

Le Bulletin Perspectives

→ Chine : potentiel et risques

Sommaire

Réguler l'immobilier, une tâche complexe	P. 1
Les banques et les créances douteuses	P. 2
La politique monétaire et l'inflation	P. 2
Réformer l'économie : une tâche incomplète	P. 2
Une grande puissance industrielle en devenir	P. 2
Le défi démographique	P. 2
Développer la Chine de l'intérieur et l'agriculture	P. 3
La monnaie et l'extérieur	P. 3
Maintenir la croissance tout en faisant évoluer le modèle chinois	P. 3
Les limites du modèle actuel	P. 3
Evoluer vers quel modèles ?	P. 3
Conclusion	P. 4
Performances de Saint-Honoré Chine	P. 4

Le chiffre

2^{ème} puissance économique

Après être devenue en 2009 le premier exportateur mondial, la Chine accède cette année au deuxième rang des puissances économiques.



Pierre Ciret
Economiste
Edmond de Rothschild
Asset Management

La Chine est désormais devenue la deuxième puissance économique mondiale (avec un PIB proche de 4 900 milliards de dollars), mais il lui faut gérer sa croissance à court terme et en transformer les bases à moyen terme.

La réponse du gouvernement chinois à la récession mondiale de 2008 a été rapide et déterminée. Une vaste mobilisation des ressources budgétaires et de crédit à l'automne 2008 a en effet permis de relancer l'activité au deuxième trimestre 2009. L'ampleur du succès a posé assez vite la question du risque de surchauffe de l'économie entraînant des tensions sur les prix, comme en 2008. La banque centrale s'est très tôt préoccupée de ce risque et a réagi dès la fin de 2009 ; les premiers résultats de cette action commencent à être visibles.

Comment gérer la transition entre relance et freinage de l'emballement du crédit et du marché immobilier ? Cette question résume la difficulté à laquelle sont confrontées les autorités en matière de régulation de l'économie.

RÉGULER L'IMMOBILIER, UNE TÂCHE COMPLEXE

La surchauffe redoutée de l'économie se manifeste surtout par des phénomènes de hausse spéculative sur les prix de l'immobilier. Les prix de détail ont atteint 3,3% en rythme annuel au mois de juillet, au-dessus du seuil d'alerte de 3% que s'est donné le gouvernement, mais la progression hors alimentation (30% de l'indice) demeure très modérée (1,6%). En pratique,

les prix chinois sont stables depuis le mois de mars. Compte tenu de l'effet de base (le mois de juillet 2009 avait marqué un point bas), le glissement annuel devrait repasser en dessous de 3%. Souvent évoquée, la progression des coûts salariaux est compensée par celle de la productivité.

L'urbanisation rapide qui a caractérisé le pays depuis plusieurs années a créé des besoins de logements importants et le gouvernement souhaite développer l'offre de logements sociaux. Le pouvoir des provinces et des villes qui détiennent les terrains et bénéficient très directement de la hausse du marché doit être pris en compte.

Le secteur résidentiel libre (encore qu'il soit encadré administrativement) souffre d'une offre insuffisante au regard de la demande. Qui plus est, l'immobilier est perçu par les ménages comme l'élément de base de leur patrimoine.

► HAUSSE ANNUELLE DU PRIX DES LOGEMENTS EN %



Source : NRDC

C'est avant tout sur le segment du haut de gamme (15% du marché) que se développe la spéculation. Des mesures de restriction administrative (accès au crédit hypothécaire pour un second appartement) sont venues freiner la demande de crédits immobiliers et celle-ci est en baisse depuis le printemps, les volumes de transactions reculant sensiblement (-30% en juillet par rapport à juin). La hausse des prix en juillet est encore de 10,3% en rythme annuel, en recul par rapport au chiffre de 12,8% au mois d'avril. La politique actuelle va être maintenue, mais le risque d'une correction sévère paraît limité. En termes d'activité, l'expansion de la construction à caractère social devrait compenser le recul des segments de haute et moyenne gamme.

LES BANQUES ET LES CRÉANCES DOUTEUSES

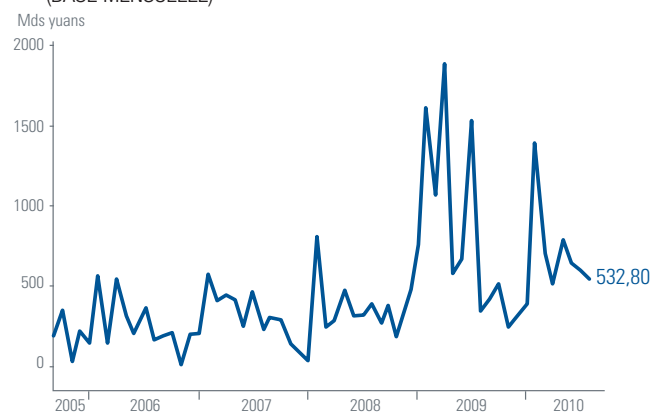
Les phénomènes qui viennent d'être évoqués suscitent des questions, d'ailleurs récurrentes, sur les bilans des banques chinoises. La rapidité avec laquelle elles ont augmenté leurs prêts laisse craindre un contrôle insuffisant des risques, notamment de ceux liés aux collectivités locales, et un fort accroissement des créances douteuses (elles étaient de 1,3% des actifs au 30 juin). Des stress tests sont envisagés sur les crédits liés à l'immobilier pour évaluer la capacité des banques à faire face à une baisse significative (60% dans le cas de certaines villes) du prix des logements et à maintenir des ratios prudentiels adéquats.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET L'INFLATION

Face aux craintes de surchauffe dans l'immobilier, la banque centrale chinoise (PBoC) a eu recours aux mesures habituelles (augmentation des réserves obligatoires) pour freiner le crédit, mais elle a également utilisé le contrôle administratif direct de la distribution des crédits. Elle n'a pas eu besoin de remonter ses taux d'intervention, mais les taux interbancaires ont connu une tension en mai et restent au-dessus des niveaux du début de l'année (2,4% contre 1,7%).

Parallèlement, la PBoC a exigé des banques le respect de leurs ratios de capitaux propres, les obligeant à plus de discipline. Afin de renforcer l'orthodoxie des pratiques du secteur, le régulateur bancaire exige désormais des banques qu'elles réintègrent dans leurs bilans les crédits correspondant à certaines opérations de

► RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DES NOUVEAUX PRÊTS (BASE MENSUELLE)



Source : Bloomberg

titrisation. Ces nouvelles dispositions prendront effet à la fin de l'année prochaine, mais les établissements seront contraints de renforcer d'ici là leurs fonds propres à due proportion ou de revoir leur politique de distribution de crédit. Les grandes banques chinoises ont déjà annoncé des émissions d'actions. Au mois de juillet, les nouveaux prêts se sont élevés à environ 533 milliards de yuans. Bien que cet indicateur soit en net ralentissement par rapport au rythme moyen du 1^{er} semestre (750 milliards environ par mois), la croissance du crédit est toujours considérée comme solide.

RÉFORMER L'ÉCONOMIE : UNE TÂCHE INCOMPLÈTE

Les entreprises d'Etat : comment les restructurer pour les rendre plus efficaces

Elles sont les héritières de l'économie planifiée telle qu'elle fonctionnait avant les réformes de 1978 et avant la réhabilitation de la notion de profit qui les a accompagnées. Beaucoup a déjà été fait pour accroître leur productivité et leur efficacité à travers les restructurations, mais de sérieux progrès sont encore nécessaires. Un autre problème doit être considéré : celui de la surcapacité dans certains secteurs fortement polluants et à haute consommation d'énergie. Des projets ont été récemment annoncés pour réduire ces capacités excédentaires dans 18 secteurs de base, notamment ceux du ciment, de l'acier et des non-ferreux. Au 30 septembre, un total de 2 087 entreprises seront obligées de fermer des installations improductives. L'efficacité industrielle en général est l'objectif de ces mesures, mais c'est l'énergie qui prime. La consommation de la Chine par unité de PIB est 4,2 fois celle de la moyenne de l'OCDE (chiffre 2007) et le gouvernement s'est engagé à réduire l'intensité énergétique de 20% entre 2005 et 2010.

UNE GRANDE PUISSANCE INDUSTRIELLE EN DEVENIR

L'industrie chinoise a su conquérir en quelques années des parts de marché dominantes dans plusieurs secteurs (textile, jouets) et de nombreuses entreprises sont parmi les leaders mondiaux (pétrole, acier, équipements de télécommunication, électronique grand public), y compris grâce à des acquisitions à l'étranger (28 milliards de dollars entre 2005 et 2010 dans le seul secteur des matières premières). Le gouvernement accompagne son industrie par un important budget de recherche (santé, aéronautique).

Une économie mixte, alliant secteur public hérité de l'ancien système et secteur privé, qu'il soit entre les mains d'entrepreneurs chinois ou de sociétés étrangères, cherche encore ses règles de fonctionnement sur des points aussi importants que l'Etat de droit, la protection de la propriété intellectuelle ou le libre accès aux marchés publics. Les institutions politiques chinoises devront répondre à ces demandes.

LE DÉFI DÉMOGRAPHIQUE

Avec une population de près de 1,34 milliard d'habitants, la Chine connaît un problème de transition démographique

qui pourrait à terme affecter le dynamisme de l'économie. Le vieillissement de la population entraîne deux conséquences majeures. Tout d'abord, la baisse relative de la proportion des actifs dans un contexte où le système de retraite et le système de santé restent embryonnaires au regard des besoins futurs. Par ailleurs, la croissance de classes d'âge jeunes, alimentant la population active et le nombre des consommateurs les plus actifs, se tarit. La montée en puissance des classes moyennes a été autant le résultat que la cause de la réussite économique de la Chine depuis trente ans. Soucieuses de stabilité sociale et de modération des coûts pour les entreprises, les autorités sont confrontées à la difficulté de maintenir un équilibre entre l'arrivée de jeunes salariés, leur emploi, leur pouvoir d'achat et le niveau de formation requis (raison pour laquelle l'exode rural n'est qu'une solution marginale) pour assurer la progression de l'économie en termes de développement industriel.

DÉVELOPPER LA CHINE DE L'INTÉRIEUR ET L'AGRICULTURE

La hausse du prix de l'immobilier dans les zones les plus développées du pays (les provinces côtières, le cœur de la croissance jusqu'à maintenant) et l'accélération de la hausse des coûts incitent les entreprises à se tourner vers les provinces de l'intérieur (Henan et Sichuan dans le cas de Foxconn) moins touchées par les effets des réformes. A ce titre, l'infrastructure des transports est depuis longtemps une priorité, par exemple le transport ferroviaire pour lequel 120 milliards de dollars seront investis cette année.

De même, l'agriculture est restée loin en arrière du développement de l'industrie en termes d'investissements et d'infrastructures. Pourtant, la Chine a besoin d'améliorer ses rendements agricoles, faute de quoi elle risque de pousser les prix mondiaux à la hausse, provoquant des répercussions sur son propre indice des prix (alimentaire à hauteur de 30%). Autre aspect, plus important encore, l'amélioration des revenus des agriculteurs (60% de la population) est un facteur positif pour la demande en général et contribue à développer le pays de manière plus équilibrée.

LA MONNAIE ET L'EXTÉRIEUR

Le gouvernement chinois a exprimé à plusieurs reprises son objectif de faire de Shanghai une grande place financière internationale. Cette ambition ne peut se réaliser sans la convertibilité de la monnaie chinoise (renminbi). Des mesures à caractère technique ont déjà été prises et un embryon de centre off-shore de transactions en yuans se développe à Hong Kong, mais les restrictions du contrôle des changes restent pour l'essentiel en place. Quelques émissions internationales (McDonald's) libellées en renminbis ont été réalisées, toutefois les encours restent minimes.

La libéralisation des échanges de capitaux amènera inévitablement le yuan à la hausse et le risque pour la compétitivité des exportations est tangible. Un réel effort a été engagé pour améliorer la compétitivité des produits indépendamment de leur prix en développant une offre présentant une meilleure valeur ajoutée. Le processus est loin d'être accompli, en

dehors de quelques réussites indéniables. En d'autres termes, la hausse du yuan ne peut être que progressive. Les réactions des partenaires commerciaux devant la croissance des excédents seront d'autant plus vives que certains segments du marché chinois apparaissent protégés de la concurrence, voire fermés aux sociétés étrangères. Le risque de mesures de rétorsion ciblées (ainsi Hua Wei et ses difficultés aux Etats-Unis) est bien réel. Enfin, l'accumulation des réserves officielles (2 450 milliards de dollars) pose le problème de la composition par devise et de leur gestion.

Après deux ans de stabilité, l'annonce en juin d'une modification du niveau d'intervention de la PBoC sur le marché des changes est importante sur le plan des principes mais change très peu les perspectives des prochains mois. La hausse du yuan contre le dollar est de moins de 1% (6,78 contre 6,83).

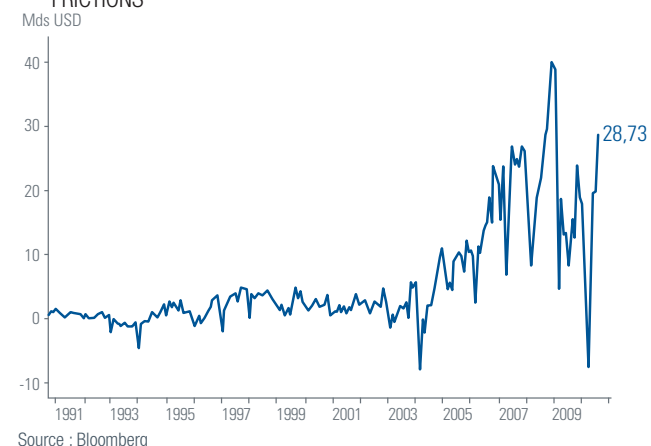
MAINTENIR LA CROISSANCE TOUT EN FAISANT ÉVOLUER LE MODÈLE CHINOIS

Une grande réussite mais quel avenir ?

Depuis 1978, date des premières réformes initiées par Deng Xiaoping, l'économie a subi une transformation approfondie qui s'est révélée être une grande réussite en termes de croissance et de développement. Le taux de croissance a dépassé 9% de manière régulière et le PIB chinois dépasse désormais celui du Japon, mais de nouvelles étapes de réforme sont nécessaires pour sortir d'un modèle hybride qui est sans doute proche de ses limites. A la veille d'échéances politiques importantes (nomination d'un nouveau président et d'un nouveau Premier ministre en 2012), le risque est de voir les autorités se limiter à une politique de gestion à court terme, reportant les arbitrages de long terme.

LES LIMITES DU MODÈLE ACTUEL, TROP DÉPENDANT DES INVESTISSEMENTS ET DU COMMERCE EXTÉRIEUR

► BALANCE COMMERCIALE CHINOISE : UNE SOURCE CROISSANTE DE FRICTIONS



De manière attendue par rapport à un schéma classique de développement, la croissance de la Chine a reposé depuis plus de vingt ans sur l'investissement et sur l'exportation (elle-même génératrice d'investissements). Cette approche a été un grand succès puisque le pays est devenu le premier exportateur mondial. Elle suscite cependant des réactions croissantes qui

menacent sa pérennité. Si l'investissement interne ne pose pas de problème en soi, la persistance d'excédents commerciaux (28,7 milliards de dollars au mois de juillet) fondés sur un cours de change toujours discuté ne peut que mener à des tensions avec les partenaires commerciaux, voire parfois à des réactions protectionnistes.

EVOLUER VERS QUEL MODÈLE ?

L'expansion de la consommation chinoise n'a pas manqué de constituer une source de croissance, ainsi le marché automobile chinois est-il devenu le premier marché mondial. Toutefois, les dépenses des ménages n'ont pas progressé dans la même proportion que l'investissement et les exportations. De ce fait, la part de la consommation dans le PIB n'a cessé de baisser au cours des dernières années et n'est plus que de 35%, un chiffre que l'on peut estimer à 47% si l'on réintègre l'investissement résidentiel.

Une des anomalies du régime économique-financier chinois réside dans le poids excessif de l'épargne, lié à l'absence jusqu'à une date récente d'un vrai système de protection sociale. Entre-temps, l'accroissement des salaires, résultat de qualifications plus élevées, a permis de faire progresser le niveau de vie de la population (le revenu par tête dépasse 6 000 dollars, une moyenne qui masque de grandes disparités régionales). La poursuite de ce phénomène soutiendra l'évolution de la consommation (croissance annuelle des ventes de détail en juillet : 17,9%), mais un vrai changement de comportement des ménages est indispensable.

CONCLUSION

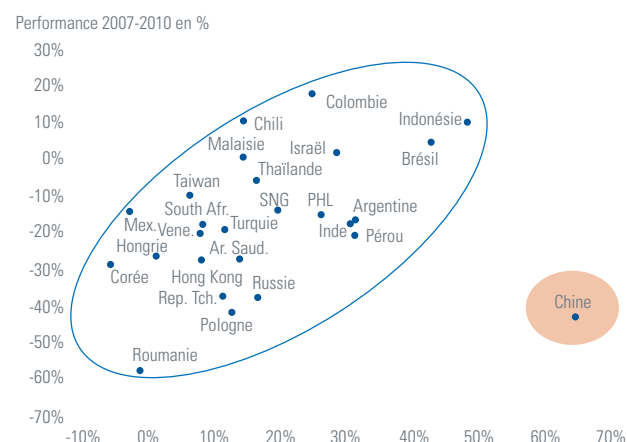
L'économie chinoise connaît à court terme le ralentissement souhaité par les autorités. Après une croissance de 11,1% au premier semestre, la seconde moitié de l'année verra l'activité fléchir à la suite des mesures restrictives sur l'immobilier, mais ce tassement du rythme de la croissance devrait être bref. En attendant que leur efficacité soit établie, les mesures en place ne devraient pas être modifiées avant quelques mois tandis que les responsables chinois restent par ailleurs attentifs à l'évolution de la croissance mondiale.

A plus longue échéance, le potentiel de croissance de l'économie chinoise n'a jamais été aussi solide parce que mieux diversifié en termes sectoriels. Toutefois, la pérennité de cette forte croissance dépend de la capacité des dirigeants à poursuivre

la transformation de l'économie chinoise et à accepter le développement d'un vrai secteur privé.

Celui qui a émergé depuis plusieurs années s'est révélé plus créateur de valeur que beaucoup d'entreprises publiques qui dominent les indices boursiers mais qui sont plus soucieuses des intérêts de l'Etat que de ceux des actionnaires minoritaires. Malgré la forte croissance de l'économie, les indices boursiers chinois ont de ce fait connu une évolution décevante si on les compare à ceux d'autres marchés émergents (voir graphique). C'est ce secteur privé qui doit intéresser l'investisseur à travers une sélection rigoureuse des titres pour son potentiel à moyen terme, une sélection qui a fait ses preuves comme l'atteste la performance relative de **Saint-Honoré Chine**.

► LA CHINE CONFRONTÉE AUX AUTRES MARCHÉS ÉMERGENTS



Sources : CEIC, estimations UBS

Performances de Saint-Honoré Chine (en %)

	Du 31/08/2009 au 31/08/2010	Du 31/08/2005 au 31/08/2010	Depuis création*
Saint-Honoré Chine	22,90	136,79	282,97
MSCI China (EUR)	20,44	110,70	10,18
Surperformance	+2,46	+26,09	272,79

Source : Edmond de Rothschild Asset Management au 31/08/2010.
*Création du fonds le 08/04/1998. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Risques potentiels d'investissement :

Saint-Honoré Chine : risque de perte en capital, risque de gestion discrétionnaire, risque de liquidité, risque actions, risque lié aux pays émergents, risque de change et risque de taux et de crédit.

06/09/2010. Avertissement : les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment du Groupe Edmond de Rothschild et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe Edmond de Rothschild ou de ses filiales. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du prospectus simplifié de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management ou sur le site www.edram.fr. Les données contenues dans cette fiche ne sont ni contractuelles, ni certifiées par les commissaires aux comptes. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.