

La Chine marche sur une longue ligne de crête

Les déséquilibres se multiplient pour la deuxième économie mondiale. La balance courante va devenir déficitaire.

PAR XAVIER DIAZ

+ EMAIL xadiaz@agefi.fr

Le ralentissement de l'économie chinoise se confirme jour après jour. Mais plus que cet affaiblissement, sans surprise, c'est la crainte d'un emballement qui suscite des inquiétudes dans un contexte de conflit commercial avec les Etats-Unis. Un dérapage pourrait mettre à mal la capacité des autorités chinoises à piloter, sans heurts, le rééquilibrage économique (d'une économie exportatrice et reposant sur l'investissement à une économie domestique) et à faire face au lourd fardeau de l'endettement (275 % du PIB, principalement privé). La situation est rendue plus délicate avec l'apparition de nouveaux déséquilibres. La détérioration de la balance courante en est un exemple.

Le changement est important, selon Thierry Apoteker, chef économiste chez TAC Economics. Le pays a enregistré un déficit courant au premier semestre 2018, pour la première fois depuis des années. « *La balance courante devrait continuer à se détériorer dans les prochaines années* », note Carlos Casanova, économiste chez Coface. Le rééquilibrage économique entraîne une hausse des importations, tandis que les exportations vont pâtir en 2019 d'une intensification du conflit commercial avec les Etats-Unis qui envisagent de taxer à hauteur de 25 % l'intégralité des exportations chinoises le 1^{er} janvier. Les derniers résultats de la balance commerciale chinoise montrent une hausse des exportations vers les Etats-Unis en anticipation de cette hausse tarifaire. La balance des services semble structurellement déficitaire avec la forte progression du tourisme. « *La Chine a compris qu'il était impossible de maintenir un excédent commercial et courant* », indique Alicia Garcia Herrero, chef économiste Asie chez Natixis.



La balance des services semble structurellement déficitaire avec la forte progression du tourisme.

Cette détérioration n'est pas nouvelle, rappelle Warin Buntrock, directeur adjoint des gestions chez BFT IM : « *Il y a une tendance structurelle à la diminution de l'excédent courant qui était de 10 % du PIB il y a dix ans et de seulement 1,3 % en 2017.* » Il devrait être de 0,5 % cette année, avant de passer en déficit l'an prochain. « *Cela complique la tâche des autorités chinoises qui comptaient sur cet excédent pour financer le rééquilibrage de leur économie* », ajoute Warin Buntrock. « *La capacité de la Chine à maintenir une croissance forte sans que cela entraîne de solde extérieur négatif est un socle important dans*

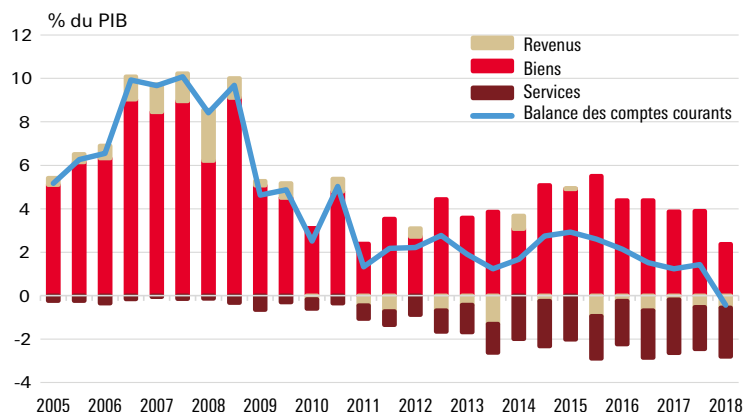
la maîtrise du calendrier de rééquilibrage économique », explique Thierry Apoteker.

SOUS CONTRÔLE

La conséquence de cette détérioration est un affaiblissement du yuan et un risque de fuite des capitaux comme en 2015-2016. « Nous estimons que le yuan est encore surévalué malgré sa baisse de 11 % face au dollar depuis avril cette année, analyse Thierry Apoteker. Nous anticipons encore une dépréciation entre 5 % et 10 %, à 7,25 yuans pour 1 dollar, d'ici un an. » Carlos Casanova prévoit un repli jusqu'à 7,10 yuans ; au-delà, il y aurait un risque de fuite des capitaux. Le compte de capital va jouer la variable d'ajustement par rapport au taux de change et aux réserves. Natixis estime que les sorties de capitaux ont accéléré ces derniers mois mais restent limitées à 73 milliards de dollars au troisième trimestre. « Si l'excédent courant continue de diminuer, cela aura un impact sur les réserves de change », selon Alicia Garcia Herrero. Elles ont diminué en octobre de 33,9 milliards de dollars, à 3.053 milliards, laissant penser que Pékin est intervenu pour soutenir le yuan. Pour l'heure, il est trop tôt pour provoquer un vent de panique identique à celui de 2015-2016 (-1.000 milliards de dollars, à 3.000 milliards). « Les derniers chiffres publiés n'ont rien d'inquiétant, affirme Van Thuy Pham, économiste marchés émergents chez Groupama AM qui se veut rassurante. Le ralentissement de l'économie chinoise reste bien piloté. » Les autorités ont les moyens de mettre en place des mesures de relance. Et en cas de problème avec la dette, l'Etat interviendra via les banques publiques, qui détiennent l'essentiel des dettes, mais aussi avec ses

MAUVAISE PASSE

Evolution de la balance courante chinoise



SOURCE : SAFE, CEC, SG CROSS ASSET RESEARCH/ECONOMICS

réserves de change. La dette est très peu détenue par les investisseurs étrangers tandis que certains secteurs en difficulté, comme l'immobilier, ont commencé à être restructurés.

Albert Edwards, stratégeste chez SG CIB connu pour ses positions pessimistes sur le marché, s'inquiète de cette complaisance des investisseurs sur la capacité des autorités chinoises à éviter un atterrissage forcé de l'économie. Celui-ci rappelle qu'en 1987, puis en 2001, les investisseurs avaient mis, un peu comme aujourd'hui, tous leurs espoirs sur les autorités politiques japonaises, d'une part, et la Fed, d'autre part, pour éviter un éclatement du marché japonais, puis des valeurs NTIC. La détérioration de la balance courante risque de rendre la tâche des autorités chinoises plus difficile. ▀

LA PAROLE A...

FRANK BENZIMRA, responsable de la stratégie actions en Asie chez Société Générale CIB

« Les actions gagées représentent 10 % du marché »

Pourquoi les actions chinoises ont-elles subi une correction ?

Elle prend sa source dans le questionnement entourant la croissance chinoise, dans un contexte de réduction à marche forcée de l'endettement et de guerre commerciale avec les Etats-Unis. On n'observe pas pour le moment de sortie de capitaux mais la dépréciation du yuan fait courir le risque de sortie de capitaux comme en 2016. La différence avec le « bear market » de 2015, c'est la plus forte correction subie par le secteur privé qui sous-performe d'environ 15 % les entreprises d'Etat (SOE) depuis juin. Il y a une interrogation des investisseurs concernant ce



secteur. La politique de *deleveraging* menée par les autorités a particulièrement touché les entreprises privées. Pour se financer, certaines ont gagé leurs actions (*share-pledge loan*). Ce qui a eu un effet négatif sur les cours de Bourse puisque la baisse des actions a entraîné des appels de marge, donc des ventes d'actions pour y faire face et une baisse encore plus importante des actions. On estime à 10 % du marché les actions ainsi gagées, et plus particulièrement à la Bourse de Shenzhen qui accuse un écart de performance de 10 points avec Shanghai depuis janvier.

Le marché va-t-il se stabiliser ou poursuivre sa baisse ?

Les conditions sont en place pour un rebond.

Outre les signes favorables des autorités en direction du secteur privé, le premier argument est celui de la valorisation (9,5 fois les résultats à 12 mois pour la Bourse de Shanghai), malgré des résultats encore de bonne facture. Par ailleurs, le marché chinois commence à recevoir le soutien des investisseurs étrangers. Cela avait été le cas au printemps avant l'inclusion des actions A dans l'indice MSCI. MSCI interroge actuellement les investisseurs sur l'augmentation de la pondération. Enfin, le marché n'attend plus grand-chose des discussions entre les Etats-Unis et la Chine sur le commerce. Le pire est dans les prix. Nous estimons qu'au cours actuel, le marché intègre une baisse de 5 % des résultats l'an prochain.