

Actions chinoises : analyse et perspectives après un été volatil et décevant

Après un rebond encourageant de près de 10 % fin juillet, à la suite de la réunion du « Politburo », les actions chinoises sont repartiées à la baisse et ont atteint leurs plus bas niveaux de l'année. Elles ont effacé la moitié du rebond de près de 50 % qui avait eu lieu après l'annonce de la réouverture du pays en novembre dernier. Comment expliquer cette séquence très volatile et quelles perspectives envisager ?

Après la réunion du « Politburo » fin juillet, le marché avait été davantage encouragé par des déclarations d'intention que par des mesures concrètes de relance. À côté d'un léger assouplissement monétaire, le gouvernement avait publié le 24 juillet un plan encourageant les entreprises privées à investir dans des secteurs clés comme le transport, l'énergie renouvelable, les nouvelles infrastructures, les industries de pointe, les équipements agricoles... Les gouvernements locaux avaient soumis plus de 2 900 projets, d'un montant de l'ordre de 445 Mds USD, dans lesquels les entreprises pouvaient investir, montant somme toute modeste vu les enjeux et le contexte... Le but premier des autorités chinoises était surtout de redonner confiance aux entrepreneurs : 80 % des emplois du pays sont en effet assurés par le secteur privé alors que le gouvernement fait face à un chômage des jeunes trop élevé et qu'une sorte de désenchantement est de plus en plus perceptible au sein de cette population à travers les réseaux sociaux. Compte tenu d'un niveau d'endettement général déjà très élevé, le gouvernement tablait donc sur des mesures minima pour rétablir une confiance générale très éprouvée, plus que sur un engagement budgétaire de soutien.

Cette stratégie, qui a été bien accueillie dans un premier temps, s'est heurtée à la conjonction de trois éléments :

- **La publication d'une série d'indicateurs économiques très décevants**, si bien que l'objectif de 5 % de croissance donné par le gouvernement pour cette année devient désormais aléatoire. De nombreux économistes, parmi les grandes banques



Jean-Marie MERCADAL

*Directeur Général
SYNCICAP AM*

Xinghang LI

*Managing Director
SYNCICAP AM*

internationales, ont ainsi révisé à la baisse leurs attentes et beaucoup voient désormais une croissance inférieure à 5 % cette année : UBS, JP Morgan, Morgan Stanley, Barclays notamment.

- **Le défaut de paiement d'un coupon obligataire par l'un des plus grands promoteurs immobiliers** du pays, Country Garden, qui rappelle que le ralentissement du secteur immobilier est potentiellement très dangereux à la fois pour la croissance et pour le secteur financier. Rappelons que ce secteur représente 25 à 30 % du PIB avec les secteurs induits, qu'il constitue l'essentiel du patrimoine des ménages ainsi qu'une source majeure de revenus pour les gouvernements locaux...
- **Parallèlement, le non-paiement également d'un coupon sur un type de produit d'épargne assez populaire en Chine** et vendu à des clients particuliers plutôt haut de gamme : les « Trusts », qui promettent des rendements annuels de l'ordre de 8 %, avec souvent des versements de coupon tous les 3 mois. Il s'agit cette fois-ci de « Zhongrong Trust », qui fait partie des 10 plus gros Trusts du pays. Ce défaut s'explique par des investissements non liquides et dépréciés sur le secteur immobilier. L'industrie des « Trusts » en Chine, bien qu'en réduction ces dernières années sous la pression du pouvoir qui avait senti un risque, représenterait un montant de 2 000 Mds USD (environ 10 % du PIB) et l'exposition moyenne de ces produits au secteur immobilier serait de 7 %, avec bien entendu des disparités selon les « Trusts » et probablement des effets de levier inconnus.

Cette séquence explique pourquoi la bourse chinoise est aujourd'hui au plus bas et les investisseurs internationaux capitulent : il y a eu près de 10 Mds USD de flux internationaux sortant de la bourse chinoise au cours des deux dernières semaines. Plusieurs questions se posent donc.

- **Quel est l'état de l'économie chinoise ?**

Certains secteurs s'en sortent très bien : cet été, le tourisme a été florissant avec une forte hausse des demandes de voyages dans le pays et des taux d'occupation des infrastructures de loisirs et de transport très élevés. Sur le plan industriel, la dynamique positive des véhicules électriques se poursuit avec des ventes

domestiques en hausse de 31,5 % par rapport à la même période l'année dernière et une progression de 91,3 % des ventes à l'exportation.

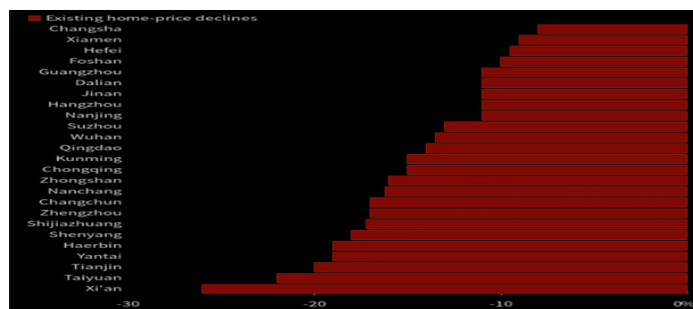
Mais, dans l'ensemble, la situation économique est très difficile et les chiffres de juillet sont particulièrement décevants : les taux de croissance de la production industrielle, des ventes de détail et des exportations ont baissé à respectivement 3,7 %, 2,5 %, 1,2 %. La consommation de ciment, qui est un bon indicateur instantané de l'activité de la construction, a baissé de 5,7 % sur 1 an contre encore seulement -1,5 % en juin. Les demandes de crédit sont également en baisse.

DEUX FACTEURS PÈSENT LOURDEMENT :

1 - Le secteur immobilier

Les ventes de biens immobiliers ont plongé en juillet, en repli de 30 % depuis les plus hauts et les mises en chantier de nouvelles résidences ont baissé de 60 %. L'activité de construction se maintient cette année tant bien que mal car les autorités ont fait pression pour que les projets pré-vendus soient achevés. Mais à horizon 1 à 2 ans, les perspectives de ce secteur sont très moroses. Les prix de l'immobilier ont également baissé et quelquefois d'une ampleur significative de 10 % à 20 % dans certaines régions.

Les prix de l'immobilier ont baissé

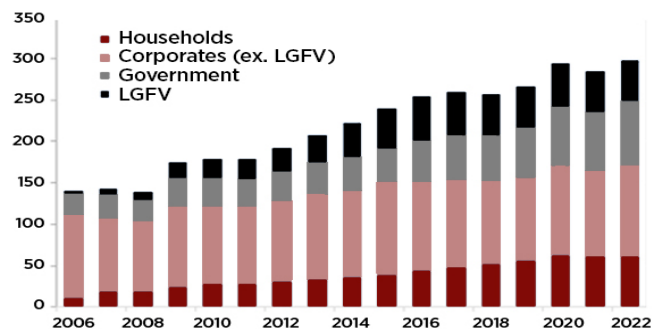


Source : Bloomberg de novembre 2018 à mars 2023

Ces baisses sont inquiétantes car il y a beaucoup de dettes dans ce secteur. Le montant total des dettes immobilières du pays est estimé à 8 400 Mds USD, ce qui représente ainsi près de 54 % du PIB de la Chine, dont 34 % de dettes hypothécaires et 20 % de dettes des développeurs. Les dettes hypothécaires des particuliers ne représentent pas a priori de danger majeur, les effets de levier sont faibles car un apport significatif est demandé pour l'acquisition. Le risque se situe plutôt sur les dettes des développeurs, constitués de crédits bancaires et d'obligations. 75 % de ces dettes seraient détenues par les banques chinoises. Pour les grandes banques, cela représenterait environ 3 % de leurs actifs totaux, contre 5 % pour les banques de taille plus petite. A priori, selon différentes études mettant en évidence des stress tests sur le secteur, les grandes banques chinoises auraient la capacité d'absorber des pertes sur ces crédits, en admettant que tous les autres pans de l'économie ne s'effondrent pas en même temps. Ce ne serait pas forcément le cas pour les banques de taille plus modeste, qui auraient besoin d'être recapitalisées. Parallèlement, le cas des dettes émises par les gouvernements locaux est aussi un sujet de préoccupation pour Pékin. Avant

2020, le secteur immobilier représentait 38% des revenus des gouvernements locaux, avec près de 7 % provenant des taxes sur la propriété et 31 % de la vente de terrains. Or, les dernières statistiques montrent une baisse de près de 46 % de ces ventes depuis 2021. Et cette tendance ne va pas s'améliorer compte tenu de l'excès d'offre actuelle et des tendances démographiques : la population chinoise a en effet atteint son pic et commence à décroître. Deux problèmes apparaissent : cela réduit la capacité d'investissement des régions, et donc pèse sur la croissance ; par ailleurs, cela accroît le risque de crédit sur le stock de dettes très significatif émis par ces gouvernements locaux (cf. graphique ci-après). Sur ce sujet, la Banque Centrale de Chine étudierait des mesures d'urgence de facilités de crédit afin de permettre une restructuration ordonnée de ces dettes, détenues exclusivement par des investisseurs domestiques, ce qui permettra une résolution interne dans le pays.

Évolution de la dette chinoise en % du PIB par catégorie d'émetteurs (LGFV : instruments financiers émis par les gouvernements locaux)



Sources : BIS, WIND, Goldman Sachs Global Investment Research à fin 2022

2- Le contexte géopolitique et économique international

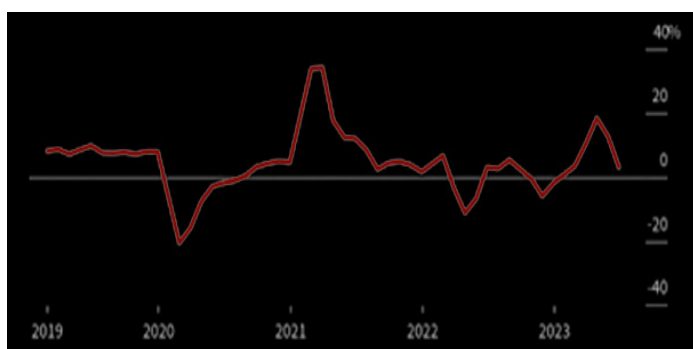
Le durcissement des relations politiques avec les États-Unis pèse, et pas seulement sur le secteur des technologies de pointe soumis à différentes restrictions (interdiction d'exportations américaines vers la Chine sur certains segments, boycott d'entreprises chinoises...). Le concept de « réduire le risque Chine » incite les entreprises occidentales à repenser leurs circuits d'approvisionnement, au détriment de la Chine et au profit d'autres pays (Mexique, autres pays d'Asie...). En conséquence, les investissements directs étrangers en Chine ont plongé de 87 % au deuxième trimestre par rapport à l'année dernière, à seulement 4,9 Mds USD. C'est le niveau le plus bas depuis 1998, c'est-à-dire depuis que ces chiffres sont recensés. Les flux financiers internationaux reculent également : durant les 7 premiers mois de l'année, ils ont vendu pour près de 30 Mds USD d'obligations chinoises.

Par ailleurs, le ralentissement économique aux États-Unis et en Europe pèse sur les exportations chinoises. Le RMB, la monnaie chinoise, est ainsi sous pression. Il a baissé de plus de 5 % depuis le début de l'année contre le dollar. Pour l'instant, les autorités monétaires chinoises s'emploient à atténuer les trop fortes variations et semblent essayer de privilégier une forme de stabilité de la monnaie. Il y a toutefois un risque de dépréciation supplémentaire.

En fin de compte, la confiance manque : à l'intérieur du pays et à l'international. De plus en plus d'observateurs comparent désormais la Chine au Japon d'il y a 30 ans et évoquent une sorte de déflation sous-jacente. L'inflation y est en effet proche de 0 % et la dernière publication de l'indice des prix en juillet est en baisse de 0,3 %. Le taux de croissance moyen nécessaire pour atteindre les objectifs de doublement de la taille de l'économie à horizon 2035, à savoir 4,5 % par an, semble désormais plus difficile à atteindre ; cela contraste avec le taux moyen de croissance de 8% à 10 % de la dernière décennie. Les taux d'intérêt chinois peuvent ainsi encore baisser et ils devraient rester bas pendant longtemps.

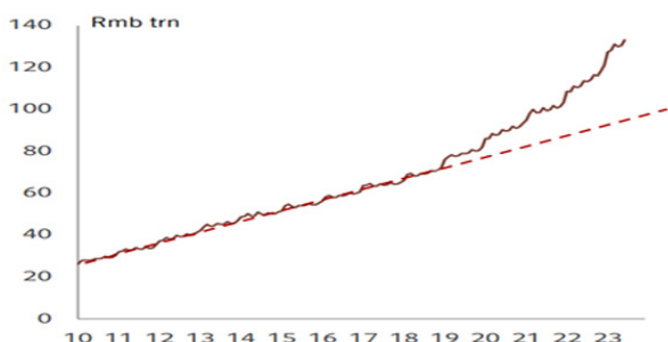
Dans ces conditions les ménages, au-delà d'un rebond naturel post-covid, ne sont pas enclins à consommer et le taux d'épargne reste très élevé (cf. graphiques ci-après). Cette épargne sera-t-elle sollicitée pour investir en bourse ? C'est ce que souhaiteraient les autorités. Actuellement, le taux de détention d'actions dans le patrimoine des ménages est très faible (il serait autour de 4 %). Les autorités boursières viennent de décider de baisser de moitié les taxes sur les transactions boursières pour susciter de l'intérêt, mais quand la confiance manque...

Évolution des ventes de détail en Chine depuis 2019 (en %)



Source : National Bureau of Statistics à fin juillet 2023

Évolution des comptes de dépôt des ménages chinois par rapport à leur tendance de long terme



Sources : Pictet Wealth Management, WIND, à fin juillet 2023

• QUELLE EST LA STRATÉGIE DU GOUVERNEMENT ?

Le gouvernement semble partagé entre une volonté d'assainir une bonne fois pour toute l'économie (corruption, excès d'endettement...) et répondre aux problématiques de

croissance à court terme. L'objectif du Président Xi Jinping et de son programme de « Prospérité commune » est de viser une croissance de qualité plutôt que quantitative, en essayant de réduire les écarts de richesse et en comptant davantage sur les propres forces internes du pays et son marché domestique. Mais, d'un autre côté, il est pris par le temps et le mécontentement d'une partie de sa population qui commence à s'agiter et manifester ici et là...

Jusqu'à présent, il n'y a pas eu de grand plan de soutien comme la situation pourrait l'exiger et comme nous l'avons vu par le passé. **En l'état, compte tenu de la situation, nous pensons que de nouvelles mesures de soutien au secteur immobilier sont inévitables pour contrer le cercle vicieux négatif qui est en train de s'enclencher.** Le gouvernement a plusieurs outils à sa disposition : de nouvelles baisses de taux ; les restrictions d'achat qui avaient été décidées pour calmer la spéculation du marché peuvent être complètement annulées, de même que l'apport minimal qui pourrait être abaissé jusqu'à 20 %, y compris pour les villes tier 1 et 2 où la demande est plus forte, ce qui pourrait au moins contribuer à stabiliser le marché. Signe que les choses pourraient bouger, il vient de proposer aux gouvernements locaux d'abandonner la règle qui disqualifie les acheteurs potentiels qui ont déjà contracté un emprunt hypothécaire par le passé. Sur le plan budgétaire, les choses pourraient prendre plus de temps mais le gouvernement pourrait directement faire l'acquisition des stocks très dépréciés, pour les détruire ou les convertir en logements à louer. À grande échelle, cela aurait le mérite de soutenir l'activité et d'améliorer le ratio offre/demande du marché. En tout état de cause, en cas d'urgence extrême, Pékin serait le prêteur en dernier ressort, même si les politiques de « Quantitative Easing »⁽¹⁾ menées en Occident ne constituent pas un modèle que le pouvoir souhaite suivre, car il est suspecté ici d'entretenir des bulles.

• QUE PENSER DU MARCHÉ DES ACTIONS ?

La baisse des actions chinoises ressemble, à certains égards, à une phase de capitulation. La situation très compliquée en Chine semble décourager les derniers investisseurs qui croyaient à un rétablissement de la bourse. Les valorisations sont effectivement basses mais, pour l'instant, c'est un « value trap » !

Selon les différentes estimations, le PER⁽²⁾ à 12 mois de l'indice MSCI China se situerait autour de 10, ce qui se situe dans zones historiques les plus basses de ces 30 dernières années.

Multiple de valorisation du MSCI Chine

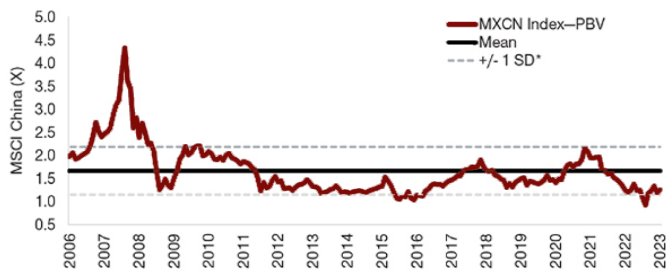


Source : Refinitiv à fin juillet 2023

⁽¹⁾ Quantitative Easing : rachats massifs de titres de dettes par une Banque Centrale • ⁽²⁾ PER : Price Earning Ratio. Indicateur d'analyse boursière : ratio de cours divisé par le bénéfice.

Compte tenu de la situation économique, il y a bien entendu des risques de révisions à la baisse des bénéfices attendus pour l'année prochaine. **Pour l'instant, au 10 août, les bénéfices sont attendus en hausse de 21,3 % en 2023 et 14,8 % en 2024 d'après le consensus des analystes calculé par IBES.** Il est probable que ces chiffres ne seront pas atteints. Aujourd'hui, 41 % des entreprises de l'indice MSCI China ont publié leurs résultats semestriels : 33 % des entreprises ont publié au-dessus des attentes, 37 % en dessous et 30 % en ligne. Avec une stabilisation des bénéfices, le PER à 12 mois serait ainsi proche de 12, ce qui reste raisonnable en absolu comme en comparaison internationale.

Évolution du prix/valeur d'actif du marché (Price/Book Value) moyenne et 2 écarts type



Sources : Bloomberg, MSCI, T. RowePrice du 28/02/2006 au 31/03/2023

La valorisation en termes de prix par rapport aux valeurs d'actifs (Price/Book Value) donne des conclusions similaires et montre que le marché se situe plutôt dans des zones historiques de valorisation plutôt basses.

Parmi les conclusions du « Politburo » de juillet, il y avait aussi l'objectif de « revitaliser les marchés de capitaux » et de « redonner confiance aux investisseurs ». La CRSC, l'autorité de tutelle des marchés chinois, vient d'organiser un séminaire le 24 août avec les cadres dirigeants de plusieurs institutions financières pour les inciter à stabiliser le marché des actions. Les fonds de pensions et les plus grandes banques et compagnies d'assurance sont donc sollicités pour accroître les investissements en actions et à soutenir l'activité économique. Le nom des banques et des institutions qui ont participé à cette réunion n'a pas été communiqué. Par ailleurs, le régulateur envisage de rencontrer quelques-uns des plus grands assets managers dans le monde pour tenter de leur redonner confiance.

En termes de secteurs, les valeurs de croissance, comme la technologie, devraient bénéficier d'un environnement de taux bas. La santé est un secteur de long terme qui nous semble assez porteur, mais il est actuellement très volatil du fait d'une campagne anticorruption assez sévère.

Synthèse

En synthèse, la situation économique chinoise est très compliquée : la Chine fait face à des difficultés conjoncturelles (immobilier, contexte international) mais aussi structurelles. Il faut probablement s'attendre à un taux de croissance durablement plus bas au cours des prochaines années, mais une crise financière systémique semble peu probable. Le gouvernement dispose des outils pour enrayer la crise actuelle mais il semble réticent à les utiliser pleinement pour le moment. Il y sera peut-être contraint. Dans ce contexte, les taux d'intérêt demeureront très bas. La valorisation d'ensemble du marché a déjà pris en compte cette réalité difficile. Le marché n'est pas cher mais il faut restaurer la confiance pour faire revenir les investisseurs.



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

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 AM.