponible, principal facteur de la consommation, et les exportations étaient les autres moteurs de cette croissance. Mais leur apport était limité.

Illustrons la part représentée par l'investissement dans cette croissance : depuis les années 2000, la part de la consommation dans le PIB chinois a diminué. Selon

les statistiques de la Banque Mondiale le ratio serait passé de 50% à 35% environ, à l'opposé de ce qui est désormais attendu du nouveau modèle économique. Cette baisse est due principalement au maintien du niveau très élevé des investissements, notamment ceux qui ont accompagné le stimulus de 2009. Ainsi au moment où les ventes au détail augmentaient de plus de 20% par an, le rapport consommation/ PIB affichait son niveau le plus faible, autour de 35% (**Graphe 2**).

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



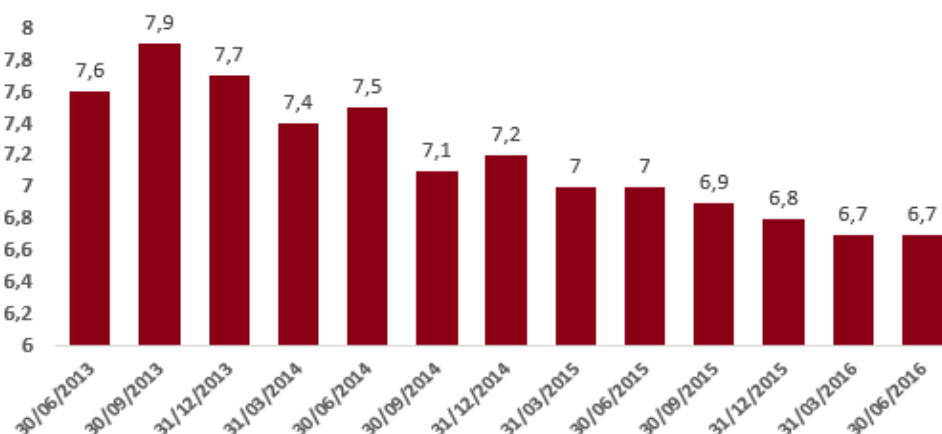
Sur la période courant de la fin des années 90 à aujourd'hui, l'investissement a contribué pour environ 50% à la progression du PIB, la consommation finale pour un peu plus de 45%, alors que les exportations ont apporté un peu plus de 5% à la croissance. Ces chiffres sont loin de ceux de l'économie américaine et des principales économies de l'OCDE où la consommation privée représente plus de 70 % du PIB et les investissements seulement 15% à 20%.

Que l'on se rassure, l'économie chinoise n'a pas besoin de l'Etat pour assurer sa conversion. Elle se fera naturellement. Plusieurs Etats d'Asie du Sud-Est ont montré la voie dans les années 80. Pour autant, la conversion

vers un nouveau modèle dépendant moins de l'excédent commercial ou des investissements et plus de la consommation a toujours été longue à mettre en place.

Plus généralement, le taux de croissance du PIB, cheval de bataille de l'économie chinoise est revenu de la zone 8/10% à 6/ 7%, selon les données officielles qui affichent le taux minimal permettant d'intégrer la migration interne observée chaque année dans le pays, de l'ouest vers la côte Pacifique. Ce taux de croissance est de plus en plus difficile à obtenir d'une économie qui tangente les 12.000 milliards de dollars et est devenue la deuxième dans la hiérarchie mondiale en 2010 (Graphe 3).

Graphe 3 : Croissance trimestrielle annualisée du PIB Chinois (depuis le 30/06/2013)



Aujourd'hui, la croissance dépend encore très largement de l'ancien modèle de développement.

Le logement et le commerce extérieur restent des soutiens essentiels du développement chinois

Justifiant une part essentielle des investissements privés, le **logement** s'est fondamentalement dégradé en raison de surcapacités et d'inadaptation de l'offre à la demande. **L'indicateur composite du marché du logement** au plus bas en début d'année 2016 autour

de -10 a rebondi au-dessus de 0, mais après avoir atteint 30 début 2014 et 50 début 2010. Il en est de même de l'enquête auprès des professionnels du bâtiment dont l'indicateur est remonté de 93 à 94, après avoir dépassé le niveau 100 pendant de longs trimestres depuis le début des années 2000 avant de chuter en 2009, 2012 et surtout 2015 (**Graphe 4**).

Graphe 4 : Climat de la construction (enquête auprès des professionnels)



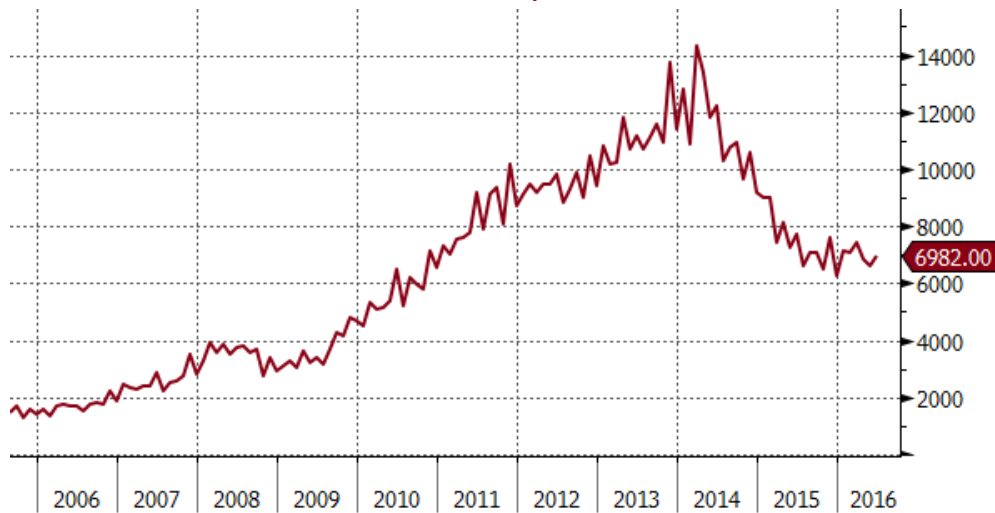
Le rebond du secteur du bâtiment annoncé comme décisif par nombre d'analystes paraît trop rapide **avec des prix** dans les 100 premières métropoles qui progressent de plus de **10% par an** (China Index Academy). La forte chute du secteur semble stoppée avec des ventes en progression moyenne de 37% (30% à Shanghai ou 60% à Shenzhen). Toutefois la reprise semble surtout s'appuyer sur les augmentations de crédit et surtout de prochaines contraintes annoncées sur les apports. Au total, plus qu'une reprise, le secteur connaît sans doute une **sorte de feu de paille**.

Les principales données économiques (production industrielle ; ventes au détail ; transports par porte-conteneurs (**Graphe 5**) bénéfiques des casinos de Macao (**Graphe 6**) ; profits des sociétés chinoises... confirment une **certaine stabilisation**. Ils démontrent surtout que l'économie chinoise est soumise à des **pressions de type cyclique** qu'il sera désormais difficile de contrecarrer compte tenu de la **dépendance, qui demeure, vis-à-vis de la conjoncture mondiale** et, surtout, du **coût de l'endettement** relatif au PIB désormais très élevé.

Grphe 5 : Indice Shanghai Shipping Exchange – Transports sur porte-conteneurs



Grphe 6 : Taxe sur les jeux des casinos de Macao (en milliards de Yuans)

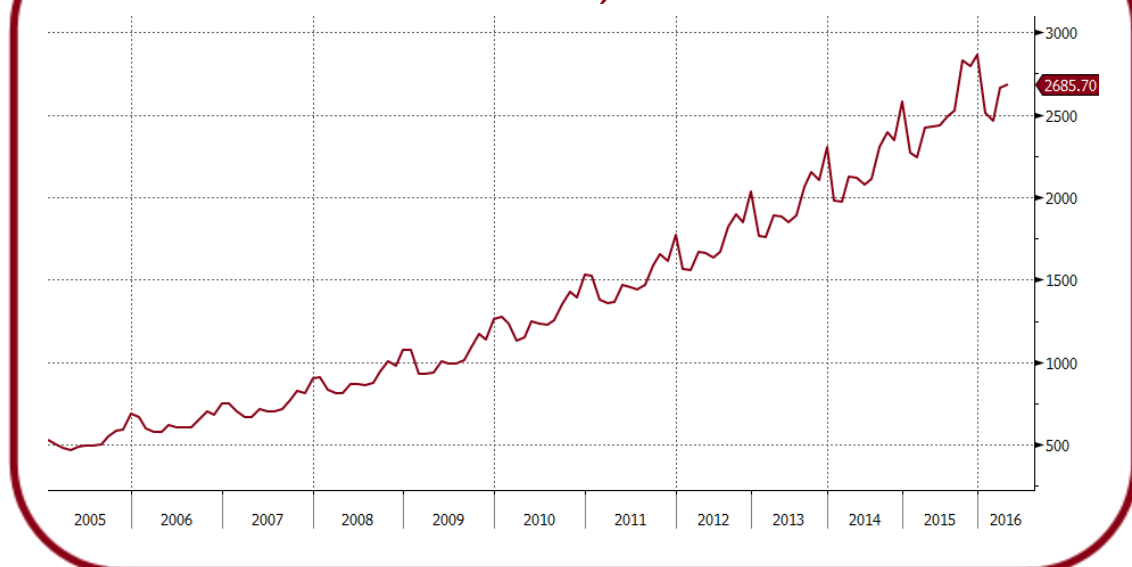


Le nouveau modèle qui s'appuie sur la consommation intérieure n'est pas encore là

La croissance chinoise s'appuie encore sur les grands travaux engagés par l'Etat (plus de 10% par an en glissement). Cette situation n'est plus extrapolable. Comme on l'a vu, elle a pu se justifier pour améliorer la situation des migrants vers la côte Pacifique. Elle a d'ailleurs impacté positivement les **données par habitant**, dont le **revenu disponible (+15% par an)** qui ont **soutenu la consommation**. Aujourd'hui

deux des moteurs de la croissance ne peuvent plus suivre les rythmes du passé. Il s'agit des exportations et des investissements. La poursuite de **la croissance chinoise** dépend donc du **troisième moteur : la consommation interne**. Celle-ci est déjà sur une **tendance haussière régulière depuis 10 ans**. Elle aura sans doute du mal à **accélérer (Graphe 7)**.

Graphe 7 : Ventes au détail chinoises (en milliards de Yuans)



Les **derniers chiffres concernant le commerce extérieur** sont, à cet égard, significatifs. Les **exportations en yuans augmentent de 2.9 %** sur un an, mais **baissent de 4.4% en dollars** en raison de la « dévaluation » du yuan de 2015. Les **importations en yuans baissent sur un an de 5.7% et surtout de 12.5% en dollars**. En juin, toujours en année glissante, les exportations s'améliorèrent légèrement

tant en yuans qu'en dollars. En revanche les importations se dégradèrent fortement (-8.4%) sur un an comme en juillet (-12.5%). Ces chiffres sont bien ceux de **l'ancien modèle : face à un marché mondial qui s'essouffle l'économie domestique chinoise s'affaiblit et la demande interne ne prend pas véritablement le relais**.

Un premier facteur de risque : des dettes gigantesques pour financer la croissance hors normes de la Chine de ces dernières années : proches d'une nouvelle crise financière ?

Les taux de croissance s'amenuisent dans la logique d'une accumulation de plusieurs années de croissance. Malheureusement le financement de la croissance s'appuie essentiellement sur la dette. Le risque « japonais » de voir le coût de la dette dépasser le taux de la croissance doit être particulièrement surveillé.

La dette des agents économiques représente quelque **250% du PIB chinois**, hors « shadow banking » qui représenterait quelque 20 % des crédits officiels. Ce financement en progression de 13 à 15% par an, a été encouragé par les autorités chinoises et s'est nettement accru après la crise de 2008. Aujourd'hui, la situation financière de la Chine présente une grande fragilité. Selon la BRI (Banque des règlements internationaux), le **clignotant de sécurité du crédit consisterait à ne pas s'éloigner de plus de 10% du trend** de progression du ratio Crédits/PIB. La **Chine s'approche de 30%.**⁽¹⁾

Certains économistes estiment que **15% environ** des crédits privés en cours pourraient avoir à faire face à un **défaut**, soit un **risque de quelque 2000 mil-**

liards de dollars. Rappelons que le coût de l'affaire Lehmann était estimé autour de **600 milliards de dollars.**

Avec des taux de 2 à 10 ans de l'ordre de 2.5 %, le **coût annuel de la dette totale** par rapport au **PIB** est supérieur à **6%**. Ce taux est proche du **taux de croissance du PIB** en volume (6.7%). Il reste bien entendu la marge de l'inflation (une inflation positive permet d'amortir le coût de la dette ancienne). Si les données actuelles se confirment et si l'inflation n'augmente pas, cette marge va se **rétrécir singulièrement d'année en année, comme pour le Japon post années 90.**

Une situation à la japonaise demanderait sans doute plus d'une décennie pour être corrigée.



⁽¹⁾ Si le crédit croît de 10% sur moyenne période alors que le PIB croît de 7% la tendance sera de quelque 3% l'an. Dans ces conditions le dérapage admis par le BRI sera de 0.3% par an (+10%). Actuellement, le dérapage de la Chine est de 0.9% (30% de 3%).

Deux autres facteurs de risque : la fuite des capitaux et l'inexpérience des autorités

Comme on l'a vu la crise de 2015 a été déclenchée par la volonté des autorités chinoises d'affaiblir le Yuan. Cet affaiblissement pourrait se prolonger durablement. Les riches Chinois et les entreprises chinoises ont dès lors intérêt à se débarrasser de leurs actifs en yuan, ce qui se traduit par une fuite des capitaux. **L'accumulation des fuites de capitaux hors de Chine** pourrait représenter l'équivalent du PIB de plusieurs des pays de l'OCDE.

L'accumulation des sorties de capitaux représenterait à l'heure actuelle quelque **1000 milliards de dollars** au rythme de 100 milliards de dollars par mois. On imagine l'impact sur la **volatilité des actifs** chinois, possédés par des chinois ou par des étrangers, vendus par les investisseurs qui **fuients la dévaluation** endémique du yuan. L'accélération des sorties porterait, à travers la baisse du yuan, une **sorte de risque systémique**.

Autre caractéristique du **risque chinois, le poids de l'Etat** dans le système financier. L'Etat chinois contrôle nombre d'établissements financiers et garantit en quelque sorte les créances détenues par ces établisse-

ments. **L'Etat Chinois** est aussi **du côté des emprunteurs** à travers les grandes entreprises industrielles étatiques. Dans ce cadre, on peut imaginer que les autorités chinoises pourraient contrôler une situation déséquilibrée, concernant par exemple des liquidations de portefeuilles.

En revanche **l'expérience de l'été 2015** a montré qu'il ne suffisait pas de détenir les leviers de commandes. Encore faut-il que l'intervention éventuelle soit rapide, ce qui n'est pas à priori la qualité première de l'Etat ni celle d'intervenants néophytes sur les marchés.

Ainsi a-t-on pu voir, récemment, qu'une simple **modification des règles encadrant la gestion d'actifs**, pourtant appliquées en vue de réduire la volatilité, pesait très vite sur le niveau des marchés et contraignait les autorités à faire machine arrière. Ont été particulièrement concernés les titres peu liquides des petites entreprises (-5% lors de la séance du 27 juillet). **L'économie partiellement étatique n'est pas une garantie absolue.**



Conclusion : un modèle qui s'approche du modèle japonais.

La Chine est à la croisée des chemins. Son modèle de développement basé sur le rattrapage du niveau occidental a bien fonctionné appuyé en partie sur l'intégration d'un nombre de plus en plus élevé de migrants venus de l'ouest du pays et se déplaçant vers la côte Pacifique. Ce schéma est équivalent à une poussée démographique qui doit entretenir un minimum de croissance « organique ». Mais les taux de progression s'amenuisent compte tenu du stock de PIB déjà accumulé. Un taux de croissance de 10% tel qu'il était observé en 2000 générerait 200 milliards de dollars de PIB supplémentaire qui représenteraient aujourd'hui moins de 2% de croissance. Comme on l'observe déjà, ces données doivent s'infléchir progressivement vers les 6% puis 5% et en dessous. Ce phénomène de normalisation de la croissance est naturel.

Malheureusement la Chine a financé le rattrapage de son développement par de la dette, qu'elle soit publique ou privée, de sorte que l'endettement total est aujourd'hui de 250% du PIB. Comme le Japon des années 90, la Chine s'engage sur la voie d'une croissance insuffisante pour payer le coût de la dette et son refinancement. La limite n'est pas atteinte contrairement au Japon. Mais la tendance est claire. Le développement de la Chine a été trop rapide et a généré trop de dettes. La Chine devra désormais se résoudre à contrôler sa croissance dans les limites du cash-flow généré. A défaut la Banque Centrale devra pratiquer des taux très bas pour ne pas trop dégrader la situation financière du pays. Au-delà c'est l'exemple du Japon qui doit fournir les repaires pour juger du risque de l'investissement en Chine. Plus le schéma de développement se rapproche de celui du Japon plus le risque chinois augmente.

Comme on l'a vu le changement de modèle est à peine esquissé. Un ralentissement associé aux efforts de désendettement s'impose. On peut craindre qu'il n'ait pas lieu. Aucun dirigeant occidental n'a su aller contre la fuite en avant. Pourquoi les chinois échapperaient-ils à la règle de conduite universelle alors qu'ils cherchent en permanence à dévaluer le yuan et optent ainsi pour une forme de fuite en avant ?

Que retenir ?

- Des investissements trop importants, trop rapidement mis en place et trop financés par la dette avec un risque de « japonisation ».
- La demande interne est déjà un facteur de croissance. Il ne faut pas compter sur une augmentation trop importante de sa contribution à la croissance.
- L'ancien modèle d'atelier du monde reste en place mais apporte de moins en moins de croissance, et il sera difficile à remplacer.
- Le yuan sert déjà de variable d'ajustement. Il pourrait être la victime du changement de modèle.



Jean Borjeix
Gérant
jborjeix@platinum-
gestion.fr

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.