

Le PMI chinois de mai relance les incertitudes à court terme

Les résultats économiques décevants de ces derniers mois devraient s'améliorer au 2ème semestre. Profitez d'une faiblesse à court terme, les fondamentaux restent solides.

Points clés

- Tassement conjoncturel chinois en cours, les chiffres économiques au 1^{er} trimestre déçoivent les investisseurs
- PMI préliminaire de mai renforce les craintes d'un affaiblissement des perspectives économiques
- Le secteur manufacturier marque le pas, mais la consommation reste solide
- Balance commerciale à nouveau bénéficiaire
- Les prix de l'immobilier progressent malgré les mesures gouvernementales
- Malgré des fondamentaux solides, les actions chinoises sont délaissées au profit de marchés soutenus par un afflux de liquidités (QE, QQE)
- La prochaine fin du QE aux Etats-Unis contribuera au retour des investisseurs sur la Chine

La croissance chinoise et les chiffres économiques ont déçu les observateurs ces dernières semaines

La croissance chinoise au 1^{er} trimestre a déçu quelque peu les observateurs toujours plus exigeants avec le premier moteur de croissance du monde qu'avec les autres pays. Ainsi la croissance du PIB réel, attendue à +8% au 1^{er} trimestre aura finalement été plus faible qu'espéré en s'établissant à « seulement » +7.7%, soit légèrement en-dessous du résultat obtenu au 4^{ème} trimestre 2012.

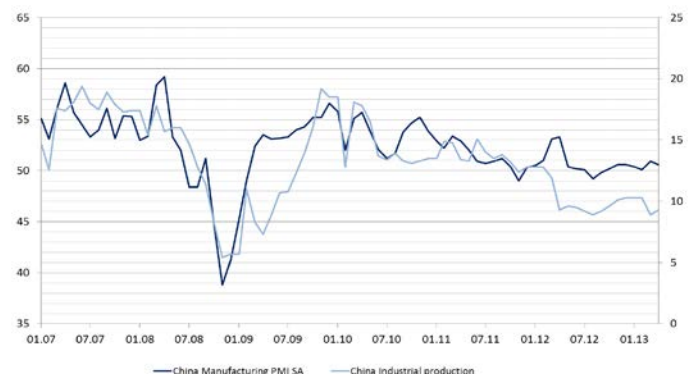
C'est en fait le taux de croissance trimestriel de +1.6% contre +2% attendus qui a surtout relancé les inquiétudes d'un affaiblissement conjoncturel en Chine au 1^{er} semestre 2013. Car dans le même temps, la production industrielle annuelle glissait de +9.9% à +9.5%, soit un peu moins que les +10% escomptés par la moyenne des économistes pour la fin mars.

Cette crainte de ralentissement était aussi entretenue par le glissement du PMI flash manufacturier de HSBC (Purchasing Manager Index) à 50.5 en avril. Un tassement de 1.1 point par rapport au PMI de mars, qui reste positif et indique toujours une situation de croissance, mais qui ne confirme toutefois pas le renforcement conjoncturel attendu. Le mouvement similaire observé sur le PMI des services (de 54.3 à 51.1) et sur le PMI non manufacturier (de 55.6 à 54.5) n'ont évidemment pas non plus rassuré les investisseurs, d'autant plus que les chiffres de production industrielle d'avril ont aussi été légèrement plus faibles (+9.4% contre +9.5%).

Le dernier PMI manufacturier préliminaire publié ce matin à 49.6, en-dessous du niveau de 50 pour la première fois depuis 7 mois, renforcera sans doute les craintes d'un affaiblissement de la croissance.

Les investissements en infrastructures ont pourtant avancé de +20.6%, un chiffre toujours impressionnant, mais en-dessous des attentes (21%). Probablement peu enclins à se concentrer sur les autres aspects positifs de la situation économique chinoise, les investisseurs ont donc encore considéré la remontée de l'inflation de mars à avril de +2.1% à +2.4% en glissement annuel, comme un signe de risque de resserrement monétaire de la part des autorités chinoises.

PMI chinois et production industrielle



Sources : Bloomberg, BBGI

Investissement immobiliers, infrastructure et industrie



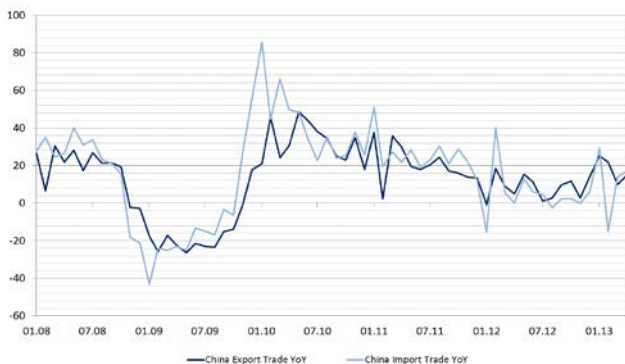
Sources : Bloomberg, BGI

Le secteur manufacturier marque le pas mais d'autres signes d'amélioration voient le jour

Au-delà des premières réactions de prises de profit et de relative déception, il est important de souligner que des éléments macro-économiques positifs enregistrés en avril et en mai pourraient laisser espérer quelques changements de tendance plus favorables.

La balance commerciale chinoise enregistrerait ainsi en avril un nouveau solde positif de +18.16 milliards de dollars après avoir connu une faiblesse passagère en mars (-0.88 milliard). Les exportations chinoises ont bondi de +14.7%, soit 5.5% de plus qu'attendu, tandis que les importations avançaient aussi de +16.8% contre une estimation de +13%. Une indication qui souligne que l'économie chinoise profite un peu plus de la reprise conjoncturelle américaine, mais aussi des cours favorables pour accumuler des matières premières.

Exportations et importations chinoises



Sources : Bloomberg, BGI

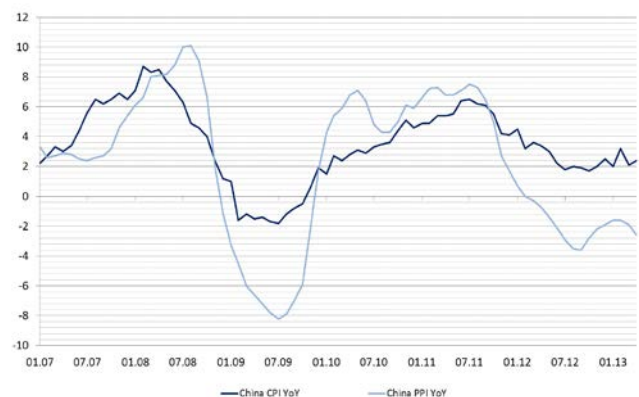
Du côté de l'inflation, si l'indice des prix était effectivement en hausse de +2.4%, les prix à la production enregistreraient une baisse de -2.6% et profiteraient ainsi un peu plus que prévu de la baisse des matières premières notamment.

Une inflation toujours inférieure à l'objectif annuel de +3.5% du gouvernement laisse pourtant de la marge au premier ministre Li Keqiang et augmente la probabilité d'une nouvelle baisse de taux d'intérêts.

La plupart des économistes projetaient une stabilité du taux directeur chinois à 6% en 2013, la surprise pourrait donc provenir d'une baisse de taux et d'un assouplissement des contraintes bancaires après le dernier flash PMI de 49.6 du 23 mai.

Si la baisse des prix à la production reflète en partie la baisse des cours de certaines matières premières, elle suggère aussi que l'économie chinoise n'exploite pas toutes ses capacités de production. Néanmoins, les risques de remontée de l'inflation subsistent et pourraient se faire sentir par une hausse des prix de l'énergie. Les prix du gaz pourraient tout d'abord être augmentés de près de 20% dans quelques grandes villes chinoises, alors que le gouverneur de la Banque populaire de Chine laisse toujours entendre que la mise en œuvre de réformes économiques urgentes est une priorité qui pourrait affecter négativement la croissance à court terme.

Evolution des prix à la consommation et production



Sources : Bloomberg, BGI

En ce qui concerne la consommation intérieure, la croissance des ventes de détail de +12.5% nous semble témoigner d'un climat toujours très favorable.

L'évolution des nouveaux prêts marque un peu le pas par rapport aux chiffres du mois précédent, mais ils s'établissent toutefois à un niveau plus élevé (792 milliards de yuans) qu'attendu (755 milliards). Parmi les signes positifs, notons également l'évolution très favorable des agrégats monétaires comme l'indicateur M2 en hausse de +16.2%.

La progression très sensible de ces deux types d'agrégats montre très certainement que la politique du gouvernement chinois est restée prudente face aux risques de ralentissement de l'économie chinoise. Une inflation

contenue a en effet permis de maintenir un soutien au crédit, qui devrait développer des effets positifs au 3^{ème} trimestre 2013.

La stratégie du gouvernement est donc claire, l'objectif de croissance annuelle de +7.5% est un peu plus bas mais il correspond aussi à l'objectif d'assurer une croissance de meilleure qualité.

On observe ainsi un certain changement d'attitude de la nouvelle direction élue en mars visant à réduire le rôle du gouvernement dans le pilotage de la croissance chinoise. Un commentaire récent du 1^{er} ministre Li rappelait que le gouvernement serait un peu plus hésitant à l'avenir à soutenir la croissance en cas de ralentissement, l'économie chinoise devant se préparer à fonctionner selon les lois du marché. Il y aura sans doute loin de la coupe aux lèvres, mais selon un communiqué du 15 mai, désormais 117 projets d'infrastructures n'auront plus besoin d'une approbation de l'agence de planification nationale pour être lancés, une nouvelle tendance plus libérale indiquant un changement de cap possible plus favorable aux investisseurs.

Ce changement de pratique devrait très nettement réduire les procédures administratives et accélérer la réalisation de projets. Les effets de telles mesures sur la vélocité de la croissance sont difficiles à estimer mais ils sont clairement positifs.

Rappelons encore que les aéroports chinois sont aujourd'hui au nombre de 183 et que ce chiffre devrait être porté à 260 d'ici 2020. La Chine devrait donc construire en huit ans 73 nouveaux aéroports, à un rythme de 10 par an.

La croissance économique chinoise pourrait donc être un peu meilleure au second trimestre 2013 en raison notamment d'une activité accrue dans le secteur des crédits. D'autant que désormais, les grands acteurs ont majoritairement réduit leurs prévisions de croissance pour tenir compte de ces derniers développements, les surprises pourraient donc plutôt être à la hausse.

La vision du nouveau gouvernement chinois

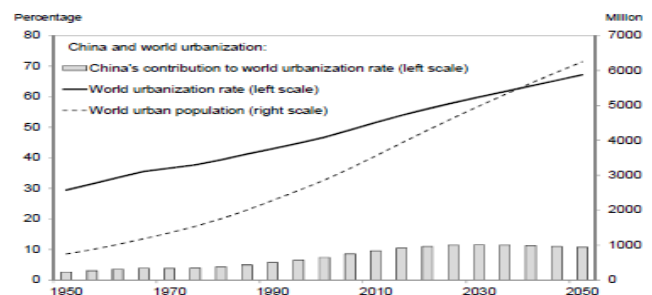
Le gouvernement chinois a aussi annoncé qu'il souhaitait développer un nouveau plan d'urbanisation qui serait accompagné de réformes importantes. Bien que les détails de cette nouvelle politique n'aient pas été dévoilés, les réformes étudiées devraient certainement

toucher aux politiques de développement du territoire, du logement et de la santé.

L'intérêt de ces réformes est aussi qu'elles se profilent à un moment où les investisseurs internationaux doutent parfois de la pérennité du modèle de développement chinois. Ces réformes pourraient pourtant parfaitement répondre à ces interrogations actuelles et rétablir la confiance des investisseurs dans les perspectives à long terme de l'économie chinoise.

La croissance chinoise de ces trente dernières années a été accompagnée d'une urbanisation rapide. La population urbaine a progressé de près de 20 millions par an, soit près d'un tiers de l'augmentation des populations urbaines sur le plan mondial. Le nouveau gouvernement chinois a identifié la question de l'urbanisation comme étant l'un des axes importants de son mandat. Le taux d'urbanisation de la Chine est désormais d'environ 50%. Les prévisions des Nations Unies indiquent une croissance estimée de la population de près de 200 millions d'individus dans les dix prochaines années, qui conduira à une urbanisation de près de 60%. La question démographique est donc cruciale, puisqu'elle est souvent évoquée comme raison principale à l'impossibilité pour la Chine de croître au même rythme que par le passé en raison de la raréfaction de la main-d'œuvre. Si aujourd'hui encore 30% de la main-d'œuvre se trouve dans les campagnes, il faut reconnaître que la création d'emploi non lié au secteur agricole dépend de l'industrialisation des processus de production agricole. Il existe donc toujours selon nous un surplus de main-d'œuvre à disposition du développement économique, mais c'est avant tout par une amélioration de la productivité que la Chine fera face au vieillissement de sa population.

Contribution de la Chine à l'urbanisation mondiale



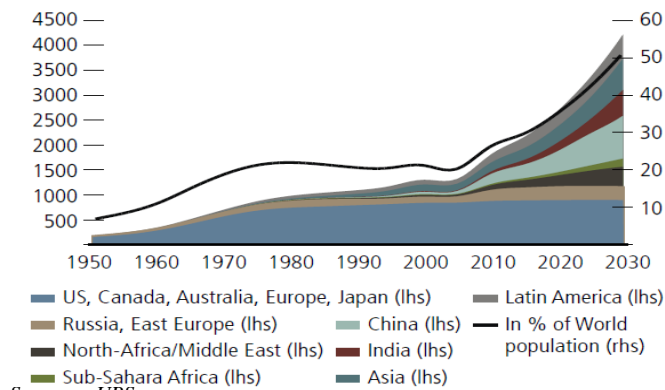
Note: Exhibits 1-4 are based on the United Nations Population data. There may be national differences in characteristics that distinguish urban from rural area.

Source: CEIC, United Nations Statistics.

Avec l'urbanisation rapide de ces dernières années, la Chine peut désormais compter sur une classe moyenne de plus en plus importante. A l'horizon 2020, cette dernière sera presque aussi importante que celle des Etats-Unis. La classe moyenne chinoise atteint déjà près de 35 millions de ménages et devrait donc passer à 70 millions en moins de dix ans. L'Asie représente 60% de la population mondiale mais seulement 10% de la consommation

globale. La Chine, avec son milliard trois cent millions d'habitants et le développement de sa classe moyenne, constitue donc le moteur principal de la croissance de la consommation en Asie. Depuis la crise financière, les efforts du gouvernement chinois pour transformer la nature de l'économie chinoise en augmentant le poids de la consommation dans le PIB passe naturellement par l'élargissement de sa classe moyenne et par le développement de son pouvoir d'achat.

Développement des classes moyennes (mios hab.)



L'immobilier en Chine

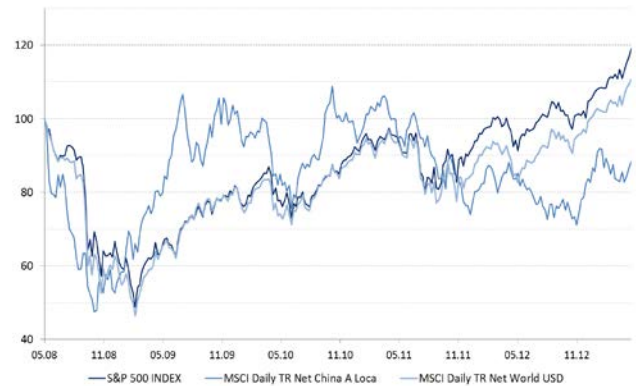
Les prix de l'immobilier ont encore progressé en Chine dans presque toutes les villes importantes du pays selon les derniers chiffres du National Bureau of Statistics. Malgré les nouvelles mesures imposées par le gouvernement et notamment les besoins en capital propre sur les maisons secondaires ainsi qu'une nouvelle taxe de 20% sur les plus-values immobilières à Pékin, les prix ont progressé de +14% en un an à Guangzhou et de +10% à Pékin. La hausse ralentit toutefois en comparaison mensuelle, il est donc tout à fait probable que les effets des mesures annoncées en mars ne soient pas encore complètement visibles.

Des fondamentaux peu reconnus depuis 2012

Malgré une déception relative, la croissance chinoise enregistrée depuis le début de la crise financière de 2007 a clairement été très largement supérieure à celle des grands marchés développés et en particulier celles des USA et de l'Europe en récession.

investisseurs, ce qui avait permis au marché actions chinois de surperformer les indices internationaux globaux et celui des Etats-Unis également.

Performance des actions (Chine, USA, Monde)



Sources : Bloomberg, BBGI

Depuis le développement des QE successifs aux Etats-Unis, les fondamentaux toujours positifs tant en termes absolus que relatifs du marché chinois ont finalement été relégués au second plan. Le marché américain a ainsi très largement bénéficié de cet effet de liquidités massives injectées par la Réserve fédérale dans le système financier qui a permis au SP500 de progresser de +32% dans un contexte économique finalement pas si flamboyant que cela. On observe à court terme le même phénomène sur le marché japonais des actions totalement dopé par le nouveau QE japonais. En comparaison, les doutes épisodiques sur la qualité et la pérennité à long terme du rythme de croissance chinoise semblent inappropriés. Avec une croissance attendue à +7.5% en 2013, le marché chinois nous semble clairement sous-évalué et devrait retrouver les faveurs des investisseurs au cours des prochaines semaines.

L'approche de la fin des mesures de QE aux Etats-Unis marquera sans doute un retour à la normale en matière d'analyse de facteurs fondamentaux. Les actions chinoises profiteront de cette normalisation et bénéficieront d'un afflux de nouveaux investissements en quête d'opportunités réelles, les actions chinoises restent par ailleurs en retrait de 10% YTD par rapport à l'indice SP500.

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