

MARKET VIEW

5 JUILLET 2021

Chine : stop ou encore ?



Laurent DENIZE,
CIO Asset Management



Jan VIEBIG,
CIO Private Wealth Management

Après un excellent début d'année, portées par les anticipations de normalisation de la croissance mondiale, les actions chinoises (Shanghai Shenzhen CSI 300) sous-performent depuis mars. Essayons d'en comprendre les raisons et d'estimer s'il est maintenant opportun de se repositionner à l'achat.

Quelles sont les origines de cette sous-performance relative ?

1. Le resserrement des conditions de crédit constitue de facto un frein à la croissance.

Certes, la Chine a bénéficié à plein du fort rebond de l'économie mondiale et a même dépassé fin 2020 la tendance de croissance qui prévalait avant la crise (6.5% vs 6%). Néanmoins, afin de limiter la surchauffe, les responsables politiques ont donné la priorité à la maîtrise des risques financiers et de l'aléa moral. Le soutien de l'État aux émetteurs a donc été réduit et les banques ont reçu l'ordre de limiter les prêts. Ces efforts ont permis de ramener la croissance du crédit au rythme pré-covid mais ont mécaniquement agi comme un frein sur l'activité économique.

2. L'appréciation de la devise

La surperformance de la monnaie chinoise (RMB ou Reminbi) est remarquable étant donné qu'elle se produit dans le contexte du ralentissement économique évoqué ci-dessus.

La force du RMB peut être attribuée à trois facteurs principaux. Premièrement, bien que la croissance du crédit décélère en Chine, les données ne suggèrent pas

que l'économie s'effondre. Les indices PMI sont en territoire d'expansion. De plus, la reprise mondiale stimule la demande de produits chinois, et l'important excédent de la balance courante de la Chine est un facteur de renforcement pour le RMB. Troisièmement, bien que les écarts de rendement des obligations réelles sino-américaines se réduisent pour les échéances à court terme, les taux réels chinois restent relativement élevés, en particulier pour les échéances à long terme. Cette dynamique attire les flux de capitaux étrangers sur les marchés obligataires chinois. Ces forces étant susceptibles de se maintenir à l'avenir, les autorités chinoises reprennent la main et ajustent la parité RMB/USD en achetant des Treasuries américaines en USD. L'appréciation du RMB devrait donc être contenue dans les prochains mois et limiter l'impact négatif sur les exportations.

3. Un biais « croissance » et technologique heurté par la guerre technologique US-Chine

Le durcissement de la réglementation dans le secteur de l'internet a un impact considérable compte tenu de l'ampleur de la pondération de ce dernier dans les indices offshore (plus de 40 % du MSCI Chine). Depuis octobre dernier, le durcissement réglementaire a pris plusieurs dimensions. A titre d'exemple, nous citerons la mise en place systématique d'un audit des entreprises de fintech (exigences plus strictes en matière de capital) ainsi qu'un débat sur la question de la concurrence qui se concrétise par des enquêtes et des amendes pour les entreprises ayant une position dominante (2,8 milliards de dollars américains pour Alibaba par exemple).

En conséquence, les indices HS Tech et CSI Internet ont reculé de 27 % et 34 %, respectivement, depuis leurs sommets de la mi-février, sous-performant non seulement les marchés chinois au sens large, mais aussi le secteur de la technologie américaine. Dans le même temps, les estimations à 2 ans des BPA sont restées stables à +30% en moyenne permettant une amélioration de la valorisation du secteur, avec un P/E à terme en baisse de 10 points pour atteindre 32x, en y+1 et 25x en y+2 soit des niveaux raisonnables pour des valeurs de croissance dans le secteur technologique.

Certains signes récents montrent une volonté de détente. La représentante des États-Unis pour le commerce, Katherine Tai, a indiqué qu'elle comptait rencontrer son homologue chinois "à court terme". La nomination prochaine du chef du Bureau de l'industrie et de la sécurité au Département du commerce, l'agence en charge de l'application de la loi sur le commerce extérieur, est aussi un signe de la volonté de la Chine de s'engager dans la voie du dialogue.

Conclusion : faut-il acheter ou rester à l'écart ?

Sans aucun doute, le renforcement de la réglementation de l'Internet, la politique de désendettement et le ralentissement du crédit ont pesé sur les performances récentes des actions chinoises. Même si le ralentissement du crédit n'a peut-être pas encore atteint son terme, la nature différente du cycle de désendettement actuel n'a eu qu'un impact matériel limité sur les actions. Quant au risque réglementaire, il est devenu plus équilibré et mieux compris.

Après la correction du 1er trimestre, le ratio rendement-risque penche donc en faveur d'un repositionnement sur les 6 prochains mois notamment sur les secteurs de croissance, dont l'Internet. Le changement récent d'orientation de la FED aplatit par ailleurs la courbe des taux et, en ce sens, favorise les actions de croissance. A 15 fois les résultats (12 mois forward) pour le SS CSI

300, on est loin des 21 fois atteintes en mars dernier. C'est une opportunité de repositionnement qu'il faut saisir, selon nous.

Nous pensons néanmoins que cette phase d'appréciation ne se fera pas en ligne droite.

La phase du « miracle » de la croissance chinoise est terminée. La croissance potentielle du PIB ralentit structurellement (démographie et impact de la politique de l'enfant unique) et il sera plus difficile pour Pékin de maintenir la stabilité financière et sociopolitique.

La Chine n'est pas en mesure de modifier radicalement le cours de la politique nationale avant le vingtième congrès national du parti communiste en 2022. L'administration Xi s'attache à normaliser la politique monétaire et fiscale et à éviter toute perturbation sociopolitique avant cet événement critique, au cours duquel le secrétaire général Xi Jinping pourrait se voir confier le poste de « président suprême » qu'occupait autrefois Mao Zedong. Cela signifie qu'il est peu probable que Pékin procède à un changement de cap majeur avant le remaniement de 2022 - et même alors, une nouvelle orientation est peu probable. Ainsi, le parti communiste redoute les conséquences d'un ralentissement de la croissance potentielle sur l'emploi. Le maintien du « pacte social » devra nécessairement passer par des mesures de soutien domestique et notamment de favoritisme national.

Il en résulte que les tensions avec les États-Unis et les voisins asiatiques de la Chine vont persister. La montée de l'incertitude politique est une tendance séculaire qui reprendra tôt ou tard, au détriment d'un environnement d'investissement stable et prévisible.

De la valeur relative donc mais au prix d'une volatilité élevée.

Avertissement

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Toute référence à des valeurs individuelles a été incluse à des fins d'illustration uniquement. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 – Fax : 33(0)1 44 51 85 10 – www.oddo-bhf.com
ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € – RCS 652 027 384 Paris – agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444.
www.oddo-bhf.com