

La Chine atteindra une croissance de +6.5% du PIB en 2016

Indifférence au Brexit. Amélioration de la confiance des ménages et entreprises. Conditions monétaires positives. Stabilisation des flux de capitaux. Initiatives favorables au yuan.

Points clés

- La Chine est logiquement indifférente au Brexit
- Le PIB annualisé est estimé à +6.9%
- Pas d'emballlement sur les indicateurs avancés
- Relance du cycle immobilier
- Amélioration notable du sentiment des ménages et des entreprises
- Indice de surprises économiques en hausse
- Les exportations chinoises sont toujours très importantes en comparaison internationale
- Conditions monétaires favorables
- L'excédent commercial croît à nouveau
- Injections monétaires et cycle de crédit soutenu par la demande de financement immobilier
- Stabilisation des flux de capitaux
- Resserrement de l'écart entre yuan « offshore » et « onshore »

La Chine est logiquement indifférente au Brexit mais le yuan pourrait être affecté indirectement

Le marché chinois n'a que très peu réagi au référendum britannique et reste relativement indifférent à la situation en Europe. Les échanges avec la Grande-Bretagne sont relativement limités, les exportations chinoises à destination de la Grande-Bretagne ne représentent que 0.5% du PIB chinois. La Chine semble ainsi l'un des marchés actions les plus résistants aux risques engendrés par le Brexit. Les incertitudes qui ont provoqué une correction à court terme des marchés européens n'ont donc que très peu de chances d'affecter le marché actions chinois. Il n'en reste pas moins que la hausse du dollar, consécutive à la chute de la

livre et de l'euro, pourrait à nouveau menacer la stabilité du yuan.

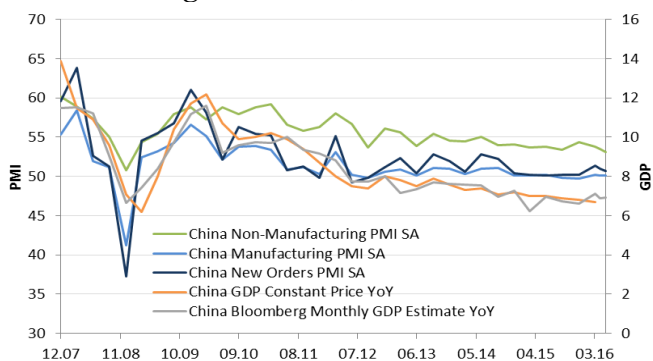
L'onde de choc du Brexit pourrait ainsi finalement toucher la Chine par une dépréciation du yuan contre le dollar. On se souvient que ce sont précisément les risques de dévaluation du yuan qui avaient provoqué les inquiétudes dans les marchés financiers en août 2015 et en partie en ce début d'année également. Le yuan n'est donc pas directement concerné et profite toujours de comptes courants positifs, mais une hausse du dollar dans un environnement incertain aurait certainement un effet sur la devise chinoise. La PBOC interviendra probablement dans cette éventualité pour maintenir le taux de change stable. La banque centrale avait plutôt réussi ces derniers mois à stabiliser le taux de change contre le dollar, ce qui avait d'ailleurs permis de réduire les flux de capitaux en dehors du pays. Nous reviendrons plus loin sur cette question.

Hausse du PIB estimée à +6.9%

L'économie chinoise semble toujours un peu plus en mesure de confirmer les meilleures perspectives de croissance attendues depuis les annonces du gouvernement visant à améliorer les conditions-cadre. Elle devrait croître de +6.5% en 2016. L'économie chinoise s'est en effet renforcée en mai, comme le suggèrent les hausses de +6% de la production industrielle et de +10% des ventes de détail. L'activité économique en Chine semble enfin indiquer un raffermissement de la conjoncture. L'indicateur Bloomberg estimant la croissance du PIB montre une progression probable de +6.9%, soit un niveau supérieur aux attentes du gouvernement de +6.5%. Les investissements dans les infrastructures ont progressé un peu moins qu'escompté, mais la hausse reste proche de +10% sur les cinq premiers mois de l'année. C'est avant tout le ralentissement des investissements dans le secteur minier – charbon en particulier – qui explique cette

déception, qui est le reflet cependant des excès de capacité en voie de diminution. Du côté des indicateurs avancés, le Caixin PMI composite reste un peu au-dessus de 50 (50.5) et la composante des services (51.2) est un peu plus solide que le segment manufacturier (49.2). Globalement, on assiste à une stabilisation des perspectives après l'amélioration du premier trimestre.

Bloomberg PIB tracker, PIB et PMI chinois



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Il y a quelques mois, les autorités avaient annoncé un train de mesures et de nouveaux investissements importants devant permettre d'atteindre l'objectif de +6.5% de croissance du PIB pour 2016. En acceptant de voir le déficit budgétaire s'accroître à 3%, les autorités ont à nouveau voulu rappeler que la Chine conservait une marge de manœuvre importante, en regard d'autres économies développées, pour se donner les moyens de sa politique et soutenir sa croissance domestique. L'activité reprend donc en Chine et les services soutiennent toujours plus l'économie que le secteur manufacturier.

Indicateur de surprises économiques - Chine



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les mesures de soutien à l'immobilier, à l'investissement, au crédit bancaire et même la relative stabilisation du yuan portent leurs fruits.

L'indicateur de surprises économiques montre une reprise assez nette depuis le mois de mars.

Relance du cycle immobilier

Les mesures prises par les autorités chinoises dans un effort de dynamiser le secteur immobilier semblent avoir des effets positifs. A l'avenir, les politiques fiscales plus souples devraient encore favoriser l'immobilier. Les prix de l'immobilier ont encore augmenté en mai dans la très grande majorité des principales villes du pays, aussi bien dans le secteur ancien que pour les nouvelles constructions. Ces développements devraient soutenir le sentiment plus positif, aidé par la baisse du minimum requis pour une acquisition, la réduction des taxes et des taux d'intérêts. Le risque d'inventaires encore parfois importants subsiste, mais nous estimons que le soutien gouvernemental est suffisant pour permettre une progression de +5% à +10% de l'activité en 2016. Le secteur immobilier est certainement en phase de reprise. Les ventes ont bondi depuis le début d'année et dépassent les niveaux des précédentes années.

Amélioration du sentiment des entreprises et des ménages chinois

La PBOC a publié son étude trimestrielle conduite auprès de 20'000 ménages, 5'000 entreprises et 3'100 banques sur la situation économique du pays. Le sentiment général semble s'être très nettement amélioré au cours des trois derniers mois. L'indicateur des entreprises montre la première progression depuis le 1^{er} trimestre 2014, une opinion certainement en relation avec la hausse de la profitabilité constatée. Les commandes des entreprises sont également en amélioration tant sur le plan domestique qu'international. Les profits des grandes entreprises ont légèrement décliné à +3.7% sur un an, un peu moins qu'en avril (+4.2%), le résultat semble-t-il d'une saisonnalité défavorable.

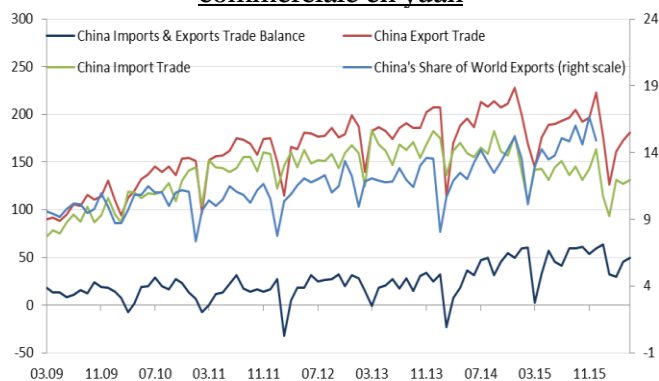
Les consommateurs sont eux un peu plus négatifs sur la situation présente, mais se montrent plus optimistes pour l'avenir. Les ventes de détail ont avancé de +10.2% comme celles des véhicules après le ralentissement du début d'année. La chute des marchés actions retient encore un peu l'optimisme, mais les ménages se déclarent plus enclins à consommer qu'à investir. Une exception à ce dernier point, la proportion de ceux-ci se déclarant prêts à acheter un bien immobilier est à nouveau au plus haut depuis 2013.

La transition du modèle se poursuit et l'excédent commercial s'accroît

La transition du modèle chinois se poursuit et si les doutes persisteront, sans doute à juste titre, sur le rythme de cette transition, il faut relever tout de même que la transformation du modèle chinois, tourné vers les

exportations et donc dépendant de la demande occidentale en particulier, sera facilitée par une relance économique mondiale. Les exportations chinoises se sont stabilisées en mai, tandis que les importations montraient une demande intérieure un peu plus active. La proportion des exportations chinoises au total des exportations mondiales reste proche de 16%, une indication que la compétitivité n'est pas en déclin.

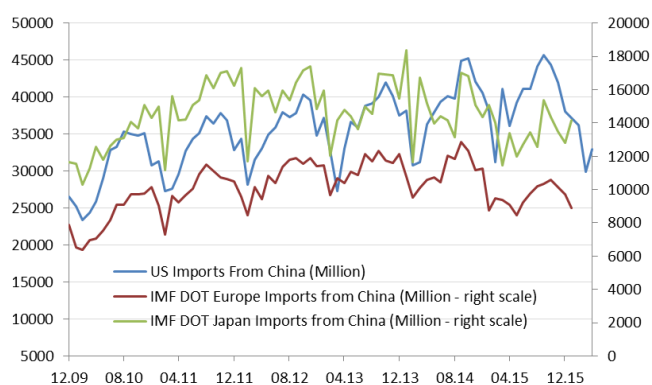
Part des exportations chinoises au commerce mondial, importations, exportations et balance commerciale en yuan



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Globalement, l'excédent commercial dépasse à nouveau 324 milliards de yuan en mai. Les importations en yuan (847.1 milliards yuan) avançaient de +5.1%, un peu plus rapidement que les exportations (1'171.9 milliards yuan) en hausse de +1.2% en yuan.

Importations de Chine aux US- Europe-Japon



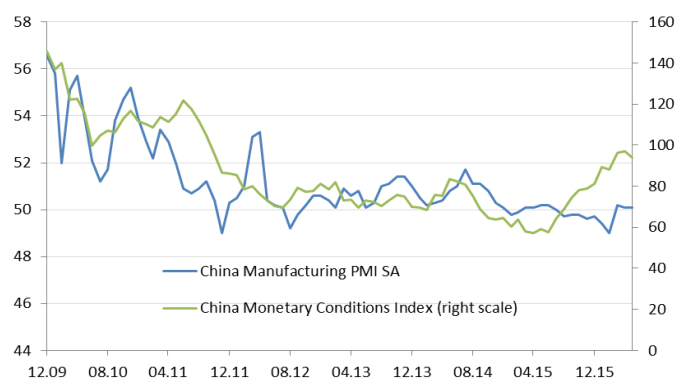
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Injections monétaires et cycle de crédit

La PBOC a injecté des liquidités en mai dans le secteur financier. La progression de +11.8% de la masse monétaire M2 est pourtant la plus faible des douze derniers mois. La mesure favorite de la banque centrale chinoise (« Total Social Financing ») a également progressé de +12.6% pour atteindre 146 trillions de yuan. Ce sont les prêts aux ménages, essentiellement

sous la forme de crédits hypothécaires, qui ont le plus contribué à la hausse des prêts bancaires. L'activité gouvernementale est restée solide avec environ 700 milliards de yuan de nouvelles émissions obligataires. La croissance du crédit semble être encore très dynamique, ce qui laisse envisager un effet positif sur l'économie avec les retards traditionnellement observés. Il est possible que les emprunts gouvernementaux aient été avancés en première partie d'année pour optimiser leurs effets, et une diminution des nouvelles émissions pourrait se concrétiser au second semestre. Globalement, la politique monétaire est restée souple avec des taux d'intérêt toujours très bas, sans que de nouvelles actions décisives ne soient intervenues depuis la baisse des ratios de réserve requis pour les banques (RRR). Le flux relativement positif d'informations économiques des dernières semaines n'appelle pas de réaction supplémentaire immédiate de la PBOC. L'évolution de la croissance du crédit devrait donc être plus modérée ces prochains mois. L'indice des conditions monétaires de la Chine devrait maintenir sa tendance positive enclenchée en juin 2015.

Indice des conditions monétaires de la Chine



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les taux d'intérêt à long terme en yuan du gouvernement chinois ont aussi à nouveau décliné en juin après une tendance passagère à la hausse et se situent désormais à 2.86%, soit exactement sur le niveau constaté le 31 décembre 2015. Le contexte est pourtant un peu plus tendu pour les obligations d'entreprises « non investment grade ». Alors que le segment « investment grade » est aussi stable depuis le début de l'année (3.5% à cinq ans), les rendements des obligations BBB ont progressé de 14% à 15.5%.

Stabilisation des flux de capitaux et du yuan

Les flux de capitaux en dehors de la Chine se sont enfin stabilisés depuis deux mois après avoir été relativement significatifs entre le troisième trimestre 2015 et le premier trimestre 2016. Pendant cette période, les flux nets de capitaux ont été négatifs à hauteur d'environ 200 milliards de dollars par trimestre avant de chuter probablement ce

trimestre à moins de 75 milliards de dollars. La hausse récente du dollar pourrait relancer les risques de fuites de capitaux, mais sans cela, la situation semble désormais sous contrôle.

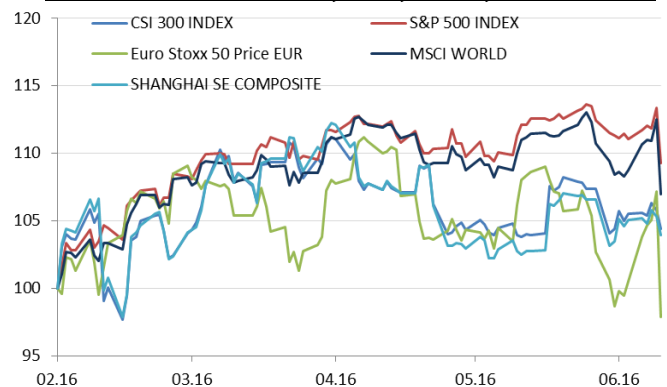
Les sociétés chinoises ont certainement diminué leurs remboursements d'emprunts en devises, alors que les craintes de dévaluation du yuan se faisaient moins vives. Les autorités chinoises sont également moins préoccupées qu'il y a quelques mois et ont annoncé quelques nouvelles mesures concernant le marché des changes. Le 15 juin, les régulateurs annonçaient qu'ils faciliteraient les transactions en yuan notamment pour les détenteurs de dollars « onshore ». L'agence SAFE, en charge de l'administration du taux de change (« State Administration of Foreign Exchange »), indiquait qu'elle abolirait la limite de temps pour la conversion en yuan de devises correspondant à des revenus de comptes de capitaux à l'étranger ou liés à une dette en devises. Les fonds obtenus de l'étranger se monteraient à 139 milliards de dollars sur six mois et à environ 23 milliards de flux de capitaux liés à la dette externe. Les sociétés pourront désormais librement décider du moment de la conversion en yuan de ces montants. La PBOC est également en discussion avec les banques domestiques pour mettre sur pied la possibilité d'agir sur le marché « offshore » des devises, de manière ordonnée et à grande échelle. Cela pourrait prendre la forme d'une ouverture du marché « offshore » aux grandes institutions bancaires, ou à celles nécessitant des transactions spéciales ou encore un système de quotas. Si ces discussions aboutissent, l'un des effets majeurs serait la disparition du « spread » entre le yuan « onshore » et « offshore ». Un tel développement serait également cohérent avec l'introduction du yuan dans les DTS (Droits de tirage spéciaux) du FMI. Clairement, le marché du yuan international s'en trouverait totalement bouleversé. Il refléterait alors plus fidèlement la valeur de la monnaie chinoise en autorisant les banques domestiques à agir sur sa valeur plus librement. Plus important encore, l'instabilité du marché observée en 2015 et début 2016 devrait être limitée par l'action stabilisatrice des banques commerciales chinoises.

On devrait prochainement assister à un resserrement de l'écart entre le yuan « offshore » CNY et le yuan « onshore » CNH.

Faible corrélation des actions chinoises qui résistent au Brexit

En ce qui concerne les actions, la baisse du yuan a été l'un des facteurs ayant déclenché le processus de vente en 2015. Les craintes de dévaluations compétitives du yuan sont infondées et les pressions vendeuses s'apaisent. Les valeurs chinoises n'ont pratiquement pas réagi à l'annonce du référendum au Royaume-Uni, mais leur performance boursière était sans nul doute en retard. Malgré des conditions monétaires plus favorables, une nette relance est difficile à espérer en Chine aussi longtemps que la demande extérieure ne redémarre pas significativement.

Marché actions CSI300, SPX, SX5E, MSCI World



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les dépenses de recherche et de développement sont élevées en comparaison internationale, le modèle chinois favorise toujours plus l'innovation. Parmi les secteurs les mieux positionnés se trouvent la technologie, internet et les énergies alternatives. Globalement, les titres chinois se traitent à 12x les bénéfices 2016 et nous semblent à nouveau pouvoir bénéficier du retour des investisseurs lorsque le climat boursier sera un peu plus constructif.

Conclusion

Les mesures gouvernementales seront efficaces. Les indicateurs avancés sont positifs. Amélioration de la confiance. La compétitivité chinoise reste élevée. Conditions monétaires et budgétaires favorables. Hausse probable des actions 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 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