



Risques de « credit crunch » en Chine totalement surestimés

La hausse temporaire des taux interbancaires en Chine est moins inquiétante que la hausse des taux longs aux Etats-Unis ! La réactivité de la BPC contraste avec l'inaction de la Fed.

Points clés

- Hausse brutale des taux interbancaires en Chine
- Des raisons exceptionnelles et cycliques
- Le stress sur le marché interbancaire chinois a eu plus d'impact que la hausse des taux longs aux USA sur la psychologie des investisseurs
- Les risques de « credit crunch » sont surestimés
- La BPC intervient et fournit la liquidité nécessaire à une normalisation des taux
- Actions chinoises à seulement 7.7x les bénéfices 2013, soit 20% de leur valorisation de 2009
- 50% de la valorisation des titres américains
- Opportunité sur le marché des actions chinoises

La Fed annonce la fin de son QE et stresse les marchés de taux, alors que les tensions sur le marché interbancaire chinois font craindre un « credit crunch »

Le mois de juin aura été particulièrement difficile pour les investisseurs chinois en raison d'une montée des incertitudes, probablement entretenue par la Banque populaire de Chine (BPC), pendant quelques semaines avant un dénouement récent.

En effet, alors qu'aux Etats-Unis le président de la Fed provoquait une forte hausse des taux longs en annonçant une sortie prochaine de sa politique de « quantitative easing », tout en réaffirmant que les taux directeurs resteraient inchangés au moins jusqu'en 2015, les marchés de taux chinois interbancaires sortaient de leurs bande de fluctuation normale et prenaient brutalement le chemin de la hausse au-delà de 5% (Shibor à deux semaines).

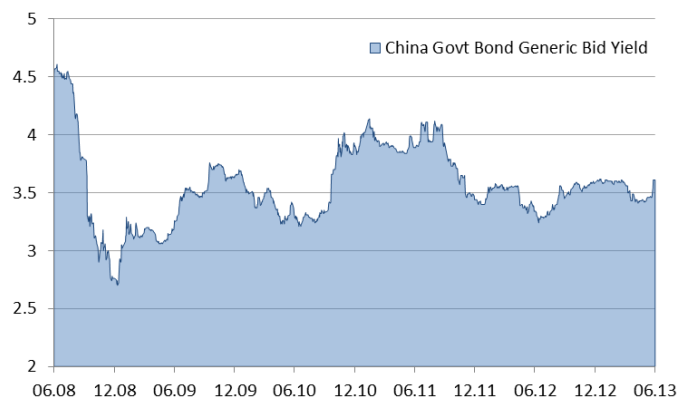
Parallèlement, les taux longs du gouvernement chinois passaient temporairement de 3.4% à 3.6% en juin après avoir déjà progressé de 40 points de base depuis leur plus bas de juillet 2012 à 3.24%.

Finalement, rien de si exceptionnel, puisque les taux longs américains avaient déjà avancé de 1.4% à 2% entre juillet 2012 et mars 2013 avant d'accélérer leur ajustement à 2.5% à la fin juin 2013.

En seulement douze mois, les taux à dix ans américains auront finalement bondi d'un peu plus de 100 points de base alors que les taux à dix ans du gouvernement chinois ne progressaient que de 40 points de base.

Malgré la volatilité récente du marché des taux longs chinois, le niveau de 3.6% atteint au 30 juin est relativement stable par rapport au début de l'année, l'ajustement des taux ayant déjà été essentiellement observé au second semestre 2012.

Obligations du gouvernement chinois (10 ans)

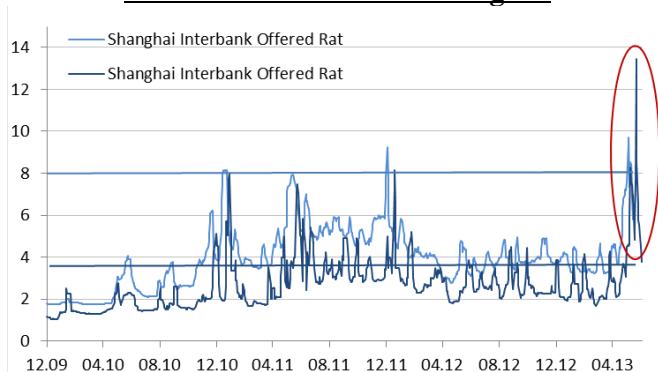


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Aux Etats-Unis, la tension s'est cristallisée sur les taux longs, mais c'est du côté des taux interbancaires que le stress s'est manifesté en Chine. Effectivement, si les déclarations du président de la Fed n'ont pas provoqué de panique sur les taux Libor en USD, à juste titre, on observait au même moment en Chine, sans relation directe toutefois, une tension extrême sur les taux interbancaires.

En effet, le Shibor à 1 mois bondissait de 4% à la fin mai à 9.7% quelques jours avant la fin du trimestre, avant de redescendre à 7.36% au 30 juin. Au cours de la même période, les taux interbancaires « overnight » bondissaient même de 4% à 13.5% le 20 juin avant de redescendre à 5% en fin de trimestre.

Shibor 1 mois et taux « overnight »



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

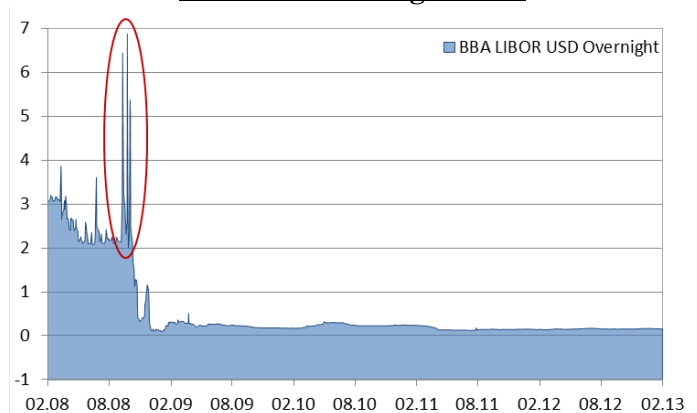
Depuis l'introduction de ces taux interbancaires (Shibor) en 2008, on peut toutefois constater que la tension récente a déjà été observée à deux reprises en 2011 et une fois en 2012. Bien que la situation de ces dernières semaines soit effectivement nouvelle par la soudaineté et surtout par l'amplitude de la hausse sur les taux « overnight », il faut tout de même relever qu'elle ne crée pas un précédent absolu et qu'elle s'inscrit dans une certaine cyclicité. Ceci est explicable notamment par les besoins de financement souvent plus élevés en fin de trimestre, de certaines banques chinoises.

Les craintes d'un « credit crunch » à la chinoise n'ont à notre avis ici pas de fondement, notamment car les causes sont particulièrement différentes de celles pouvant réellement conduire à une crise de financement, comme ce fut le cas en 2008 à l'émergence de la crise financière, lorsque les risques de faillites étaient tellement importants que les banques avaient réduit drastiquement leurs prêts interbancaires.

Les taux « overnight » avaient progressé de 350% en bondissant de 2% à 7% avant que la banque centrale américaine ne décide de fournir toute la liquidité nécessaire aux banques qui en avaient besoin. Il aura

fallu plusieurs interventions entre le 15 septembre et le 31 octobre pour renverser la tendance avant que les taux redescendent de 7% à près de 0% le 31 octobre 2008.

USD libor « overnight » rate



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les tensions à court terme des taux interbancaires en Chine sont moins inquiétantes que la hausse des taux longs US

La hausse de 100 points de base des taux longs aux Etats-Unis entre mai et juin a certes provoqué une nouvelle incertitude parmi les investisseurs et quelques prises de profits généralisées, mais celle-ci n'a pas vraiment développé d'effets négatifs majeurs sur le marché des actions aux Etats-Unis pour l'instant. La correction de l'indice S&P 500 est restée relativement contenue, puisque finalement inférieure à -5%, alors même que les chiffres de croissance de l'économie au 1^{er} trimestre ont été fortement révisés à la baisse de 2.4% à seulement 1.8% en rythme annuel. La croissance américaine au 1^{er} trimestre a donc été environ 25% moins forte qu'estimé précédemment, bien que ce trimestre était considéré comme certainement l'un des meilleurs de l'année par le consensus des économistes. C'est une surprise négative qui ne semble pas émouvoir les investisseurs plutôt rassurés par les statistiques récentes.

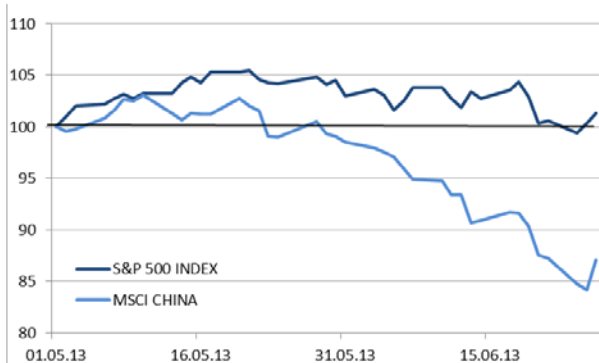
Une hausse de 100 points de base des taux longs du Trésor US aurait pourtant du provoquer des effets plus sensibles sur la valorisation des actifs financiers si l'on considère qu'ils constituent souvent le taux « hors risque » utilisé dans de nombreux modèles d'évaluation des risques et de capitalisation des revenus futurs des actifs ou produits financiers.

En Chine, les taux longs sont au contraire restés stables et c'est finalement la seule hausse des taux à court terme pendant quelques jours, conjuguée à des signes de ralentissement du secteur manufacturier chinois, qui ont essentiellement provoqué la baisse récente des actions chinoises.

Malgré les révisions à la baisse en cours, la croissance chinoise restera pourtant sans doute supérieure à 7% en 2013, puisqu'elle s'établissait à 7.7% au 1^{er} trimestre, à peine 4% en-dessous du consensus de 8%. Par comparaison aux chiffres publiés pour l'économie américaine, la surprise est clairement peu significative.

Le ratio de révision à la baisse pour les deux économies reste donc clairement en faveur de l'économie chinoise et pourtant, le marché actions chinois chutait violemment de -15% dans ce contexte, tandis que malgré la hausse des taux longs hors risque aux Etats-Unis, les actions américaines restaient proches de leurs derniers sommets. La faute sans doute à la hausse des taux interbancaires chinois en fin de trimestre.

Performance des actions américaines et chinoises



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Pourquoi les taux interbancaires ont-ils soudainement grimpé ?

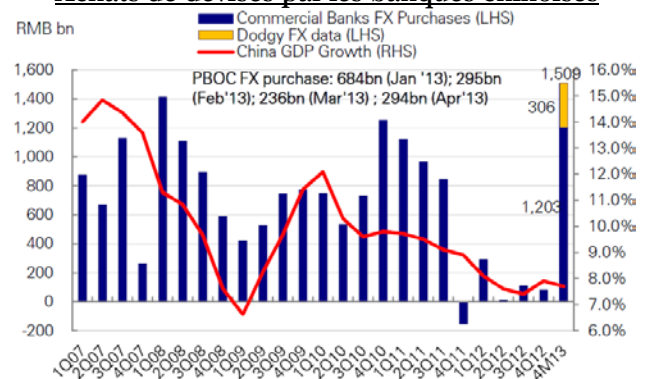
Relevons tout d'abord que la dernière fois que les taux interbancaires ont subi un mouvement haussier brutal en Chine, cela correspondait à la décision du gouvernement chinois en 2011 de resserrer délibérément les conditions de crédit pour contrôler les risques de surchauffe de l'économie. Il s'agissait alors déjà d'un pilotage et non pas d'un dérapage ou de l'émergence d'un risque systémique au sein du système financier chinois.

Nous pensons que l'absence d'intervention de la Banque populaire de Chine lorsque les taux interbancaires ont entamé leur hausse est une action à nouveau délibérée de la banque centrale chinoise.

Ce que de nombreux intervenants auront sans doute pris au début pour une incapacité d'action de la BPC fait au contraire selon nous partie d'une stratégie élaborée pour modifier le comportement des banques chinoises et leur processus de gestion des liquidités.

Statistiquement, la demande de liquidités en Chine s'avère souvent sensiblement supérieure en fin de trimestre. Parmi les raisons expliquant cette demande cyclique de liquidités, on trouve une pratique spécifique au secteur bancaire chinois liée à la maturité des produits de gestion, dont l'échéance intervient fréquemment un peu avant la fin de chaque trimestre. Ceux-ci sont construits de telle manière à permettre aux banques d'accroître leurs dépôts en fin de trimestre et de remplir leurs obligations légales en termes de ratio « prêts/dépôts » lorsque ces produits arrivent à échéance. En raison de maturités différentes entre les produits financiers (inférieure à 1 an) et les investissements qu'ils représentent (projets à long terme), les banques avaient pris l'habitude de financer elles-mêmes les besoins de liquidités à court terme à l'échéance de ces produits. De ce fait, la demande de liquidité était souvent plus élevée en fin de trimestre, ce qui provoquait aussi naturellement indirectement une tension sur les taux interbancaires lorsque le financement interne était insuffisant. En mars, la Commission de régulation du secteur bancaire de Chine a modifié les règles en vigueur pour limiter précisément ces opérations de refinancement. Les banques ont donc dû s'adapter à cette modification réglementaire qui les a forcés d'abord à se refinancer sur le marché interbancaire, ce qui a provoqué une hausse de la demande de financement bancaire et donc des taux interbancaires et une diminution de l'émission d'obligations. Un deuxième élément est venu exacerber la tension qui se développait déjà sur les taux. En effet, le 5 mai, le State Administration of Foreign Exchange s'attaquait à une autre pratique devenue courante en Chine, en annonçant des mesures pour empêcher les flux monétaires entre les filiales des banques chinoises à l'étranger et leurs sociétés mères. Ces mesures visaient à empêcher les filiales étrangères d'emprunter à l'étranger à des taux plus bas en devises pour ensuite les échanger en renminbi et les investir dans des actifs plus rémunérateurs. Ces opérations de « portage » (« carry trade ») pouvant aussi se réaliser par le marché interbancaire dans certains cas. Ainsi, les résultats de ces mesures ne se sont pas fait attendre et les flux de devises étrangères en Chine ont chuté de 300 milliards de yuan en avril à moins de 70 milliards en mai, après avoir tout de même atteint près de 700 milliards en janvier.

Achats de devises par les banques chinoises



Source: Deutsche Bank, CEIC

Les craintes de « credit crunch » sont totalement infondées

La hausse des taux interbancaires n'est selon nous pas une manifestation d'une tension plus profonde que celle que nous avons décrite plus haut dans le marché interbancaire chinois.

Par ailleurs, il faut rappeler que les banques chinoises ne sont que peu affectées par l'évolution des taux interbancaires puisque les taux de leurs dépôts ou de leurs prêts sont en fait liés aux taux directeurs fixés par la BPC. Elles ne sont donc pas affectées par la volatilité des taux interbancaires, une raison d'ailleurs qui explique la sérénité de la BPC. D'autre part, l'argument de l'inversion brutale de la courbe des taux, synonyme de resserrement monétaire et d'un indicateur avancé de coup d'arrêt à la croissance n'est clairement pas approprié dans ce cas. Il n'y a tout d'abord pas de volonté de la BPC de freiner délibérément la croissance déjà en ralentissement, ni de risque généralisé de remontée des coûts de financement de toute l'économie chinoise. D'autant que la liquidité des entreprises chinoises peut être jugée très satisfaisante au regard de l'évolution positive des dépôts des entreprises, en hausse en mai à 4'044 milliards de renminbi par rapport aux 783 milliards de renminbi de la période précédente (septembre-mai). En comparaison historique sur les 5 premiers mois de l'année, la progression est de +67%. Les sociétés chinoises ont ainsi augmenté de 7'688 milliards de renminbi à 11'020 milliards leurs liquidités. La proportion de financement des prêts bancaires a pourtant diminué de 4'805 à 3'660 milliards de renminbi.

Le secteur bancaire chinois n'est donc certainement pas en difficulté comme le laissent supposer les craintes de « credit crunch ». La BPC n'a certainement pas considéré la situation comme inquiétante, mais en attendant quelques jours avant d'agir, elle a sans doute voulu donner un nouveau signal aux banques chinoises pour les inciter à accélérer leur processus d'ajustement aux nouvelles règles édictées. La BPC avait parfaitement les moyens d'intervenir pour fournir la liquidité nécessaire, ce qu'elle a fait au moment opportun. Elle a donc fourni la liquidité adéquate pour normaliser les taux interbancaires et a ensuite rappelé dans un communiqué de presse que les réserves excédentaires des banques se montaient probablement à 2.5 trillion de renminbi à la fin juin. Les banques commerciales à elles seules pouvaient donc selon elle assurer le financement du secteur non bancaire sans problème. La récente hausse des taux interbancaires est selon elle essentiellement due aux facteurs saisonniers, aux vacances « Duanwu » et à la nécessité de s'ajuster aux nouvelles réglementations imposées. La BPC réaffirme qu'elle fournira encore à l'avenir toute la liquidité nécessaire pour maintenir un fonctionnement optimal du secteur interbancaire. Mais elle souligne finalement que les banques commerciales devront encore améliorer la gestion de leurs liquidités, les banques les plus importantes joueront aussi un rôle essentiel dans la stabilisation du marché.

Les taux interbancaires sont redescendus à 3.8% le 2 juillet, moins de dix jours après le pic atteint à 13.44%... exit les risques de « credit crunch ».

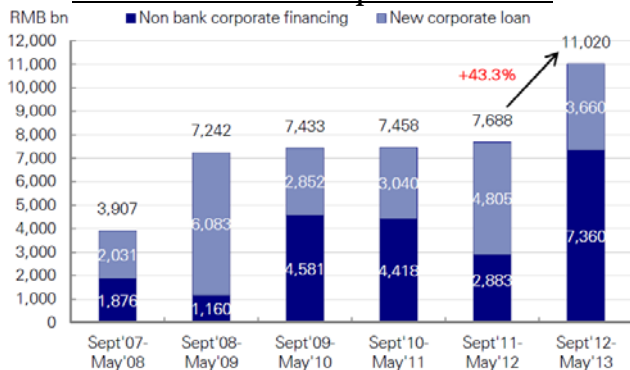
Opportunité d'investissement sur les actions

Les craintes infondées de « credit crunch » et de risques de ralentissement conjoncturel ont provoqué une chute irrationnelle du marché chinois.

L'indice Shanghai SEC se traite désormais à seulement 7.7x les bénéfices 2013, soit 50% moins cher que le marché américain et à moins de 1/5^{ème} de sa valorisation de 2009.

La sous performance du marché chinois par rapport au S&P500 depuis le début de la crise financière est désormais de 63%.

Financement des entreprises chinoises



BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux :

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informel et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch