

**ANALYSE HEBDOMADAIRE**

Alain Freymond – Associé – CIO

24 mars 2020

**Pourquoi la reprise de l'activité en Chine sera relativement forte**

**Peu importe l'amplitude du choc au T1. Ce qui compte c'est le niveau de la relance au T2. Reprise nette du PIB. Ne pas sous-estimer le processus de restockage. Hausse des actions.**

**Points clés**

- La Chine n'a pas seulement arrêté son économie en février, elle a pris une série de mesures exceptionnelles de soutien
- Que peut-on attendre des indicateurs avancés PMI dans les prochains mois ?
- Premiers signes crédibles de reprise
- Les grandes entreprises tournent à 80% de leurs capacités
- Reprise plus lente pour les PME à 60% de leurs capacités
- Risques de baisse de la demande internationale compensés par la volonté de restockage
- Le monde post Covid-19 voudra plus de stocks
- Réserves de change et stabilité du yuan
- Perspectives positives pour les actions
- Valorisations relatives favorables

**La Chine n'a pas seulement arrêté son économie en février, elle a pris une série de mesures exceptionnelles de soutien**

Alors que le gouvernement chinois décidait de confiner tout d'abord la ville du Wuhan, puis la province du Hubei et finissait ensuite par adopter des mesures extrêmes de confinement applicables au pays tout entier, l'économie chinoise accentuait son ralentissement et s'arrêtait pratiquement de fonctionner pendant un temps. Pendant cette période de développement de l'épidémie, la PBoC et le gouvernement n'ont cessé de prendre des mesures de soutien à l'économie.

Ces mesures ont pris des formes diverses et se sont accrues au fur et à mesure que le pays prenait conscience de l'ampleur de l'épidémie.

Suite à la chute d'environ -10% des cours des actions chinoises enregistrée au retour du nouvel-an chinois en début février, la PBoC a annoncé une trentaine de mesures de soutien à l'économie, dont une injection de 300 milliards de yuan pour refinancement de prêts et une baisse des taux de prêt pour les entreprises les plus touchées par la situation.

Une première baisse des taux de refinancement à très court terme de 0.1% a été suivie d'injections de 1.2 trillion de yuan en un jour dans les marchés monétaires, tandis que des injections de 400 milliards de yuan ont été apportées au secteur bancaire.

Le gouvernement chinois annonçait le 7 février qu'il privilégierait la croissance économique au contrôle budgétaire.

Quelques jours plus tard, les gouvernements locaux obtenaient le droit d'émettre près de 850 milliards de yuan d'obligations afin de financer les actions de lutte contre les effets du Coronavirus.

Des mesures fiscales de réduction des taxes pour les entreprises ont été prises à la mi-février qui rassuraient les marchés financiers.

Une nouvelle baisse des taux directeurs de 0.1% à 3.15%, son plus bas niveau depuis 2017, était suivie de nouvelles injections de 200 milliards de yuan au travers de prêts d'une durée d'un an. Le rebond du marché actions a permis de regagner un trillion de dollars de capitalisation boursière, alors que la courbe des taux retrouvait la plus forte pente depuis 2015.

De nouvelles baisses de taux destinées aux entreprises et aux particuliers précédaient une déclaration des autorités soulignant la nécessité

d'adopter des politiques monétaires plus flexibles et de nouvelles mesures fiscales.

Le 25 février, 500 milliards de yuan étaient accordés au titre de refinancement des banques commerciales, aux PME et au secteur agricole à un taux d'intérêt réduit de 25 points de base. Dans le même temps, la TVA était annulée pour les PME du Hubei jusqu'en mai.

Au début du mois de mars, la PBoC a réduit les réserves de cash imposées aux banques pour injecter environ 80 milliards de dollars dans l'économie. Des mesures pour relancer la consommation et la compétitivité des produits et services chinois ont également été annoncées.

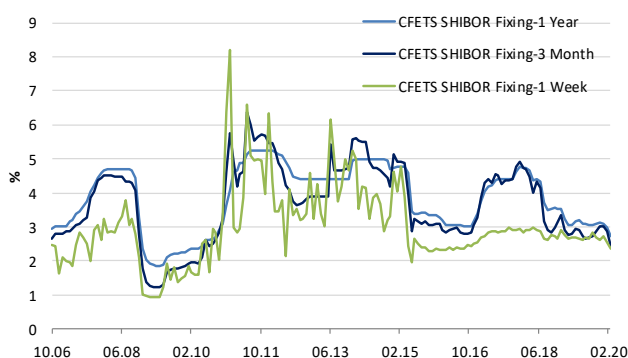
Le 20 mars, la PBoC a décidé de garder inchangé son taux d'intérêt de base pour les nouveaux prêts bancaires, juste avant que le vice-gouverneur de la PBoC n'indique que l'économie retrouverait rapidement son rythme de croissance potentiel.

### Bilan de la PBoC



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Taux d'intérêt



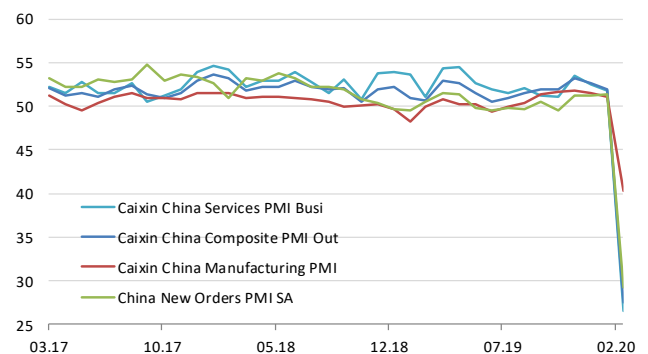
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Que peut-on attendre des indicateurs avancés PMI dans les prochains mois ?

Les indicateurs avancés publiés pour le mois de février se sont effondrés en Chine traduisant le changement

fondamental du sentiment des directeurs d'achat. La chute de 50 à 35.7 de l'indice PMI manufacturier (38.8 novembre 2008) en un mois n'est évidemment pas étonnante dans le contexte du confinement organisé par les autorités chinoises pour faire face à l'épidémie de Coronavirus.

### Indicateurs avancés – PMI (Caixin)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'indice non manufacturier a même atteint un niveau plus extrême en chutant de 54.1 en janvier à 29.6 en février. Les mesures de confinement ont effectivement affecté peut-être plus durement encore les secteurs de services comme la restauration, le commerce, ou l'immobilier par exemple. Ces niveaux d'inquiétude dépassent ceux observés lors de la crise de 2008 pour les indices Caixin également, même si ceux-ci s'avèrent pourtant moins extrêmes que les PMI officiels. L'indice Caixin PMI manufacturier a enregistré une baisse de 51.1 en janvier à 40.3 en février (40.9 en novembre 2008). Ces indicateurs avancés n'avaient donné aucune indication de contraction de l'activité en janvier 2020 malgré le développement déjà visible de l'épidémie, quel est dès lors leur capacité prédictive dans un contexte aussi tourmenté pour les prochains mois ?

Nous estimons qu'il est probable que ces niveaux s'avèrent assez rapidement être les points bas du cycle dans le contexte actuel de maîtrise en cours de l'épidémie en Chine. Mais ces indicateurs de sentiment, s'ils rebondissent nettement comme nous l'attendons déjà en mars, ne seront que peu fiables en comparaison à d'autres séries statistiques plus concrètes.

### Premiers signes crédibles de reprise

L'économie chinoise devrait terminer le 1er trimestre 2020 en enregistrant une croissance à peine positive malgré les mesures exceptionnelles prises pour lutter contre l'évolution de l'épidémie de Coronavirus. Une reprise de l'activité au 2<sup>ème</sup> trimestre pourrait soutenir une croissance de +2%. Sur l'ensemble de l'année, la PBoC attend une performance positive proche de +5.4% du

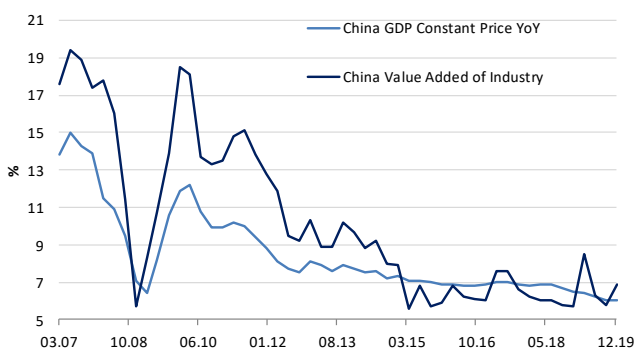
PIB réel chinois, un taux de croissance qui semble aujourd'hui aussi le consensus des experts de la Chine. Ces estimations s'avèreront peut-être proches de la réalité, mais il est bien difficile d'estimer encore aujourd'hui l'impact réel de cette crise sur la performance de l'économie chinoise au 1<sup>er</sup> trimestre. Quoi qu'il en soit, ce qui nous semble essentiel aujourd'hui tient plus dans la réelle capacité de remise au travail durable de l'usine industrielle du monde que de l'amplitude de la crise « passée ».

Les chiffres officiels des dernières semaines indiquent que les grandes entreprises chinoises ont repris le travail et tournent désormais à 80%-90% de leurs capacités. Les petites et moyennes entreprises ont eu plus de peine à reprendre leur rythme de travail et semblent déjà fonctionner à près de 60% de leurs capacités.

On constate effectivement en fin de 1<sup>er</sup> trimestre quelques améliorations de la situation sur certains indicateurs économiques importants en Chine. Une reprise de l'activité semble se manifester notamment dans le secteur des transports aériens, maritimes et sur le réseau routier chinois. Le secteur éolien de production d'électricité semble déjà avoir retrouvé environ 60% de son activité et pourrait déjà fonctionner à plein régime en avril.

**La PBoC est convaincue que la Chine sera capable de retrouver au cours du 2<sup>ème</sup> trimestre déjà une croissance compatible avec son potentiel de croissance selon le vice-gouverneur de la banque centrale M. Chen Yulu.**

### **Croissance du PIB et de la production industrielle**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Risques de baisse de la demande internationale compensés par la volonté de restockage**

Le consensus semble aujourd'hui considérer que la reprise chinoise ne pourra pas être solide et qu'un rebond de l'activité ne sera que très progressif. Un des principaux facteurs soutenant cette analyse d'une lente remontée graduelle de l'activité est aujourd'hui fondée

sur le fait que la demande internationale restera longtemps faible et ne pourra pas apporter de soutien aux exportations chinoises. La crise sanitaire en Europe, aux Etats-Unis et désormais un peu partout dans le monde, aura un impact durable sur ces économies et sur l'état de leur demande externe également. Les importations de ces pays provenant de la Chine devraient encore être réduites au 2<sup>ème</sup> trimestre, ce qui privera l'économie chinoise de l'un de ses principaux moteurs de développement.

Nous convenons aussi que la demande internationale devrait être réduite pendant les prochaines semaines et peut-être plus longtemps encore. Mais ce facteur sera en partie tout au moins compensé par le fait que la crise récente a selon nous déjà beaucoup changé la perception des risques des multinationales. D'une part, la dépendance générale des économies, des entreprises et des chaînes de valeurs à la Chine est désormais un risque clairement identifié. Celui-ci sera nécessairement évalué et des solutions de diversification tout au moins seront recherchées. D'autre part, les méthodes de production en flux tendus limitant au minimum le niveau des stocks seront sans doute également revues. Si le premier risque nous paraît plus complexe et nécessiter d'analyses importantes pour modifier les chaînes de production et canaux d'approvisionnement, il nous semble au contraire qu'il sera plus aisé de décider de réviser les niveaux de stocks adéquats pour permettre une meilleure gestion de crise du même type à l'avenir.

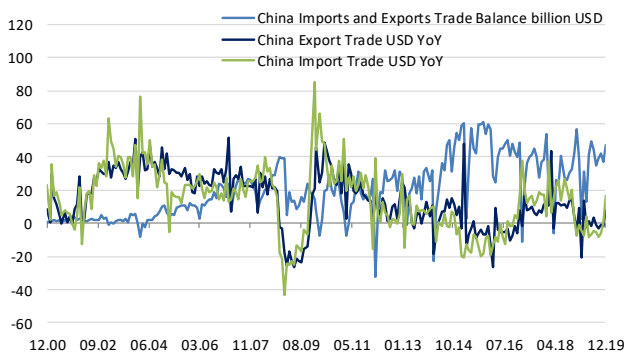
Le contexte sanitaire reste particulièrement aigu à l'heure où nous écrivons ces lignes, mais les mesures de soutien exceptionnelles adoptées dans l'urgence par toutes les banques centrales et les gouvernements en capacité d'action ne manqueront pas de rassurer les multinationales, qui n'attendent pas plus longtemps pour sécuriser leurs sources d'approvisionnement de matières premières ou de tout produit ou services indispensables à assurer leurs capacités de production. Le monde après la pandémie de Covid-19 sera différent à plusieurs titres. En ce qui concerne la demande internationale de produits chinois, nous considérons que les investisseurs sous-estiment aujourd'hui ce facteur.

**La volonté de sécurisation de l'approvisionnement et de restockage à des niveaux supérieurs à ceux qui prévalaient avant la pandémie sera un élément déterminant dans l'évolution prochaine de la demande internationale pour la production chinoise. Le retour à la normale semble donc se mettre en place en Chine, qui n'a que très peu produit au cours des derniers mois. Les inventaires sont certainement faibles et les entreprises, comme le gouvernement, voudront certainement produire pour restocker et être prêtes pour fournir la demande internationale, qui ne pourra pas se passer facilement des produits chinois en 2020 en tout cas.**

## Les exportations et importations chinoises vont rapidement rebondir

Les exportations chinoises se sont effondrées en janvier et février en raison de la fermeture des usines chinoises et de leur incapacité à produire les biens à exporter. Cette chute n'était pas due à la baisse de la demande internationale mais à la chute de la production. Pendant le 1<sup>er</sup> trimestre, les exportateurs chinois ont puisé dans leurs stocks pour exporter ce qui était possible de l'être alors que la demande internationale était encore solide. La chute de -17.2% des exportations en YTD en février contraste avec la baisse réduite de seulement -4% des importations sur la même période. Les plus fortes baisses, supérieures à -24%, ont été enregistrées avec les États-Unis, le Canada, le Japon, le Royaume-Uni et l'Allemagne. La baisse réduite des importations est liée à des effets de retard, elle pourrait s'accroître en mars, mais devrait rapidement rebondir en avril en volume.

### Balance commerciale, exportations et importations (% yoy USD)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

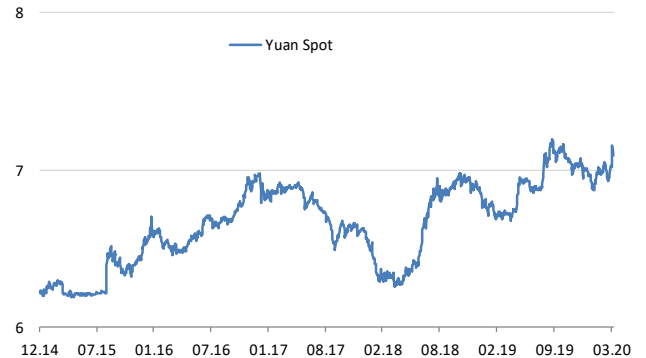
La baisse des prix des matières premières importées en général par la Chine est une aubaine pour l'économie chinoise transformatrice. Les importations en volumes devraient croître plus rapidement qu'en yuan. La balance commerciale déficitaire en février (-7Mrds. \$ YTD) devrait donc à nouveau être bénéficiaire au 2<sup>ème</sup> trimestre 2020.

### Réserves de change et stabilité du yuan

Les réserves de devises de la Chine sont relativement inchangées depuis 2016 et dépassent en février 3'100

milliards de dollars. Le taux de change dollar/yuan n'as pas beaucoup fluctué au cours des derniers mois et pendant la crise sanitaire et le choc économique en Chine. La PBoC a pu contrôler relativement aisément le niveau du yuan qui a oscillé de plus ou moins 0.15 autour de 7 yuans pour 1 dollar en 2020. Cette relative stabilité en période de crise est remarquable.

### Taux de change USD/CNY

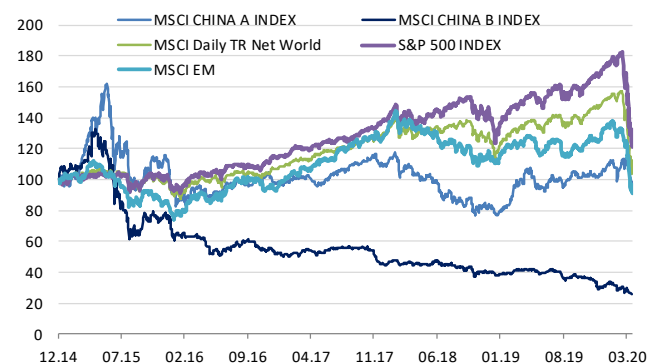


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### Perspectives positives pour les actions

Les actions chinoises se traitent aujourd'hui à 9x les profits 2021, un ratio particulièrement favorable en comparaison d'une valorisation de 13x pour le S&P500, 10x pour l'Europe et 14x pour le Japon. Elles ont relativement bien résisté (-16%) à la panique boursière des dernières semaines et devraient bénéficier du retour des investisseurs de long terme.

### Marchés actions chinois



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

**Information importante :** Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
Rue Sigismond Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch