

## Chine : les aléas du changement de modèle



**Jean-Marie MERCADAL**  
CEO  
SYNCICAP AM

**Xinghang LI**  
Managing Director  
SYNCICAP AM

***L'actualité économique et financière chinoise a été marquée par plusieurs annonces importantes ces dernières semaines. Il est important de bien les analyser pour essayer de comprendre comment le pays se situe dans son chemin vers le nouveau modèle de croissance qu'il a choisi.***

La Chine reste au cœur des préoccupations politiques et économiques mondiales, comme l'illustrent le récent voyage de 3 jours en Chine du Chancelier allemand Olaf Scholz et la venue pour 4 jours du secrétaire d'État américain Anthony Blinker. Néanmoins, la Chine n'est actuellement pas au centre des préoccupations des investisseurs occidentaux, focalisés sur la politique monétaire américaine et la situation géopolitique tendue en Ukraine et au Proche-Orient. Il est vrai que le changement de modèle choisi il y a 3 ans a refroidi les investisseurs. L'annonce de la « prospérité commune » a engendré de nombreux changements réglementaires, un éclatement de la bulle immobilière et une chute de près de 50 % de la bourse depuis 2021... Les nombreux événements de ces dernières semaines nous donnent l'occasion de faire le point sur le cheminement vers ce nouveau modèle.

### **LA CROISSANCE CHINOISE A DÉPASSÉ LES ATTENTES**

Le 1<sup>er</sup> trimestre 2024 a été meilleur que prévu avec une croissance annualisée de +5,3 %, contre un consensus initial de l'ordre de 4,6 %. Cela donne de la crédibilité à l'objectif de 5,0 % annoncé par le gouvernement pour 2024.

L'activité industrielle reste solide dans l'ensemble. L'investissement, en hausse de 4,5 % sur le 1<sup>er</sup> trimestre en rythme annuel, a été soutenu notamment par les dépenses publiques. La Chine veut accélérer ses investissements dans les industries de technologie avancée, ce qui créera du travail pour les jeunes diplômés qui endurent actuellement un

taux de chômage très élevé de l'ordre de 20 % (désormais il n'y a plus de statistiques sur ce sujet). L'objectif du pays est de devenir autonome dans les secteurs de pointe pour s'affranchir des embargos décidés par les États-Unis, comme dans les semi-conducteurs par exemple. Le montant annuel des investissements ciblés vers ces secteurs est estimé à 1 600 Mds\$, soit 20 % des investissements totaux du pays.

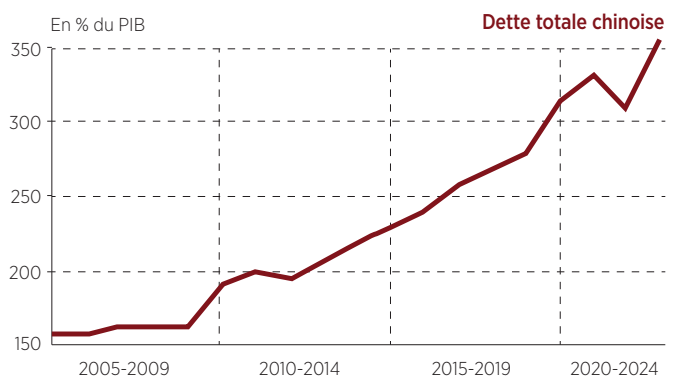
La consommation intérieure a en revanche déçu. Les ventes au détail n'ont progressé que de 3,0 % sur le 1<sup>er</sup> trimestre en rythme annuel. La confiance de la population est affectée par le recul de l'immobilier, qui constitue une grande partie de son patrimoine. Les ménages ont ainsi accumulé 1 200 Mds\$ d'épargne au 1<sup>er</sup> trimestre 2024. L'immobilier reste en effet sous pression : les derniers chiffres font état d'une baisse de 9,5 % des investissements immobiliers par rapport à la même période de l'année dernière, avec une baisse des volumes de vente de près de 25 % alors que les prix des logements continuent à baisser, de 2 % à 5 % selon les catégories de ville.

En synthèse, la décomposition de cette croissance montre que la crise du secteur immobilier n'est pas finie et pèse sur la consommation domestique. Une stabilisation du secteur immobilier est donc nécessaire pour pouvoir envisager une reprise plus solide et davantage centrée sur la consommation, conformément à l'objectif du gouvernement. Rappelons que celle-ci ne représente que 37 % du PIB chinois contre près de 65 % aux États-Unis.

## VERS UN « QUANTITATIVE EASING<sup>(1)</sup> » CHINOIS ?

La dette chinoise vient d'être dégradée par Fitch. L'agence Moody's l'avait déjà dégradée en décembre dernier. Effectivement, la dette accumulée ces dernières années, notamment dans le secteur immobilier, explique cette dynamique négative de notations. Les risques financiers s'accroissent, mais notons que la part de la dette chinoise détenue en dehors du pays est très faible, ce qui éloigne les risques systémiques à l'échelle internationale. La Chine a les moyens de résoudre elle-même ses problèmes et semble prête à adopter des mesures monétaires non conventionnelles. La dette totale chinoise, entreprises, régions et État avoisine 350 % du PIB, ce qui est par ailleurs comparable aux métriques occidentales.

### Dette totale chinoise : entreprises, ménages, gouvernement et collectivités, banques (évolution depuis 20 ans)



Source : Bloomberg au 19/04/2024

Compte tenu de ce niveau de dette déjà très élevé, le gouvernement prévoit de limiter le déficit budgétaire à 3,0 % cette année, contre 3,8 % en 2023. En revanche, des mesures d'assouplissement de politique monétaire, dont certaines non conventionnelles, sont très probables cette année.

Même si le RMB est sous pression par rapport au dollar, il y a de la marge pour de nouvelles baisses des taux directeurs : le taux directeur à 1 an s'établit à 2,5 % alors que l'inflation est proche de 0 %. En outre, les discussions pour savoir si la PBoC (Banque populaire de Chine) se lancera dans une politique soutien quantitatif (« Quantitative Easing<sup>(1)</sup> ») se sont intensifiées après la publication le 24 mars dernier d'une série d'extraits du discours du Président Xi Jinping dans lequel il a déclaré que la PBoC devrait progressivement augmenter ses opérations sur les obligations du gouvernement central

(CGB, Central Government Bonds) dans le cadre d'opérations d'Open Market (OMO). Son discours initial a été prononcé lors de la conférence centrale sur le travail financier en octobre dernier, mais c'est la première fois que sa déclaration est rendue publique. Ce serait également la première fois depuis près de 20 ans que la Banque centrale (PBoC) pourrait être active sur le marché des obligations souveraines chinoises, dans le but de contrôler la partie longue de la courbe des taux et fournir des liquidités. Le rendement à 10 ans est actuellement de 2,2 %. Il est également possible d'abaisser le ratio de réserves obligatoires des grandes banques, actuellement à 10 %.

## ADOPTION D'UN PLAN DE RÉFORME POUR LES MARCHÉS BOURSIERS : « NINE-POINT GUIDELINE »

Le Conseil des Affaires d'État a publié le 12 avril dernier des directives générales relatives aux marchés de capitaux. Cela montre que le gouvernement chinois est préoccupé par le niveau général de la bourse et souhaite des réformes pour améliorer la qualité et la transparence des marchés. Il s'agit de la troisième directive sur le marché des capitaux en deux décennies. Les deux précédentes fois avaient été suivies par un redressement de la bourse chinoise.

### La publication des rares documents sur les marchés de capitaux a précédé des rallyes boursiers



Source : Bloomberg au 19/04/2024

Cette version impose une réglementation stricte pour les entreprises entrant sur les marchés des capitaux, renforce la surveillance des sociétés cotées, des maisons de titres et des sociétés de gestion de fonds, intensifie la réglementation sur les radiations et renforce la surveillance des transactions à haute fréquence... En outre, les « points clés » qui avaient été mentionnés dans quatre documents de politique générale publiés par la Commission chinoise de réglementation des valeurs mobilières (CSRC) le 15 mars ont été réitérés : encouragement des sociétés cotées

(1) Quantitative Easing : rachats massifs de titres de dettes par une Banque Centrale.

à verser des dividendes actifs et stables, à racheter leurs actions (et à les annuler).

Ces mesures visent à améliorer la transparence et la qualité des sociétés cotées afin de redonner confiance aux investisseurs et d'attirer à nouveau des capitaux stables sur le marché boursier.

## DÉBUT DE LA SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS DES ENTREPRISES COTÉES EN CHINE

En 2023, les bénéfices des entreprises chinoises cotées en Chine ont été mitigés avec une progression globale

de 7 % sur l'ensemble de l'année. Les résultats de l'année dernière ont été affectés par les secteurs immobilier et des matières premières mais, en dehors de ces deux secteurs, les bénéfices ont augmenté de 15 %. Pour 2024, une progression d'ensemble de 16 % est attendue et, cette fois-ci, elle devrait être assez bien répartie tant au niveau des titres que des secteurs. Par ailleurs, les entreprises devraient distribuer davantage à leurs actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions. Avec 16 % de croissance bénéficiaire attendue et un PER<sup>(2)</sup> 2024 de l'ordre de 10, le profil rendement/risque des actions chinoises paraît très convenable en absolu, et également en comparaison des autres marchés.

**En synthèse, la Chine se situe depuis 2/3 ans dans une phase de transition. La période mercantiliste des dernières décennies, qui a fait de la Chine l'usine du monde avec 31 % des capacités industrielles mondiales, se heurte désormais à une fermeté occidentale illustrée par les taxes douanières et les sanctions décidées par les États-Unis. Cela ne changera pas quel que soit le Président américain élu en novembre prochain. La Chine souhaite se développer par elle-même, en privilégiant le développement de ses technologies de pointe, l'économie verte, la consommation domestique, mais aussi la sécurité...**

**Cette voie nouvelle est intéressante, mais son implémentation paraît trop centralisée, plus bureaucratique et idéologique qu'avant. Elle est par ailleurs difficile à comprendre au vu des changements brutaux de réglementations décidés. Nous avons aussi le sentiment que l'esprit d'entreprise qui a fait le succès du pays ces dernières années décline, de même que la confiance des jeunes. Cette phase compliquée explique le dégonflement de la bulle immobilière et la baisse de la bourse.**

**Nous sentons néanmoins aussi qu'il y a désormais une volonté politique de résoudre ces problèmes de confiance en essayant d'abord de stabiliser l'immobilier, quitte à adopter des moyens non conventionnels de politique monétaire.**

**Sur le plan des marchés financiers, les réformes visent à redonner confiance et faire revenir en bourse les investisseurs institutionnels domestiques et aussi ménages qui disposent d'épargne très abondante.**

**Les investisseurs internationaux suivront-ils ?**

(2) PER : Price Earning Ratio. Indicateur d'analyse boursière : ratio de cours divisé par le bénéfice.



**Syncicap AM est une société de gestion détenue par le groupe Ofi Invest (66 %) et Degroof Petercam Asset Management (34 %), agréée le 4 octobre 2021 par la Securities and Futures Commission de Hong Kong. Cette société, spécialisée dans les pays émergents, permet d'établir une présence en Asie, depuis Hong Kong. Elle gère également une gamme de fonds émergents proposés aux investisseurs européens par Ofi Invest Asset Management.**

*Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Ces placements permettent de profiter du potentiel de performance des marchés financiers en contrepartie d'une certaine prise de risque. Le capital investi et les performances ne sont pas garantis et il existe un risque de perte en capital. Source des indices cités : [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)*

**Ce document d'information ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Syncicap AM.** Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Syncicap AM à partir de sources qu'elle estime fiables. Les liens vers des sites web gérés par des tiers, présents dans ce document ne sont placés qu'à titre d'information. Syncicap AM ne garantit aucunement le contenu, la qualité ou l'exhaustivité de tels sites web et ne peut par conséquent en être tenue pour responsable.

La présence d'un lien vers le site web d'un tiers ne signifie pas que Syncicap AM a conclu des accords de collaboration avec ce tiers ou que Syncicap AM approuve les informations publiées sur de tels sites web. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. Syncicap AM se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. Syncicap AM ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.  
Photos : Shutterstock.com/Ofi Invest AM.