



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

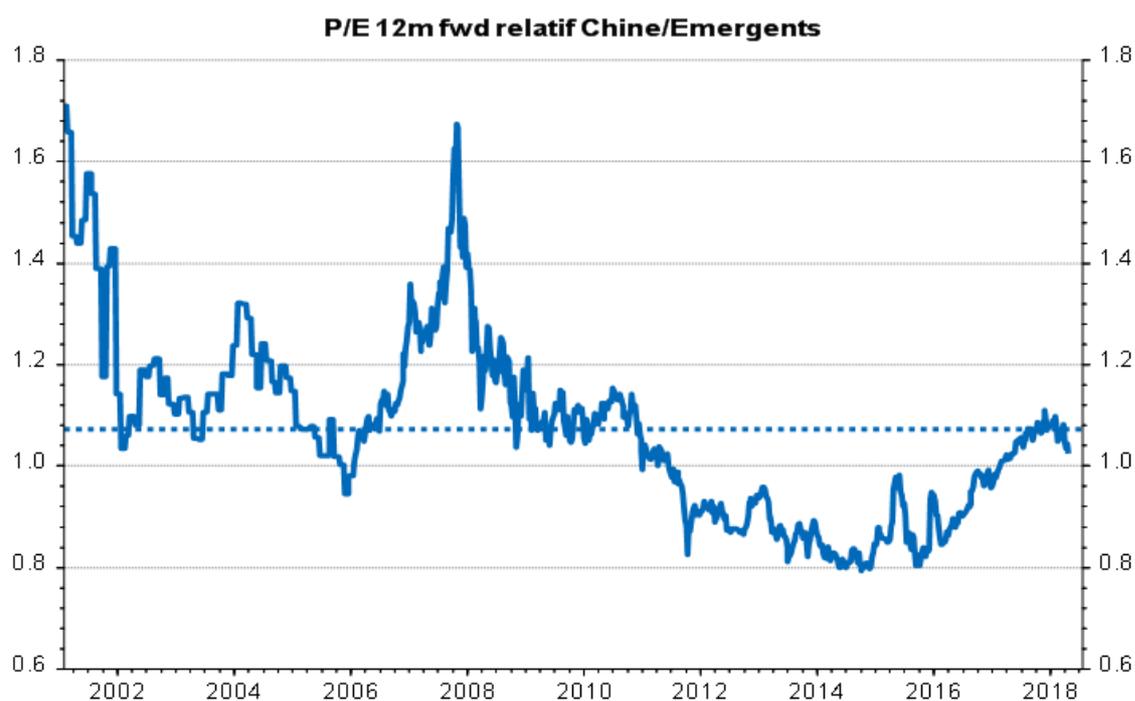
### Chronique hebdomadaire 30 avril 2018 Pourquoi acheter des actions chinoises ?

Allons à l'essentiel et concentrons-nous sur MSCI China.

1/D'abord dans une optique de court terme.

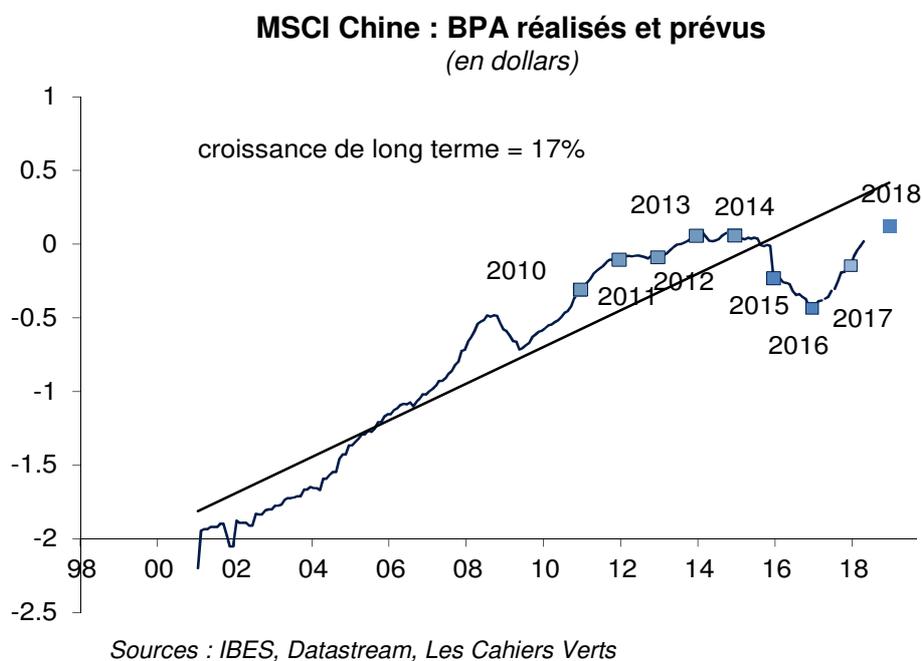
Les marchés actions chinois se sont repliés au cours des derniers mois (-12% en dollars depuis son pic de fin janvier). Cela reflète avant tout une dégradation de l'appétit pour le risque, général, émergents et chinois, du fait notamment de l'intégration du risque protectionniste. Ainsi, les valorisations chinoises ressortent à 12,2 de p/e 12m fwd, soit 10% au-dessus de la moyenne sur 10 ans vs 24% au cours des 3 mois précédents.

Surtout, la valorisation relative longue par rapport aux autres pays émergents s'est retournée alors que la tendance était haussière depuis début 2016 (cf. graph ci-dessous). Elle repasse ainsi en dessous de sa moyenne longue. Le marché ressort moins cher qu'auparavant, en particulier face à l'Inde ou au Brésil.



Source: Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Il est vrai que le momentum de BPA se réduit, mais les prévisions ne sont pas excessives. Elles ressortent désormais à plus de 16% pour 2018, après une hausse déjà substantielle en 2017. Cela n'est pas démesuré compte tenu des déceptions substantielles de 2014 à 2016. Ainsi les BPA de 2018 demeurent sous la tendance de long terme (cf. graph ci-dessous).



Certes, les indicateurs avancés de la conjoncture chinoise suggèrent un certain ralentissement pour les prochains mois, mais il demeure des marges de manœuvre monétaires. Bien sûr, il reste le risque protectionniste et la date-limite du 22 mai. Mais nous continuons de penser que les mesures annoncées sont relativement marginales pour la Chine et qu'elles ne déboucheront pas sur une spirale protectionniste profonde<sup>1</sup>. Bien sûr, il reste le poids de la dette et du shadow banking chinois : mais il y a indéniablement depuis plus d'un an un certain nombre d'améliorations<sup>2</sup>, même s'il faut continuer d'être vigilant. En outre, malgré la hausse du yuan ces derniers mois (+9% en termes effectifs réels depuis mai 2017), celui-ci demeure nettement plus faible qu'à l'été 2015 (-4%), lors de la correction liée à la dévaluation de la devise chinoise. Sa valorisation semble raisonnable par rapport aux fondamentaux (modèle comportemental, écart à la moyenne). De plus, le risque de taux en provenance du monde riche est plus faible que par le passé. Ainsi, les perspectives de stress financier et de fuites de capitaux semblent assez réduites en l'état.

2/Ensuite dans une perspective de moyen-long terme. Il ne s'agit pas de jouer ici le rattrapage économique et technologique de la Chine, mais son approfondissement financier. Depuis presque 10 ans, la libéralisation financière interne (libéralisation progressive des taux d'intérêt, fin de la limite à 75% du ratio crédit sur dépôt, gestion de la politique monétaire par les taux, ...) et surtout, externe

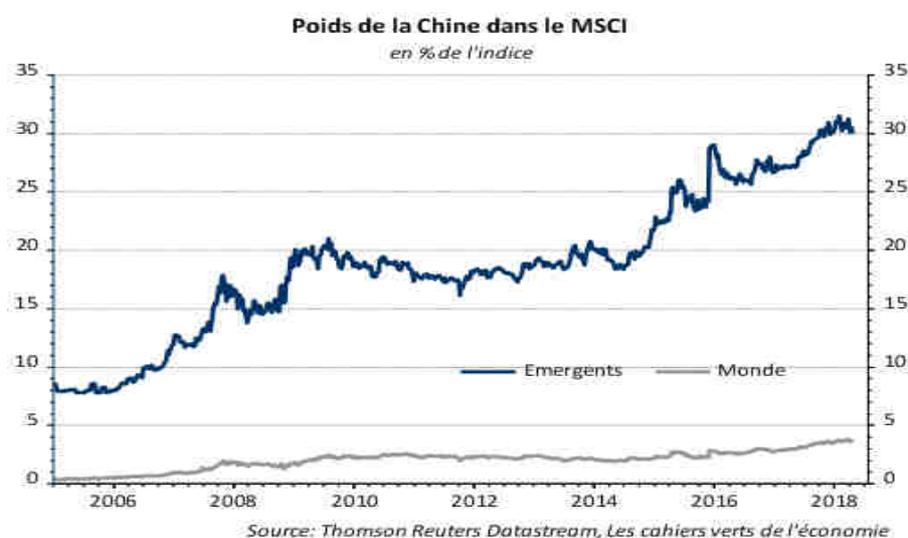
<sup>1</sup> Voir notamment notre alerte du 28 mars dernier « Guerre commerciale sino-américaine et les marchés » et notre chronique hebdo du 26 mars « Trump, la Chine et le marché actions »

<sup>2</sup> Voir notamment notre alerte du 4 avril : « Et si l'on reparlait du shadow banking chinois ? »

(ouverture du marché obligataire en 2010 et 2016, puis ouverture des marchés actions, en 2011 via les quotas et en 2014/2016 via les connects, voir infra) s'est fortement développée.

En 2016-2017, la libéralisation s'est poursuivie aussi bien sur le marché des changes (intégration du yuan dans le panier DTS du FMI) que sur les marchés d'actifs (ouverture des marchés domestiques aux investisseurs étrangers et intégration à partir de juin prochain des actions A dans les indices MSCI). Après Shanghai (novembre 2014), le « Shenzhen-Hong Kong Connecta » a été lancé fin 2016. Il permet aux investisseurs étrangers d'accéder aux actions domestiques chinoises listées à Shenzhen via HK. Et ce, sans quota.

Cette ouverture n'est pas anodine puisque les marchés A de Shanghai et Shenzhen représentent à eux deux plus de 70% de la capitalisation chinoise totale. Or, la Chine représente 16% de la capitalisation boursière mondiale (conforme à son poids dans le PIB mondial en dollars courants, 15%), mais seulement 3,5% en tenant compte du flottant (MSCI, cf. graph ci-dessous). Au sein même du MSCI Emerging markets, elle ne représente que 30% de l'ensemble, contre 38% du PIB émergents (en dollars courants).



Et, surtout, la part des investisseurs étrangers était auparavant quasiment inexistante (moins de 3% de la capitalisation). Observons 2 points. D'abord, si le facteur d'inclusion dans le MSCI EM suit la trajectoire historique de ceux de Taiwan et de la Corée (+12% par an) les actions A pourraient alors représenter près de 9% du MSCI EM à horizon 5 ans, soit un total de 40% pour l'ensemble de la Chine. Même si cela supposera notamment une libéralisation plus explicite sur les mouvements de capitaux et l'abolition du système de quotas. Ensuite, le MSCI émergents permet aux investisseurs de s'exposer passivement à la Chine sans problème de liquidités tout en diversifiant le risque (23 pays) et sans s'exposer au renminbi.

Plus récemment, Xi Jinping a déclaré au sommet de Bo'ao vouloir accélérer l'ouverture des secteurs financiers (et manufacturiers) et revoir d'ici la fin du 1er semestre les secteurs sous le coup de limites sur les flux d'IDE ; (ii) Renforcer la protection de la propriété intellectuelle.

Le nouveau gouverneur de la PBoC, Yi Gang, a prolongé cette orientation en s'engageant sur un certain nombre de points : a) augmenter, dès le 1er mai prochain, les volumes quotidiens de transactions autorisées (gelées depuis le début des sorties de capitaux en 2015) sur le Connect actions entre Shanghai et Hong Kong. Ce mouvement est symbolique (les limites précédentes n'ayant été atteintes que 3 fois depuis 2014), mais il doit renforcer la confiance des investisseurs avant

l'inclusion en juin des actions chinoises domestiques A dans le MSCI EM. Parallèlement, un Connect actions entre Shanghai et Londres doit être lancé cette année ; b) supprimer les plafonds de détention du capital dans les banques et les sociétés de gestion d'actifs et faciliter la création de succursales et de filiales de banques étrangères ; c) relever les plafonds de participation étrangère pour les sociétés de gestion et les compagnies d'assurance-vie à 51%.

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).  
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**