

Lettre n°68

Que penser de l'économie et du marché chinois après le XXème Congrès ? (2)

« Rien de constant si ce n'est le changement » proverbe chinois.

La Chine a enregistré un formidable développement ces trente à quarante dernières années et ce proverbe chinois résume merveilleusement l'évolution.

Un exemple, qu'était Shenzhen, il y a 30 ans ? Un petit port de pêche, qu'est-ce aujourd'hui ? Une ville de quinze millions, une Zone économique spéciale, une des villes innovantes dans le monde.

De ce décollage économique, beaucoup escomptaient un basculement vers la démocratie. Erreur funeste car, bien au contraire, lors du récent XXème congrès du PCC, la flamme communiste a été ravivée.

Aujourd'hui 2 points ressortent : la perception d'un risque à conjurer et un certain scepticisme à surmonter.

- *Les germes de déflation :*

A l'heure où la maîtrise de l'inflation agite les banques centrales occidentales, le risque de déflation menace l'économie chinoise et quelques chiffres l'atteste : fin octobre, il y avait toujours 230 millions de personnes confinées et un rebond de l'épidémie était signalé à Canton. Pour la première fois depuis 2019, les exportations ont baissé en octobre de 0.3% du fait de la diminution des ventes de biens durables. Vers les Etats-Unis, les exportations ont baissé de 10.9% et vers l'Europe de 7.9%. Les importations reculent aussi de 0.3%.

- *Des objectifs qui paraissent ambitieux :*

L'objectif affiché par Xi Jinping est un doublement du PIB d'ici 2035 mais la croissance chinoise, pour la première fois depuis 1990, est inférieure à celle de ses voisins asiatiques.

1. L'angle économique :

- *L'objectif initial fixé par Deng Xiaoping :*

Deng Xiaoping avait voulu créer une économie socialiste de marché, c'est-à-dire une économie sans ingérence du parti communiste dans les entreprises privées, une économie laissant s'épanouir l'initiative privée, une économie offrant la possibilité d'un enrichissement personnel, une économie encourageant les entreprises à investir à l'étranger pour consolider leurs positions.

Implicitement ces dernières années, et explicitement lors du récent XXème Congrès, Xi a mis un coup d'arrêt à ces lignes stratégiques.

La réussite a pourtant été spectaculaire. Le PIB a été multiplié par 15 depuis l'an 2000, un an avant l'entrée de la Chine à l'OMC. Dans beaucoup de secteurs, la Chine a su établir des positions dominantes de leader mondial. Ainsi, dans le secteur financier, clé pour le développement d'une économie, en 2020, selon Forbes, deux des six premières banques mondiales étaient américaines, les quatre autres étaient chinoises. Et, dans beaucoup d'autres secteurs, de l'industrie traditionnelle du ciment, aux secteurs de pointe du solaire ou des batteries, les acteurs dominants sont chinois.

Si la Chine entend, à l'horizon des prochaines années, devenir la première puissance mondiale, à l'aune du PIB/habitant, elle restera un pays à revenu intermédiaire et aura les plus grandes difficultés à rejoindre le club des pays riches. Sur un peu plus de 190 pays, elle est au 74^{ème} rang mondial, loin derrière les Etats-Unis, au cinquième rang mondial.

- ***Le primat donné aux entreprises publiques :***

Telle est une des priorités formulées par Xi et depuis quelques années, l'emprise sur le secteur privé se renforce. Déjà, en 2019, les rachats d'entreprises privées cotées en Bourse par des entreprises publiques avaient atteint \$20 milliards mais depuis lors la tendance a dû se poursuivre.

Les plus gros emprunteurs sont désormais des entreprises publiques car, ces dernières années, on a assisté à un tarissement des crédits aux entreprises privées.

La rentabilité des entreprises privées s'en ressent et il faut y prendre garde car les entreprises privées, c'était ces dernières années 60% du PIB et, selon Mc Kinsey, 87% de l'emploi et 88% des exportations. Dans le même temps, les entreprises publiques, traditionnellement moins rentables, n'améliorent pas leur situation.

Globalement, en dépit de quelques mesures d'assouplissement monétaire, la dynamique du crédit reste faible.

- ***L'aggravation de l'endettement :***

Si l'Etat central reste modérément endetté, l'endettement global du pays, addition de la dette publique, de la dette des provinces et des collectivités locales, de la dette des ménages et de la dette des entreprises, représente près de trois fois le PIB, un pourcentage élevé, surtout si l'on considère, à juste titre, la Chine comme un pays émergent.

La dette de l'Etat est officiellement à 20% du PIB mais selon le FMI à 70% avec des créances douteuses qui représenteraient probablement l'équivalent d'un quart du PIB.

La dette des entreprises, \$20 000 milliards, a été multipliée par quatre en une décennie et aujourd'hui, compte tenu d'un endettement excessif, le FMI évalue à une sur dix le nombre d'entreprises menacées de faillite.

En 10 ans, la dette des ménages, en pourcentage du PIB, est passée de 30 à 60%.

Les gouvernements locaux ont \$4500 milliards de dettes.

Dans un contexte de croissance structurellement plus faible, la gestion de la dette s'avère malaisée, en témoigne ci-après la dette immobilière.

- ***La crise immobilière :***

L'engouement des ménages pour l'immobilier a pour conséquence un endettement record. Selon la BRI, Banque des règlements internationaux, la Chine, entre 2009 et 2019, a représenté 57% des \$11600 milliards de dettes immobilières supplémentaires dans le monde contre 19% pour les Etats-Unis. 96% des ménages urbains, selon les statistiques de la banque centrale de Chine, détiennent au moins un logement contre 65% aux Etats-Unis.

De l'engouement à l'excès, il n'y a qu'un pas et en 2017, selon le China Household finance survey, 21% des logements urbains, soit 65 millions de logements, étaient vides. Aujourd'hui, avec l'ampleur prise par la crise immobilière, le chiffre est supérieur. Selon Capital Economics, les logements vides (30 millions détenus par les promoteurs et cent millions détenus par des individus) pourraient loger 340 millions de personnes.

Les rendements locatifs dans les grandes villes, 2%, sont inférieurs aux taux obligataires.

Les logements vides, les rendements faibles, autant de raisons d'affecter la confiance des ménages car, selon China Guafa bank, 78% de la richesse des ménages chinois est immobilière contre 35% aux Etats-Unis. Un patrimoine estimé par Goldman Sachs à \$52000 milliards soit deux fois le patrimoine américain.

Quelles perspectives ? Soutenir ce secteur qui a longtemps contribué à 15% de la croissance du PIB est malaisé. Miser sur une poursuite de la croissance de l'urbanisation pour résorber les stocks de logements vides est hasardeux car le taux d'urbanisation, passé de 50% en 2011 à 64% aujourd'hui, est élevé. Tabler sur la création d'une « bad bank » pour loger les créances douteuses des banques et ainsi assainir le bilan des banques est une hypothèse chaque jour moins crédible car l'idée est évoquée depuis des mois et le gouvernement ne l'a pas retenue.

En 2021, presque tous les logements ont été vendus avant la construction mais, faute d'argent, les promoteurs sont dans l'incapacité de terminer des millions de logements et beaucoup d'emprunteurs refusent donc de rembourser. China Evergrande, société emblématique parmi les promoteurs en difficulté, porte toujours ses \$300 milliards de dettes.

- ***La difficile stimulation :***

L'objectif de croissance, 5.5% en 2022, ne sera pas atteint.

La production industrielle sur 8 mois est en hausse de seulement 3.6%. Les ventes de détail en septembre n'ont augmenté que de 2.5% à cause des confinements persistants. L'indice PMI manufacturier en octobre est à moins de 50 comme l'indice PMI non manufacturier.

Les perspectives sont médiocres mais le gouvernement n'envisage pas de plan de relance substantiel. Toutes mesures cumulées, abaissement des taux d'intérêt, injections de liquidités, plan dans les infrastructures..., le total dépensé depuis le début de la crise de la Covid, est inférieur à 4% du PIB. Rien de comparable aux 13% dépensés en 2009. Pour leur part, les banques chinoises hésitent à prêter et la demande de crédit à la consommation est atone.

- ***L'espoir d'un développement de la consommation :***

Le taux d'épargne des ménages est traditionnellement élevé, 23% du PIB, et d'aucuns en déduisent un potentiel pour la consommation.

Mais c'est faire fi de la confiance des ménages entamée par le niveau élevé du chômage des jeunes à près de 20%, c'est sous-estimer la difficulté à trouver du travail pour les 10,7 millions de diplômés universitaires chaque année, c'est ignorer la faiblesse des allocations chômage, c'est méconnaître les difficultés actuelles d'emploi pour les 280 millions de migrants (campagnes vers les villes), les Hukou, privés d'indemnisation, c'est négliger les coûts de l'éducation, de la santé, la nécessité de pallier la faiblesse des retraites.

Aussi longtemps que l'Etat providence sera peu développé, il serait vain d'escompter des transferts massifs de l'épargne vers la consommation.

2. L'angle commercial :

- ***Les bénéfices de l'ouverture :***

Point important, à garder à l'esprit, le succès de la Chine doit moins à la stratégie suivie par le PCC qu'à l'entrée à l'OMC, l'Organisation mondiale du commerce.

A partir des années 90 et surtout depuis le début des années 2000, la Chine s'est réinsérée dans le jeu international et a été le grand pays bénéficiaire de la mondialisation.

D'une part, la Chine a attiré les investisseurs internationaux car son marché est vaste et ses coûts de main-d'œuvre étaient bas. Ensuite, elle est devenue l'atelier de production du monde et les réexportations ont été le principal moteur de la croissance. Enfin, elle a accumulé les excédents commerciaux et cela a permis la constitution d'un stock de réserves de change supérieur à \$3000 milliards, le plus important du monde.

Récemment, la Chine a, une fois de plus, su profiter des plans de relance adoptés dans les pays de l'OCDE après la crise de la COVID. Ses exportations de biens durables ont beaucoup augmenté et cela a été à nouveau le moteur de croissance dans un contexte de faible demande intérieure.

En 2021, la Chine a réalisé 15% des exportations mondiales devant les États-Unis 7,9%, l'Allemagne, 7.3% et le Japon 3,4%.

- *La vigilance dans l'ouverture :*

Certes, la Chine a multiplié les accords de libre-échange, avec 26 pays, et cela couvre plus d'un tiers de son commerce mais si la Chine a cherché à attirer les capitaux étrangers, elle a toujours su protéger les secteurs jugés clés.

Les investissements à l'étranger ont pour but de sécuriser son accès aux matières premières, à des terres agricoles, à des technologies et à des lieux jugés stratégiques.

L'autorisation des investissements étrangers en Chine est encadrée. Exemple, parmi d'autres, le secteur financier. Les étrangers en dépit de leurs efforts n'ont, selon la Banque Populaire de Chine, qu'1% du marché bancaire chinois et 1.5% de la gestion d'actifs.

Autre exemple, Apple. Si la firme réalise une part importante de son chiffre d'affaires en Chine, 20%, et si récemment elle y fabriquait presque tous ses produits, elle a dû pour accéder au marché chinois accepter de supprimer de très nombreuses applications (accès médias étrangers...) et elle a même été jusqu'à approuver une application contre les Ouighours !

La Suisse a tiré son épingle du jeu. Elle est, après l'Allemagne et les États-Unis, avant la France et l'Italie, un partenaire important. En 2020, les exportations suisses ont atteint près de CHF15 milliards. 1050 sociétés suisses sont actives en Chine.

- *L'incidence de sanctions accrues :*

Si les relations entre l'Occident et la Chine devaient s'envenimer et le commerce se réduire entre les deux blocs, le perdant serait a priori la Chine mais l'analyse n'est pas si simple car les imbrications sont multiples.

Certes, la Chine est dépendante de l'importation de biens sophistiqués de l'Occident qu'elle ne peut produire. Certes, si les frontières se fermaient, elle perdrait un débouché pour ses exportations alors que l'Occident pourrait s'approvisionner auprès de pays comme le Vietnam ou le Bangladesh. Certes, la Chine est plus dépendante du commerce international que les pays occidentaux : si le volume d'importations des pays de l'OCDE en provenance de Chine équivaut à 3% du PIB de l'OCDE, cela représente 9% du PIB de la Chine.

Mais, la Chine est aussi l'atelier du monde. Selon Allianz, \$3400 milliards de production chinoise servent les chaînes de valeur mondiales, loin devant les États-Unis, \$1800 milliards, et l'Allemagne, \$1400 milliards, spécialement dans les équipements télécoms, informatiques, l'automobile, la métallurgie, autant de secteurs représentant la moitié du commerce mondial.

Les États-Unis ont ainsi un déficit commercial avec la Chine de 245 milliards sur les 7 premiers mois de l'année et ils comptent 276 dépendances critiques (des produits dont le pays est importateur net et pour lequel la Chine représente plus de 50% des approvisionnements).

Les grandes firmes occidentales s'efforcent de réduire leur dépendance à la Chine -Apple en Inde pour son smartphone comme Amazon pour ses Fire TV, Microsoft au Vietnam pour ses consoles comme Samsung pour ses puces- mais cela prend du temps et n'enchant pas toujours les firmes.

Dans le même temps, Huawei va investir €200 millions en Alsace pour la réalisation d'une usine dans la 5G avec 300 salariés mais elle reste bannie en Grande-Bretagne et aux États-Unis, le pari américain étant un Huawei incapable de tenir son avantage technologique pour la 5G. Récemment, Biden a restreint les ventes américaines dans les secteurs de l'IA et des semi-conducteurs, et cela s'avère plus problématique pour la Chine.

Pour résumer, les postures politiques en Chine comme aux États-Unis ont beau parfois être martiales et abruptes, la réalité économique reste empruntée de dépendances mutuelles et d'intérêts réciproques à poursuivre les coopérations.

- *L'essoufflement des Routes de la soie :*

Les Routes de la soie, ce sont 150 pays et selon la banque des règlements internationaux \$930 milliards dépensés ces 10 dernières années mais seulement 28 milliards au premier semestre 2022.

Elles ont une visée stratégique pour étendre l'influence de la Chine dans le monde, une visée économique pour désenclaver les provinces occidentales de la Chine, une visée commerciale pour écouler ses produits.

Nonobstant ces visées, la Chine a besoin d'un retour sur investissement et cela s'avère problématique car beaucoup de pays sont fragilisés par les dettes contractées pour la réalisation de projets souvent démesurés à l'aune de leur capacité financière. La Chine détient 20% de la dette africaine et la capacité à rembourser est incertaine.

Un quart des débiteurs de la Chine sont proches du défaut de paiement et demandent des rééchelonnements. Le Montenegro ne peut rembourser l'autoroute financée par les Chinois et craint de devoir céder des terres à la Chine. D'autres déplorent des travaux non achevés ou mal ciblés, exemple, le port d'Hambatota qui n'accueille toujours pas de cargos.

Les coups d'arrêt à l'expansionnisme chinois, habillés derrière la terminologie de Routes de la soie, se multiplient.

En Europe, la Lituanie a quitté le groupe 16+1 à l'Est de l'Europe et l'Estonie pourrait faire de même. Le Portugal refuse désormais de vendre ses ports aux Chinois. L'Italie refuse la vente d'une société de semi-conducteurs. L'Allemagne a fait de même la semaine dernière.

Dans le monde émergent, la Tanzanie, le Pakistan, le Bangladesh, l'Egypte ont suspendu des projets et le Nigéria veut renégocier.

La Chine prête avec des conditions, ce que ne fait pas le club de Paris. Après un total de \$460 milliards de prêts entre 2008 et 2019 de l'Eximbank et de la Banque de développement chinoise, soit autant que \$467 milliards de la BIRD, on constate un tarissement des prêts de ces deux banques, \$75 milliards en 2016, 4 milliards en 2019.

3. L'angle boursier :

Le marché chinois compte un marché domestique avec des actions A et un marché offshore d'actions H d'entreprises cotées à Hong-Kong ou aux Etats-Unis. De même le marché obligataire compte un compartiment international, \$700 milliards, alimenté par des entreprises publiques et des sociétés actives dans l'immobilier et un segment domestique de \$16 000 milliards nourri principalement d'emprunts d'Etat.

Point positif, le retrait de la cote américaine des sociétés chinoises semble moins d'actualité et un accord avec les autorités américaines semble en vue.

Autre point positif, l'allègement, tôt ou tard, des mesures de confinement et cela devrait être propice à une reprise de la consommation et de la production dans des usines aujourd'hui closes.

Dernier point, après la baisse des deux dernières années, le marché n'est pas cher mais, il est vrai, les investisseurs, inquiets des dérives du régime, sont aux mieux attentistes, au pire, inquiets.

Point négatif, Hong-Kong, un marché récemment au plus bas depuis 2009, un PIB en baisse de 4.5% au 3^{ème} trimestre, une gestion de la Covid stricte qui a laissé des traces, une moindre attractivité à cause de l'emprise accrue de Pékin, près de 120 000 départs au 1^{er} semestre 2022 et donc une crise immobilière après, il est vrai, une forte inflation des prix depuis 2003.

Les valeurs de la technologie ont un temps suscité un attrait car la Chine est en pointe dans le e-commerce, car le commerce en ligne représente plus de la moitié du commerce de détail en Chine contre 15% aux Etats-Unis. Mais le gouvernement accroît la surveillance des groupes privés par le parti communiste. Tencent, numéro 2 du paiement mobile avec WeChatPay derrière Alipay, comme NetEase ont été entravés dans leur lancement de jeux vidéo et des présidents de groupes comme Jack Ma disparaissent. Dans d'autres segments de la

technologie, la Chine finalise la mise au point d'un avion de ligne équivalent au Boeing 737 et à l'Airbus A320 mais elle n'a pas encore des moteurs performants. Elle a également des succès dans le spatial en posant un rover sur Mars en 2021.

Conclusion : « *Celui qui agit, agit sur quelque chose sur lequel il ne peut pas agir* » Zhouangzi, penseur chinois du 4^{ème} siècle av JC.

- **La croissance est structurellement plus faible** et, en dépit d'une formation de capital fixe, toujours exceptionnellement élevée, le double de celle des pays de l'OCDE, plus de 43% du PIB, dans les infrastructures et la construction, les rendements seront décroissants, les investissements souvent improductifs car beaucoup de surcapacités et de dettes ont été accumulées ces dernières années.
- **L'autonomie technologique est loin d'être acquise** : l'objectif affiché d'une production de semi-conducteurs égale à 45% des besoins en 2025 semble hors de portée car aujourd'hui le pays ne produit que 5% de ses besoins et car les sanctions américaines freinent les ventes de composants.
- **L'exportation va rester le principal moteur de la croissance**, en témoigne le solde de la balance commerciale, +57% sur 8 mois, et la Chine hésitera donc à braquer les occidentaux sur des questions comme Taïwan.
- **La crise immobilière est loin d'être finie** : l'encours des créances immobilières est évalué à \$6800 milliards. Près d'un tiers des prêts immobiliers sont considérés comme des créances douteuses. Les mises en chantier diminuent de près de 40% sur les 8 premiers mois et les ventes de près de 30% sur la même période. La politique de baisse des taux est contrariée par la dépréciation de la devise contre dollar.

Genève, le 15 novembre 2022

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 908C, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 9685 9300
E: info.hongkong@singalliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.