



Nouvelles réformes en Chine favorables à la croissance

Les plus ambitieuses réformes depuis 30 ans. Libéralisation des marchés dans la plupart des secteurs de l'économie. «Re-rating» du marché chinois et surperformance en 2014.

Points clés

- L'un des plus ambitieux programmes de réformes économiques et sociales depuis 30 ans
- L'ampleur des réformes modifie nettement les perspectives de croissance à moyen terme
- Les forces du marché devront jouer un rôle plus décisif dans l'allocation des ressources
- Dérégulation et libéralisation de l'économie
- Dynamisation de l'économie rurale, réforme des droits d'utilisation du terrain et transmission
- PMI, production industrielle et exportations annonçaient déjà une reprise cyclique en 2014
- Révision du consensus de croissance de +6.5% à +8% et des perspectives bénéficiaires à +15%/an
- Marché chinois sous-évalué, hausse attendue +30% d'ici 2015

Le président Xi Jinping surprend en présentant un programme très ambitieux de réformes pour la Chine sur le plan économique et social

Les 370 nouveaux membres du Comité central du Parti communiste chinois (PCC) ont approuvé une feuille de route particulièrement ambitieuse pour le développement de la Chine d'ici à 2020.

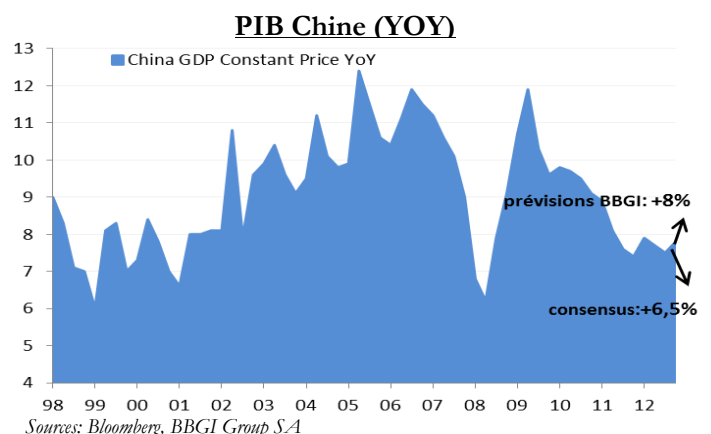
Le président Xi Jinping, seulement un an après son arrivée à la tête du parti, et six mois après son accession à la présidence de la République populaire de Chine, annonçait en effet il y a quelques jours un train exceptionnel de mesures approuvées par le 3^{ème} plénum du Comité central à Pékin.

La publication trois jours après la clôture de ce Plénum d'une liste de 60 mesures a surpris tous les observateurs par son ambition et sa très large

couverture sectorielle et thématique couvrant les problèmes structurels de l'économie chinoise.

Depuis près de trente années, la Chine avait développé avec le succès que l'on connaît un modèle unique de croissance, qui commençait toutefois depuis quelques années à montrer quelques signes d'essoufflement. La croissance souvent supérieure à +10%/an a progressivement diminué pendant la crise financière pour atteindre environ +7.5% en 2013. Un taux de croissance qui reste selon les standards occidentaux particulièrement élevé, mais qui, lorsqu'il s'agit de la Chine, a en général tendance à inquiéter les prévisionnistes, souvent tentés alors d'extrapoler la décélération en cours et d'en tirer des conclusions négatives en termes de perspectives boursières. Cette décélération a conduit les prévisionnistes à réduire récemment leurs attentes de croissance pour la Chine de 7.5% à environ 6.5% pour les prochaines années.

Nous ne partageons pas ce point de vue avant l'annonce de ces réformes importantes et sommes encore plus convaincus désormais que le programme adopté permettra à l'économie chinoise de contrer les forces qui auraient été susceptibles de provoquer une poursuite de la décélération économique prédite.



Nous pensons que l'ampleur des réformes annoncées devrait très nettement modifier la perception des prévisionnistes sur les perspectives de croissance de la Chine pour les prochaines années.

Les derniers chiffres économiques publiés avaient déjà provoqué quelques ajustements pour la croissance 2013 et 2014 auprès de certains analystes ; cette tendance n'est à notre avis qu'à ses débuts.

En effet, si certaines réformes n'auront qu'un impact limité, plusieurs d'entre-elles seront suffisamment importantes pour améliorer très sensiblement la croissance économique chinoise pour plusieurs années.

Nous devrions donc assister au cours des prochains trimestres à une phase de réajustement des perspectives à long terme de l'économie chinoise et par conséquent de ses marchés boursiers.

L'accélération des PMI et une reprise de la production industrielle laissent déjà entrevoir une reprise cyclique en 2014

Avant l'annonce du président Xi Jinping, l'économie chinoise semblait déjà reprendre une dynamique haussière avec notamment une accélération de la production manufacturière et une reprise des exportations. La production industrielle progressait de +10.3% en octobre sur un an et les investissements dans le secteur manufacturier se renforçaient également. La production industrielle enregistrait ainsi sa troisième progression mensuelle supérieure à +10% (annualisée), ce qui constituait tout de même le meilleur résultat depuis la fin 2011.

PMI et production industrielle – Chine



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Du côté des exportations, la Chine retrouve une croissance positive de +5.6% en octobre après avoir stagné en septembre. La balance commerciale chinoise surprend donc aussi les analystes en octobre en enregistrant un excédent de 31.1 milliards de dollars contre 24.8 milliards attendu.

L'amélioration de la performance économique de la Chine au cours de ces derniers mois s'est pourtant produite alors que la conjoncture mondiale ne se renforçait que timidement aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. Par conséquent, nous pensons que l'accélération de la croissance dans les pays développés, qui est attendue pour 2014, devrait avoir un effet plus important encore sur l'économie chinoise qui, sans les réformes annoncées, aurait selon nous probablement bénéficié d'une reprise cyclique très nette en 2014.

Les réformes les plus importantes pour la croissance chinoise auront des effets cumulatifs à long terme

L'ampleur des réformes a surpris tous les observateurs, car les 60 mesures annoncées couvrent pratiquement tous les domaines importants de l'économie et du social.

La profondeur de ces réformes en fait certainement l'une des plus importantes de ces dernières décennies. En 1993, le 1^{er} Plénum fixait les principes de construction d'un système économique socialiste chinois fondé sur des entreprises modernes, le 2^{ème} Plénum cherchait à améliorer le fonctionnement du système, le 3^{ème} Plénum veut désormais réformer plus en profondeur en libéralisant progressivement certains domaines de l'économie.

Certaines réformes étaient largement anticipées comme celle concernant l'assouplissement des conditions posées aux familles pour échapper à la politique de l'enfant unique. Désormais, il suffira en effet qu'un seul des deux parents ait été un enfant unique pour que le couple ait le droit à un deuxième enfant. Cette mesure à elle seule devrait provoquer en 2014 près de 1 à 2 millions de nouvelles naissances et modifier les paramètres économiques des secteurs concernés par ce phénomène. Cette décision contribuera aussi à réduire à long terme le vieillissement de la population chinoise et améliorera les perspectives de croissance.

Mais c'est surtout la reconnaissance que les forces du marché devront jouer progressivement un rôle plus décisif dans l'allocation des ressources, l'organisation et le fonctionnement de l'économie chinoise qui marque profondément une nouvelle direction pour la Chine.

La réforme porte ainsi le sceau de la dérégulation et de la libéralisation de l'économie qui se dirigera de plus en plus vers une économie de marché.

L'un des points les plus importants de ces réformes est la dérégulation qui permettra au secteur privé d'investir dans des secteurs ou industries jusqu'à présent réservés au secteur public, à l'exception de certains domaines considérés comme faisant partie de la sécurité nationale.

Les secteurs comme la production d'énergie (pétrole, gaz, énergies alternatives), les transports, les télécommunications, le secteur bancaire, les services financiers et assurances, la santé et les services médicaux etc...pourraient rapidement être accessibles plus largement aux investisseurs privés sans approbation spécifique du gouvernement. Les SOE qui se taillent actuellement la part prédominante dans ces secteurs risqueront de voir leurs parts de marché diminuer avec cette nouvelle compétition, mais le résultat global devrait être une nette amélioration de l'efficacité économique. L'objectif visé est donc une meilleure allocation des ressources et une libéralisation des prix dans un grand nombre de domaines qui devraient profiter à l'ensemble de l'économie. Même si le secteur public restera déterminant, la compétition accrue du secteur privé améliorera certainement sa compétitivité et sa gestion.

La réforme des SOE (State Own Enterprises) débattue depuis plus d'une décennie a été introduite contre toute attente et fixe désormais un objectif de « payout ratio » de 30% pour les dividendes pour financer les dépenses de sécurité sociale, puisque désormais, l'objectif est de transférer les actions de ces SEO dans le fonds de la sécurité sociale. Aujourd'hui, les 113 plus grandes SEO contrôlées par le gouvernement ne distribuent qu'entre 5% et 20% de leurs bénéfices sous forme de dividendes. Le gouvernement a aussi décidé de fusionner les plans de prévoyance privé et public et de remonter l'âge de la retraite. A terme, l'adoption définitive de cette réforme devrait améliorer la visibilité à long terme et la pérennité du système social de prévoyance.

Le plan adopté prévoit également une ouverture plus large aux investisseurs internationaux, notamment par l'augmentation du taux de participation au capital.

Une partie de la réforme s'adresse aussi directement aux agriculteurs en modifiant une règle fondamentale : la propriété du terrain. Jusqu'à présent, les agriculteurs n'étaient pas propriétaires des terres qu'ils cultivaient, ils n'en avaient que le droit d'usage puisque la terre est encore la propriété du

gouvernement. La réforme suggère que les agriculteurs pourraient posséder, utiliser, bénéficier des fruits de leur terre et en transférer la propriété ou l'utiliser en garantie, sous certaines conditions. Cette réforme aux traits encore peu définis constituerait un changement majeur à plusieurs niveaux en dynamisant l'économie rurale. Le gouvernement accorderait aux agriculteurs des titres légaux prouvant leur droit d'utilisation du terrain (LRUs) et leur droit de transfert de propriété. Les agriculteurs pourraient tout d'abord réaliser un profit en vendant une partie de leur terre, ils pourraient investir en empruntant grâce aux terres gagées, mais ils pourraient aussi globalement développer leur consommation. La réforme de la propriété du terrain des agriculteurs sera sans doute un facteur clé de la transformation des relations entre les campagnes et les zones urbaines. Elle influencerait les projets de construction et les mouvements de population, les travailleurs des zones agricoles pourraient plus aisément se déplacer dans les zones urbaines.

La réforme du système social irait dans le même sens, car le gouvernement a annoncé vouloir transformer son système d'enregistrement des ménages connu sous le nom de système Hukou. Jusqu'à ce jour, les migrants quittant leurs régions pour s'installer dans les zones urbaines devaient renoncer à l'aide ou sécurité sociale. Les réformes prévues permettraient de conserver les droits et libéraliseraient le marché de l'emploi. C'est l'une des réformes majeures du plan qui permettra d'assouplir les conditions du marché du travail de plus en plus tendues, même si cette réforme n'empêchera pas certaines villes comme Pékin, Shanghai, Guangzhou ou Shenzhen de conserver des règles d'exception. Pour terminer ce survol des nouvelles mesures décidées par le gouvernement chinois, la réforme du système financier n'est pas la moindre, mais elle intervient à différents niveaux. Dans un premier temps, un système d'assurance et de dépôt de garantie devrait être mis sur pied en 2014 pour faciliter la création de banques privées par des investisseurs privés qualifiés. Les projets de fiscalité sur la propriété immobilière seront accélérés, l'introduction de la TVA à de nouveaux domaines augmentera la transparence budgétaire et le développement d'un nouveau marché obligataire pour le financement des collectivités publiques locales complètera avantageusement, avant de le remplacer, le mécanisme actuel de financement (LGFVs). Ce dernier développement sera particulièrement positif pour le secteur bancaire.

Le marché actions chinois devrait largement bénéficier des réformes annoncées

En résumé, les réformes annoncées devraient permettre une optimisation des ressources et une amélioration de l'efficacité du service public. Le développement d'un

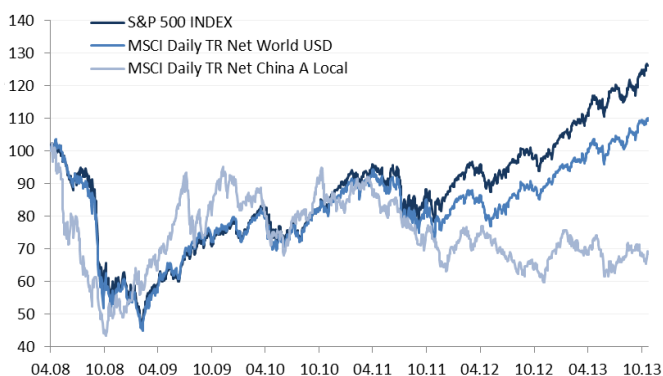
marché obligataire régional diminuera la pression sur les banques à l'origine du financement jusqu'à présent. Les nouvelles exigences de rentabilité des SEO et le transfert des titres dans le fonds de la sécurité sociale amélioreront la visibilité et la pérennité du système. La réforme de la propriété du terrain est un pas en avant décisif vers l'économie de marché. La réforme du Hukou est aussi déterminante pour la flexibilité de la main d'œuvre.

Globalement, les gains de croissance attendus grâce aux réformes décidées sont difficiles à estimer, mais nous considérons qu'elles pourraient provoquer entre +1% et +2% de croissance additionnelle par an jusqu'en 2020.

Le consensus actuel de croissance pour les prochaines années est d'environ +6.5%. La prise en compte progressive des effets positifs induits par les réformes décidées devrait permettre une révision des perspectives largement au-dessus du niveau actuel de +7.5%.

Nous estimons que la Chine pourrait en réalité surprendre les observateurs en enregistrant des taux de croissance à nouveau supérieurs à +8% au cours des prochaines années, notamment en raison de la reprise cyclique attendue avec la convergence des cycles économiques régionaux, mais également grâce aux effets positifs de ces réformes.

Performance des actions Chine, USA, Monde



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans ce contexte, les investisseurs devraient aussi réviser leurs attentes de croissance des bénéfices des sociétés chinoises, de moins de +10% aujourd'hui à +15% pour 2014 et 2015.

La valorisation actuelle du marché chinois de 8.5x les bénéfices nous semble dans ce cas extrêmement sévère. Une valorisation plus proche de 10x à 12x les bénéfices serait selon nous plus conforme à la situation économiques estimée pour 2014 et pour les années suivantes, à condition bien entendu que les réformes décidées soient réellement mises en œuvre dans les délais suggérés. Ces réformes réduisent les risques macroéconomiques et les incertitudes grâce à une vision et une stratégie claire des changements structurels à réaliser.

Le marché chinois des actions est donc selon nous très significativement sous-évalué dans ce contexte de réformes structurelles et devrait profiter au cours des prochains trimestres d'une phase de réévaluation des risques et des opportunités, qui soutiendra une progression des cours de +25% à +35% d'ici la fin de l'année 2015.

L'écart de performance entre le marché chinois et américain depuis 2008 est d'environ 60% !

Conclusion

Les réformes décidées sont ambitieuses et profondes. Elles marqueront un tournant significatif sur le plan économique et social en Chine, si elles sont menées à bien au cours des cinq prochaines années.

Dérégulation, libéralisation de l'économie, mobilité, réforme des SOE et dynamisation de l'économie rurale soutiendront notamment la reprise cyclique attendue dès 2014.

Le marché chinois est sous-évalué dans ce contexte et pourrait bénéficier d'une phase de « re-rating » significative. La revalorisation des perspectives de croissance des bénéfices pourrait produire une hausse de +30% d'ici 2015.

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 informatif 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 Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch