

MARKET INSIGHTS

Décembre 2009
Chine

Chine – la reprise est toujours en marche

- *La publication des données du PIB de la Chine au 3ème trimestre et de diverses statistiques pour octobre, notamment la production industrielle et les ventes de détail, ont donné lieu à des débats animés. Certains estiment que la croissance chinoise continuera à être soutenue par le gouvernement, grâce à sa situation budgétaire solide. Pour d'autres, la Chine connaît une bulle alimentée par le crédit qui se dégonflera prochainement.*
- *L'objectif de cet article est d'expliquer pourquoi nous restons optimistes à l'égard de la Chine sur le long terme mais aussi de répondre à certaines questions que se posent les investisseurs, par exemple sur l'état de santé des banques chinoises et la probabilité de la formation d'une bulle immobilière.*
- *Enfin, nous évoquerons certains des autres risques et défis auxquels la Chine devra faire face ces prochaines années.*

Quelles perspectives pour 2010 ?

En 2009, le principal moteur de croissance a été le plan de relance massif de 4 000 milliards RMB (580 milliards USD) annoncé l'an dernier. Pour 2010, les effets de ce plan devraient être moins prononcés et le rythme de progression devrait être plus faible que cette année. Cependant, cette atténuation sera en partie compensée par une augmentation de la contribution des exportations au PIB. Si nous ne tablons pas sur un redressement sensible des exportations, l'important est la variation en pourcentage et non pas le chiffre en valeur absolue. Cette année, les exportations nettes ont amputé la croissance du PIB de 4,0 %. En 2010, elles devraient contribuer au PIB à hauteur de 0 à 0,5 %.

Lors de l'annonce des chiffres du PIB pour le 3ème trimestre, le porte-parole du Bureau National des Statistiques a indiqué que Pékin continuerait à « mettre l'accent sur une politiques budgétaire proactive et une politique monétaire modérément accommodante » et que « la situation de l'économie nationale était globalement satisfaisante ». Il a ainsi suggéré que les autorités ne devraient pas procéder à un relèvement marqué des taux à court terme.

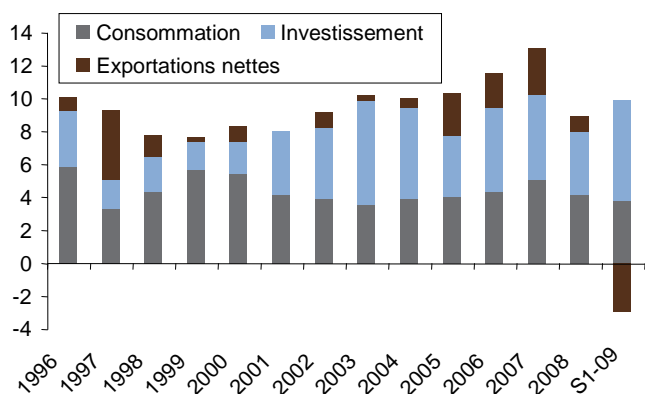
Dans de récentes analyses et déclarations, le Conseil d'Etat a par ailleurs annoncé que le gouvernement s'emploierait à gérer les anticipations d'inflation, tout en maintenant une croissance économique stable. Ainsi, les politiques monétaire et du crédit ne seront peut-être pas aussi expansionnistes qu'auparavant.

En 2010, le gouvernement pourrait également s'attaquer à plusieurs réformes qu'il avait laissées de côté ces dernières années, par exemple la mise en place d'un système de retraite, l'ajustement des prix des services publics (électricité, gaz et eau) et le renforcement éventuel de l'ouverture du secteur des services.

L'inflation, un problème pour l'avenir ?

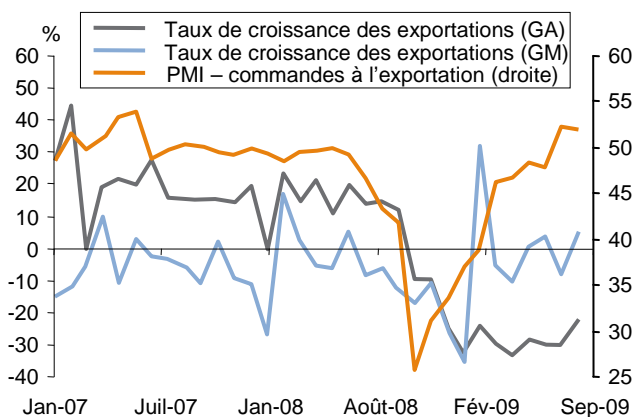
L'inflation a atteint un point d'inflexion et la tendance s'est retournée à la hausse, mais la progression sera probablement graduelle. La Banque Populaire de Chine (PBoC) ne devrait pas s'inquiéter tant que l'indice des prix à la consommation (IPC) reste inférieur au seuil de 3-4 %. Une inflation générale négative, couplée à un rythme plus normal d'expansion du crédit intérieur, limite le risque d'un resserrement à court terme. Le premier relèvement des taux par la PBoC pourrait ne pas se produire avant le 2ème trimestre 2010, même si la Banque centrale pourrait intervenir avant la Fed.

Croissance du PIB par composante



Source : CEIC, juillet 2009

Une reprise des exportations hésitante



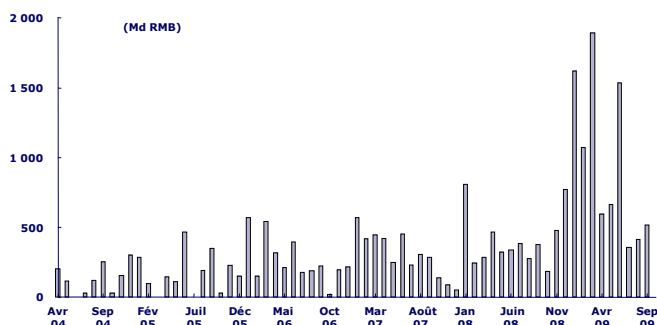
Source : CLSA 'Strong China lending & export numbers' 14 octobre 2009.

A fin septembre 2009, la Chine était toujours en déflation sur une base annuelle : l'IPC s'est établi à -0,8 % en septembre, contre -1,2 % en août. L'inflation est toutefois devenue positive sur une base mensuelle, en progression de 0,4 % en septembre après + 0,5 % en août. Les prix alimentaires ont été la cause première de la poussée d'inflation en 2004-2006. Actuellement, ils sont assez bas, et ont augmenté de 1,5 % en glissement mensuel en septembre après + 0,5 % en août. Dans un contexte de poursuite de la politique monétaire expansionniste, l'inflation devrait lentement remonter.

Quel est l'état de santé des banques chinoises ?

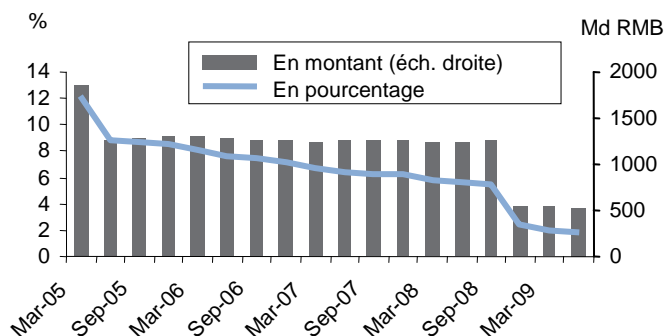
En plus du plan de relance budgétaire, le gouvernement a pris une autre initiative importante en supprimant les mécanismes d'encadrement du crédit mis en place en 2007. Il a ainsi indiqué clairement que la Chine ne connaîtrait pas de crise bancaire ou du crédit et que le système bancaire était efficacement soutenu. Il en a résulté une explosion des prêts : au 1er semestre 2009, les banques ont octroyé pour 7 370 milliards RMB (1 000 milliards USD) de nouveaux prêts, soit 150 % du total prêté en 2008. Depuis juillet, le gouvernement a réduit le montant des nouveaux crédits bancaires accordés chaque mois en suspendant l'escompte des effets de commerce. Ce dispositif, considéré comme une solution pour relancer le crédit en début d'année, représentait un quart du total des nouveaux prêts. Malgré le ralentissement du crédit, les liquidités restent abondantes. L'épargne des ménages a progressé de 26 % en glissement annuel en juillet, à 24 900 milliards RMB (3 600 milliards USD), et celle des entreprises de 32 % à 19 690 milliards RMB (2 900 milliards USD).

Les nouveaux crédits ne sont plus excessifs



Source :CEIC, septembre 2009.

Baisse des créances douteuses



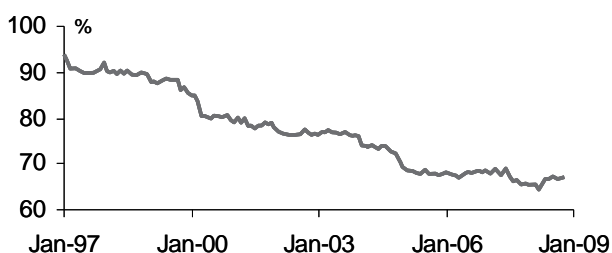
Source :CEIC, septembre 2009.

Une question récurrente concerne l'essor des crédits en 2009 et l'éventualité qu'il donne lieu à des créances douteuses à l'avenir. Nous tablons sur une hausse très modérée des créances douteuses. Les crédits bancaires ont principalement été octroyés aux autorités locales pour des projets d'infrastructures et à des entreprises publiques. Au 1er semestre 2009, 42 % des prêts ont été destinés à des projets liés aux infrastructures. Les taux de défaut devraient donc être raisonnables.

La Commission chinoise de réglementation bancaire (CBRC) a évité le piège d'un assouplissement de la surveillance et des modalités de provisionnement en période d'expansion. Sa priorité est d'éviter la formation de bulles. Elle a pris des mesures pour faire face aux risques liés à la croissance des prêts au 1er semestre. Le mois dernier, elle a relevé à 150 % le taux de couverture des provisions pour les banques, fait pression sur les établissements pour qu'ils lèvent des capitaux et durci la définition des fonds propres complémentaires (*Tier 2*). Les banques chinoises détiennent des liquidités abondantes et possèdent une assise financière solide. Le ratio prêts / dépôts est faible (70 %) et a diminué ces dix dernières années.

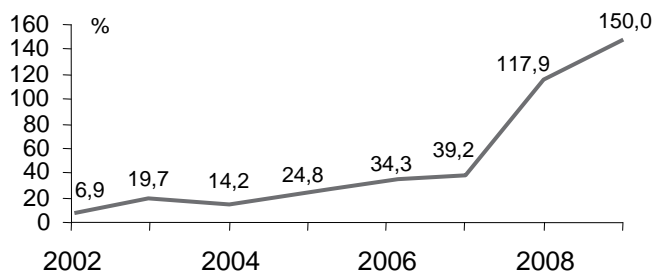
Après la restructuration du secteur bancaire début 2000 (l'Etat a pris en charge les créances douteuses des banques avant l'introduction en Bourse), le premier test a eu lieu en 2007-2008 sur fond d'essor des marchés actions et immobilier. La PBoC et la CBRC ont adopté une réglementation protectrice en réduisant la liquidité et en renforçant l'encadrement du crédit. Les banques ont été résistantes, avec un niveau de créances douteuses assez stable. La qualité des prêts a augmenté, le taux de créances douteuses étant aujourd'hui inférieur à 2 %, de même que le taux de couverture des provisions des grandes banques commerciales (118 % fin 2008 et 150 % fin 2009). Le régulateur pousse les banques à consolider leur bilan afin d'arriver à un ratio de fonds propres durs de 7-8 % et à un ratio d'adéquation des fonds propres de 10 %.

Recul du ratio prêts / dépôts



Source : CEIC, janvier 2009.

Le provisionnement doit atteindre 150 % en 2009



Source : CEIC, janvier 2009.

Le marché immobilier

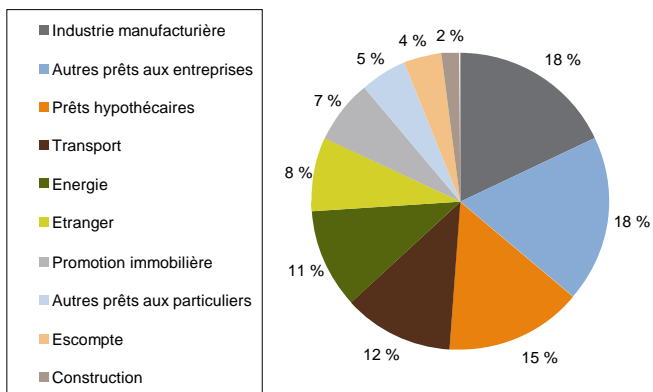
La progression de 152 % des ventes immobilières sur l'année écoulée pourrait faire croire à la formation d'une bulle. Cela n'est toutefois pas véritablement le cas. Fin 2007, préoccupé par une hausse rapide des prix des logements (ainsi que par un rebond des marchés actions), le gouvernement chinois a délibérément freiné la croissance du marché immobilier. En quelques semaines, les transactions se sont interrompues et les prix ont commencé à chuter. Le marché est resté fragile jusqu'à fin 2008, au moment où le gouvernement a inversé la tendance en adoptant de nouvelles mesures, dont une réduction des taxes, commissions et taux hypothécaires, afin de stimuler les achats de logements.

La croissance extrêmement rapide des ventes immobilières s'explique par deux facteurs : une base de comparaison très faible et la concrétisation de la demande latente de logements après une année marquée par des transactions quasi inexistantes. Le volume des ventes s'est envolé de plus de 100 % en glissement annuel sur les premiers mois de 2009. Si cette tendance s'était poursuivie, nous nous en serions inquiétés mais des statistiques plus récentes montrent que le volume des transactions est retombé à un niveau plus raisonnable. Les prix immobiliers viennent de devenir positifs à l'échelle nationale et les niveaux d'accessibilité à la propriété demeurent attractifs dans la majorité des villes chinoises.

L'économie et le système bancaire chinois devraient être bien armés pour faire face à une correction brutale du marché immobilier, compte tenu du faible niveau de levier. En Chine, pratiquement aucun prêt hypothécaire n'est irrécouvrable (*underwater*), les propriétaires vivent toujours en majorité dans l'appartement qu'ils ont reçu de la part du gouvernement pour un prix modique il y a dix ans (soit le plus important transfert ponctuel de richesse de l'histoire du pays). Nous estimons que seul un quart des propriétaires issus des classes moyennes remboursent un prêt hypothécaire.

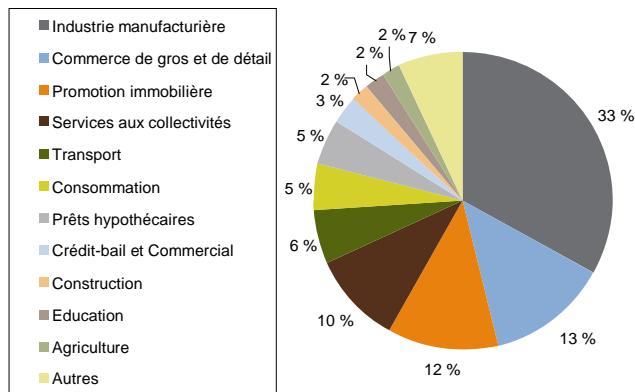
La part des prêts hypothécaires dans le total des crédits bancaires pour le secteur a très légèrement augmenté, de 9,5 % en 2005 à 10,0 % en 2008. La proportion de crédits immobiliers et de prêts hypothécaires contractés auprès des trois grandes banques publiques cotées (BOC, CCB et ICBC) est supérieure de 1-4 % à la moyenne du secteur mais reste raisonnable. Son marché hypothécaire étant relativement récent, la Chine n'a pas créé de dérivés de crédit ni de marché de la titrisation hypothécaire, ce qui l'a protégée des risques asymétriques et d'un endettement excessif.

Ventilation des prêts des trois grandes entités publiques cotées en 2008



Source : Rapports des entreprises, CLSA, décembre 2008.

Ventilation des créances douteuses des banques commerciales chinoises en 2008



Source : Rapports des entreprises, CLSA, décembre 2008.

Une bulle est-elle en train de se former ?

Si une bulle se définit par une valorisation excessive portée par un endettement non soutenable, alors nous n'observons pas de bulle actuellement, ni sur le marché immobilier ni sur les marchés actions. Nous avons demandé à Shumin Huang, gérante du fonds JPMorgan Funds - JF China Fund, si une bulle était en train de se former sur les marchés chinois. Selon elle, ce n'est pas le cas pour les raisons suivantes : (i) le ratio cours/bénéfices du marché est inférieur à la moyenne de long terme ; (ii) les prix des logements à l'échelle nationale viennent seulement de devenir positifs, en progression de 2,8 % en septembre par rapport à l'année précédente (même si quelques villes sont à la traîne) ; (iii) les prêts aux ménages sont relativement limités, moins de la moitié des propriétaires contractant des prêts hypothécaires ; et (iv) les crédits bancaires nettement plus nombreux ont pour l'essentiel été destinés à des projets d'infrastructures. Elle a précisé que, malgré l'absence de formation d'une bulle pour le moment, il fallait rester vigilant en cas d'évolution rapide de la situation.

Les défis de la Chine pour les prochaines années

L'un des défis majeurs pour la Chine ces prochaines années consistera à rééquilibrer son économie, en privilégiant la consommation (des ménages en particulier) plutôt que l'investissement (public notamment). Les déclarations du Premier ministre Wen Jiabao en 2007 conservent toute leur pertinence : « Le principal problème de l'économie chinoise tient toujours aux déséquilibres structurels : le développement économique n'est pas stable, équilibré ou harmonieux et durable ».

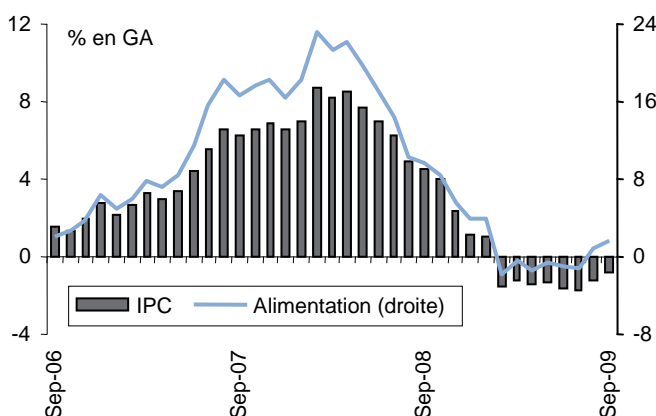
Les aspects politiques deviendront de plus en plus problématiques, surtout en matière économique, durant les prochaines années. 2012 sera marquée par la transition vers la cinquième génération de dirigeants puisque le mandat du gouvernement au pouvoir du Président Hu Jintao et du Premier ministre Wen Jiabao touche à sa fin. L'héritage du Président et du Premier ministre et leur influence dans le prochain gouvernement seront évalués en fonction des performances économiques du pays ces prochaines années.

Risques

Toute analyse sur la Chine se doit de prendre en compte les risques et les opportunités.

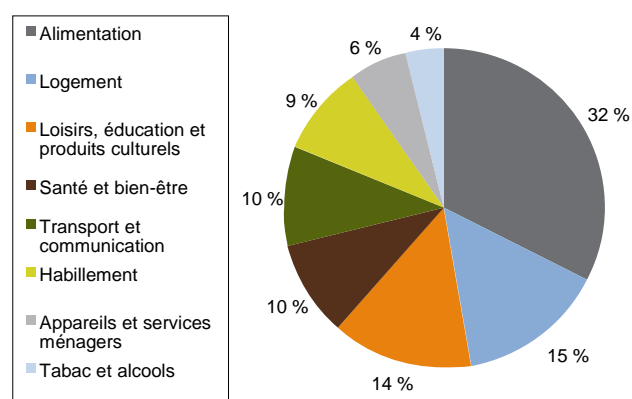
Inflation – La Chine passera d'une période de déflation à une phase d'inflation l'an prochain. L'alimentation sera le principal poste à surveiller. Actuellement, l'inflation mesurée par l'IPC alimentaire est faible et en recul par rapport au pic de 23 % enregistré en février 2008. Compte tenu du chômage élevé et des capacités excédentaires importantes, une inflation forte est très peu probable en 2010. L'inflation mesurée par l'IPC ne devrait pas dépasser 4 % en Chine l'année prochaine, dans la mesure où les surcapacités limiteront l'augmentation des prix des biens manufacturés.

La hausse de l'IPC et des prix alimentaires est faible



Source : Bureau national des statistiques de Chine, septembre 2009.

Indice des prix à la consommation



Source : Bureau national des statistiques de Chine, décembre 2008.

Devise – Nous pensons que le renminbi restera stable face au dollar américain jusqu'à la mi-2010. La probabilité d'une forte dévaluation est très faible car les effets positifs pour les exportateurs seraient neutralisés par les effets négatifs pour le gouvernement américain. La Chine renouera avec la politique adoptée en 2005, reconnaissant qu'une appréciation progressive du renminbi face au billet vert était dans son intérêt. Elle n'a jamais renoncé à cette politique mais sa mise en œuvre a été suspendue l'an dernier sur fond de ralentissement économique et d'effondrement des exportations. Pékin cherche selon nous une occasion de poursuivre l'application de cette politique. D'ici à la mi-2010, lorsque la croissance du PIB se sera stabilisée à environ 8-9 % et que les exportations se seront redressées, le renminbi recommencera à s'apprécier progressivement à hauteur de 3-5 % par an.

Protectionnisme – L'augmentation du nombre de procès anti-dumping intentés par les Etats-Unis contre la Chine a fait craindre que Washington déclenche une guerre commerciale avec Pékin. Cette augmentation correspond davantage à une réaction en chaîne, tout « succès » incitant d'autres associations professionnelles à se tourner vers la justice. Si ces affaires occupent l'espace médiatique, la réalité est qu'elles ne sont pas si importantes. Le dernier procès anti-dumping portant sur les tuyaux en acier représente environ 1 % des exportations chinoises vers les Etats-Unis. Le risque est qu'un petit nombre de ces procès d'ampleur limitée laisse place à un déferlement d'affaires, qui impacterait à terme les échanges bilatéraux.

Risques politiques – Le calendrier de la stratégie de sortie du gouvernement sera déterminant. S'il attend trop pour commencer à supprimer les mesures de relance, cela pourrait donner lieu à une surchauffe. A l'inverse, en cas d'abandon prématuré, la Chine pourrait renouer avec une croissance molle. L'autre crainte porte sur la mise en œuvre des mesures gouvernementales. A titre d'exemple, les banques pourraient s'abstenir de suivre les recommandations officielles sur la croissance des prêts ou les entreprises publiques pourraient refuser de freiner leurs dépenses.

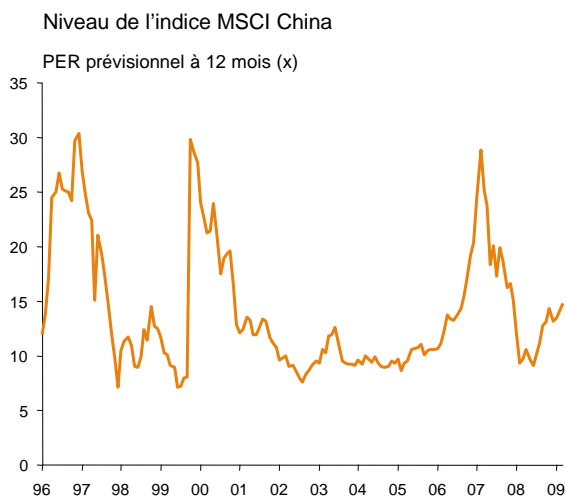
Valorisations

L'indice MSCI China affiche un ratio cours / bénéfice (PER) estimé de 14 pour 2010 sur la base d'une croissance du bénéfice par action (BPA) de 15 % pour 2009 et de 21 % pour 2010 d'après le consensus. Ces chiffres sont à comparer à ceux du CSI 300 (Shanghai Composite Index – A share), qui affiche un PER estimé de 20 pour 2010 sur la base d'une croissance du BPA de 20 % pour 2009 et de 26 % pour 2010E. La Chine est en outre repartie à la hausse en termes de ratio cours / valeur comptable. En effet, l'indice MSCI China a atteint un plus bas de 1,4 fin février et se traite actuellement suivant un ratio cours / valeur comptable de 2,4. La Chine demeure un marché attractif sur lequel les valorisations ne sont pas tendues, sachant que les taux d'intérêt se situent à un plus bas depuis plusieurs années et que les pouvoirs publics restreignent la liquidité.

Points clés

- La Chine demeure une véritable opportunité d'investissement sur le long terme, soutenue par des prévisions de croissance économique forte pour les prochaines années.
- Nous ne voyons pas de menace inflationniste à court terme. Le rythme de progression devrait être modéré, bien que les prix de l'alimentaire pourraient rester volatils.
- Les banques chinoises bénéficient dans leur ensemble de ratios financiers sains, tandis que la majeure partie des crédits octroyés ont concerné des projets d'infrastructures.
- Les créances douteuses devraient augmenter, mais de manière modérée.
- Les ventes de biens immobiliers ont connu un essor remarquable cette année, mais les prix des logements ne sont revenus en territoire positif que récemment et restent abordables.
- Les valorisations des actions semblent raisonnables au vu du faible niveau des taux d'intérêt et de la politique des autorités consistant à restreindre la liquidité.

PER prévisionnel à 12 mois



Sources : CLSA Asia Pacific Markets, MSCI, Worldscope, septembre 2009.

Ratio cours / valeur comptable



Sources : CLSA Asia Pacific Markets, MSCI, Worldscope, septembre 2009.

Pour de plus amples informations, veuillez contacter votre interlocuteur habituel chez J.P. Morgan Asset Management.

DOCUMENT RESERVE A UN PUBLIC AVERTI

Les informations contenues dans ce document ont été puisées à des sources considérées comme fiables. J.P. Morgan Asset Management ne peut cependant en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Toutes prévisions ou opinions exprimées nous sont propres à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Ce document ne constitue pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements. Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne doit pas être considéré comme suffisant pour prendre une décision d'investissement. Les marchés émergents présentent un degré de volatilité et donc de risque supérieur.

Emis par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris, au capital social de 10.000.000 euros inscrite au RCS de Paris n°492 956 693.

J.P. Morgan Asset Management est une marque de distribution d'OPCVM agréés ou autorisés à la commercialisation en France par l'AMF.