LES CAHIERS VERTS
DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
13 juin 2022

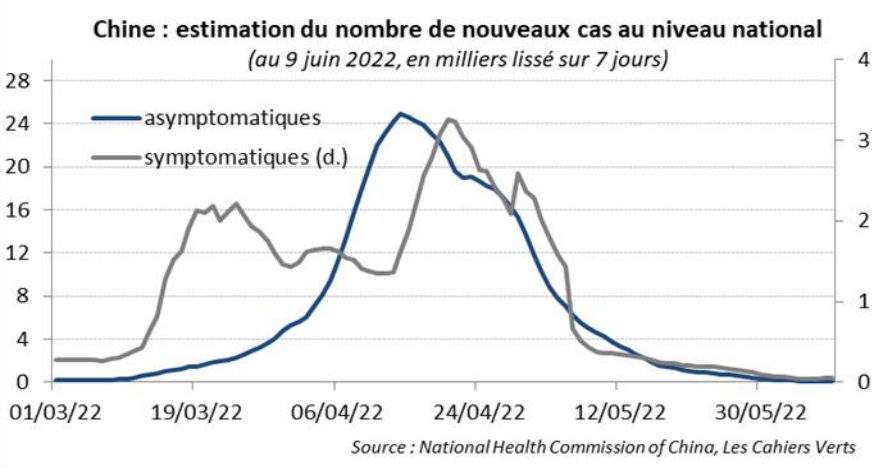
D'ici fin 2022, que faire des actifs chinois ?

Nous avons joué (en allocation stratégique à 6 mois) le rebond du marché actions chinois le mois dernier[1]. Depuis la mi-mai le MSCI China Net Total Return a rebondi de 14,5% en dollars (13% en euros). Cela se compare très positivement au MSCI monde (-1.8% sur la même période).

Y a-t-il encore un potentiel de surperformance du marché chinois dans les mois à venir ? Notre réponse est oui.

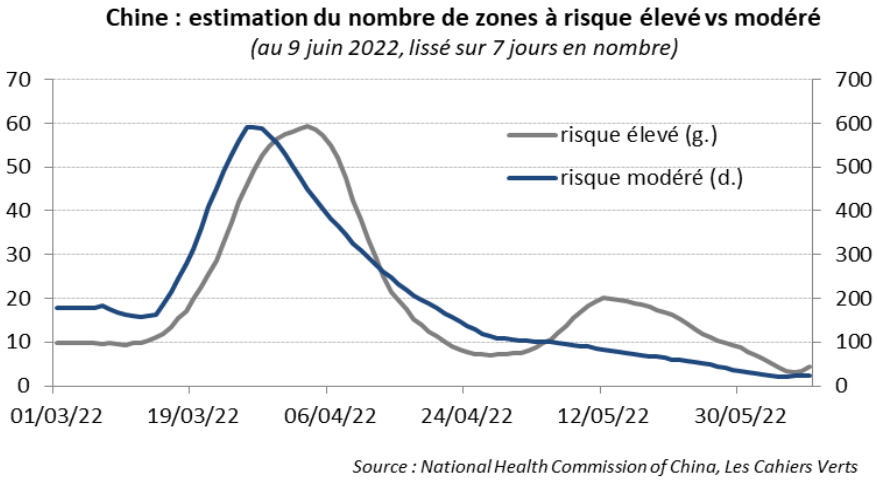
Il y a 9 points à regarder à ce sujet.

1/ La situation sanitaire en Chine. Au niveau agrégé, elle a d'ores et déjà montré des signes très nets de normalisation. Au 9 juin, et lissés sur 7 jours, le nombre de nouveaux cas, qu'ils soient symptomatiques ou pas, a continué de se réduire pour repasser sous ses niveaux de début mars. C'est également le cas pour l'estimation du nombre de zones à risque (les plus susceptibles de connaitre des confinements) ; cf. graphiques ci-dessous.



[1] Asset Allocation mai 2022 (12 mai 2022)

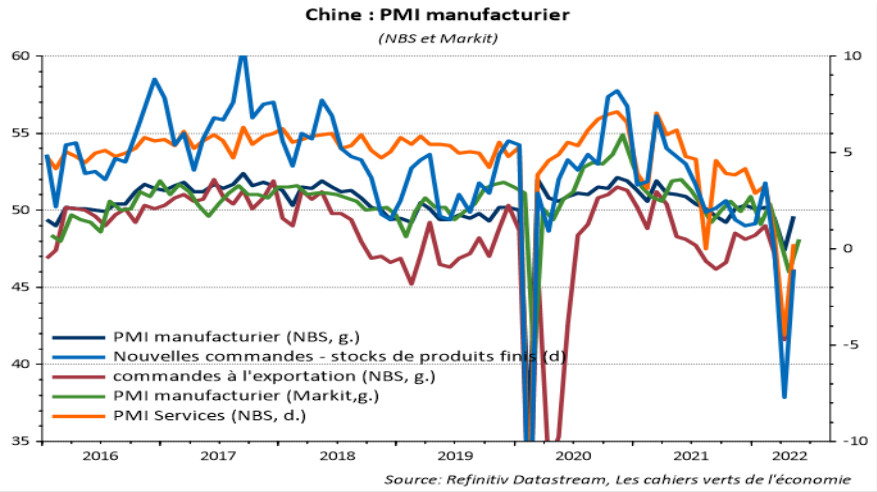
Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR



Ce mouvement s'est accompagné d'une levée progressive des restrictions de mouvement à Shanghai et Pékin.

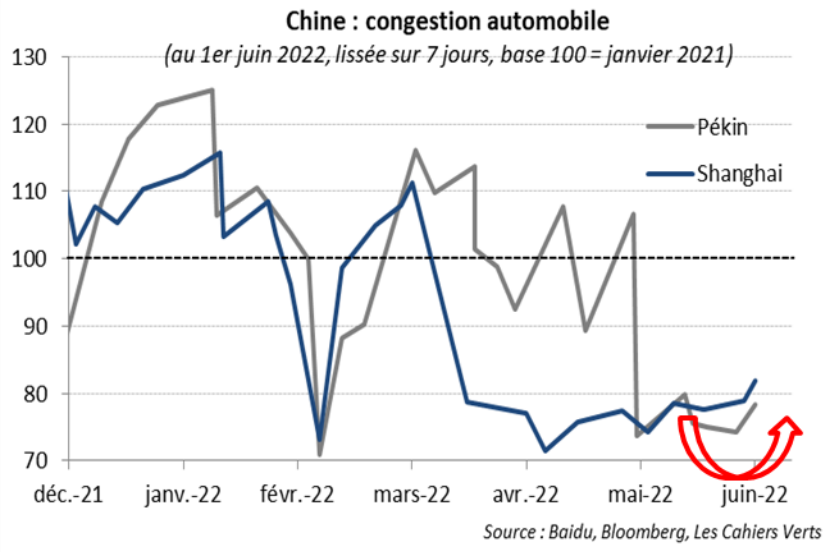
Certes, la situation sanitaire de la Chine reste fragile. Le taux de séroprévalence est extrêmement bas, conséquence directe de la politique 0-covid et l'efficacité des vaccins domestiques relativement basse à moins de 3 doses, la couverture vaccinale des personnes âgées étant particulièrement faible. L'entrée dans l'été permet d'envisager une évolution durablement positive dans les prochains mois, mais il faudra surveiller avec attention l'évolution de la campagne vaccinale chez les seniors. Il y a sur les derniers jours une petite reprise des cas et l'on évoque un reconfinement partiel à Shangaï.

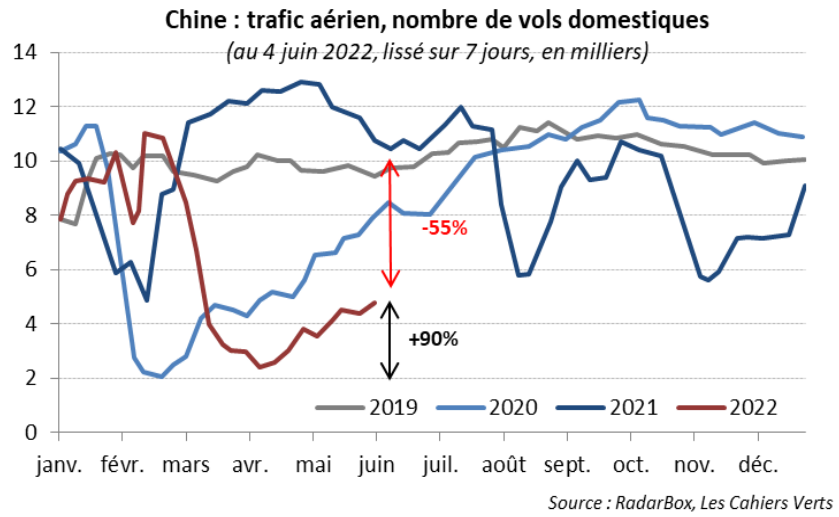
2/ Le déconfinement a évidemment poussé la mobilité à la hausse et les signes de reprise se sont multipliés en mai : rebond des enquêtes PMI (cf. graphique ci-dessous), des ventes automobiles (+ 30% sur le mois) et des exportations (un plus haut depuis janvier) ; accélération de la hausse du crédit et de la masse monétaire.



Même remarque pour les indicateurs à haute fréquence (plus récents) : hausse de la congestion automobile à Shanghai et Pékin ; progression du trafic aérien domestique (+90% depuis son creux) ; hausse de la fréquentation du métro (pour la seconde semaine consécutive) ainsi que des cinémas (cf. graphiques ci-dessous).

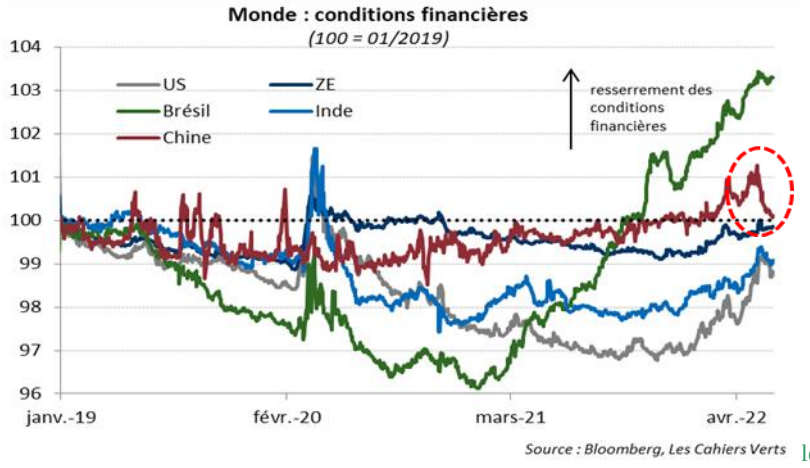
Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR





3/ Rappelons aussi que la République Populaire de Chine est le seul grand pays du G20 à conduire une politique économique expansive, à la fois au plan monétaire (baisse des taux directeurs et des réserves obligatoires) et budgétaire.

L'efficacité des mesures monétaires se constate à travers l'amélioration des conditions financières. La Chine est, encore une fois, le seul pays où celles-ci s'améliorent (cf. graphique ci-dessous).



Socofi les
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

Le 23 mai, le State Council a annoncé 33 mesures de soutien à l'activité, en faveur notamment des entreprises (crédits d'impôts, différé sur les contributions sociales, moratoire sur les remboursements des prêts, doublement de la facilité de prêts destinés aux PME, augmentation du plafond de garantie financière…) et des ménages (baisse de la taxe sur l'achat de certains véhicules de tourisme…).

Rappelons par ailleurs que les gouvernements locaux doivent utiliser d'ici la fin août l'ensemble des quotas d'obligations spéciales budgétés pour 2022 (les émissions doivent être conclues d'ici la fin du mois de juin). En mai, 2 trl avaient été consommés. Il reste donc environ l'équivalent de 1,6% du PIB à utiliser.

Parallèlement, le pays lancera une série de projets d'infrastructures dans des domaines tels que l'eau, la rénovation de logements anciens, la sécurité énergétique et un nouveau cycle de construction et de rénovation de routes rurales.

En outre, plusieurs mesures ont été prises pour rétablir un bon fonctionnement des chaines de valeur. Il s'agit en particulier d'assurer le bon déroulement du transport de fret intérieur (les restrictions au passage des camions en provenance des zones à faible risque seront levées) et la hausse du nombre de vols intérieurs et internationaux.

Il est difficile de mesurer précisément l'impulsion budgétaire nette, alors qu'aucune précision sur le financement de ces mesures n'a été donnée. Mais il est clair que l'orientation est expansive.

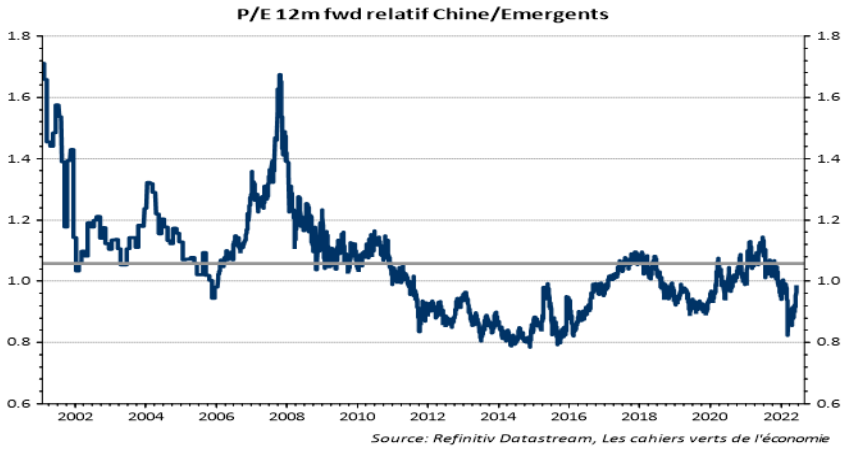
Au niveau sectoriel, mentionnons également que des mesures d'assouplissement ont été prises en faveur de 2 secteurs particulièrement affectés l'an dernier. D'une part l'immobilier au niveau des provinces (tant que les mesures ne remettent pas en cause la ligne générale du gouvernement). Et d'autre part la tech (qui a subi l'an dernier une vague d'amendes et de re-régulation) ; citons à ce sujet l'octroi de nouvelles licences de jeux vidéo, la fin des poursuites visant Didi, ou encore les mesures de soutien promises aux plateformes Internet,…

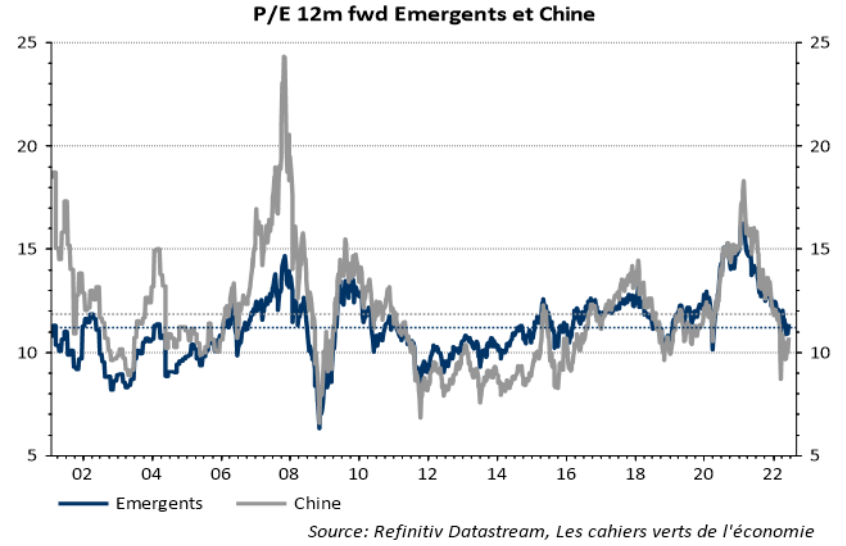
Au total, nous tablons sur une croissance annualisée du PIB en volume de l'ordre de 7,5% au S2 2022 (vs -5% au T2).

5/ La situation géopolitique mondiale peut également permettre d'envisager une levée des tarifs douaniers mis en place par Trump. Le 23 mai, Biden a déclaré que les droits de douane sur les importations en provenance de Chine « *ont été imposés par la dernière administration* » et que leur réduction était « *à l'étude* ». Cela fait échos aux propos tenus par Yellen : « *les tarifs font plus de tort aux consommateurs et aux entreprises* » tout en n'accomplissant rien sur les questions relatives à la Chine. Economiquement et politiquement, cela aurait du sens avec notamment une baisse directe de l'inflation de l'ordre de 0,3pp (-1,3pp en cas de levée de toutes les barrières tarifaires, Canada…). Rappelons que les droits de douane américains sur 350 mds de dollars d'importations en provenance de Chine expireront automatiquement le 6 juillet, si aucune entreprise américaine ne demande à les maintenir.

6/ En termes de valorisation, en dépit de la puissance du rebond récent, le marché chinois bénéficie encore d'un discount par rapport à son historique propre et par rapport aux autres marchés émergents (cf. graphiques ci-dessous).

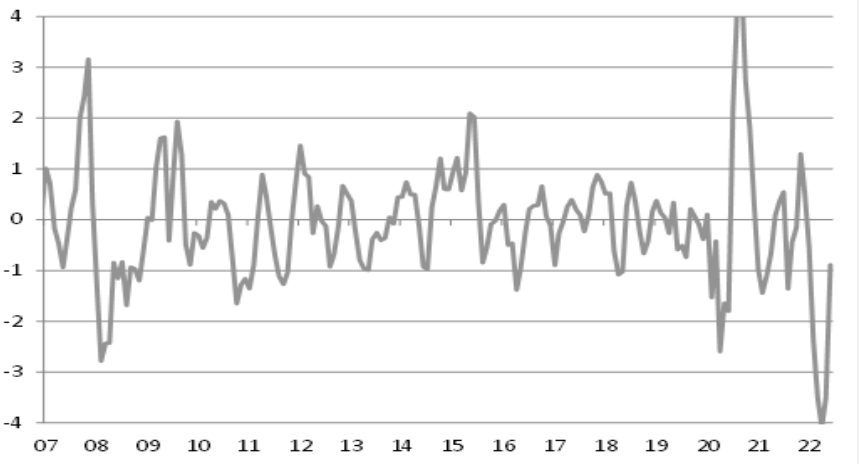
Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR





Notre indicateur d'appétit pour le risque chinois se situe encore à un assez bas niveau malgré un net rebond ces dernières semaines (cf. graphique ci-dessous).

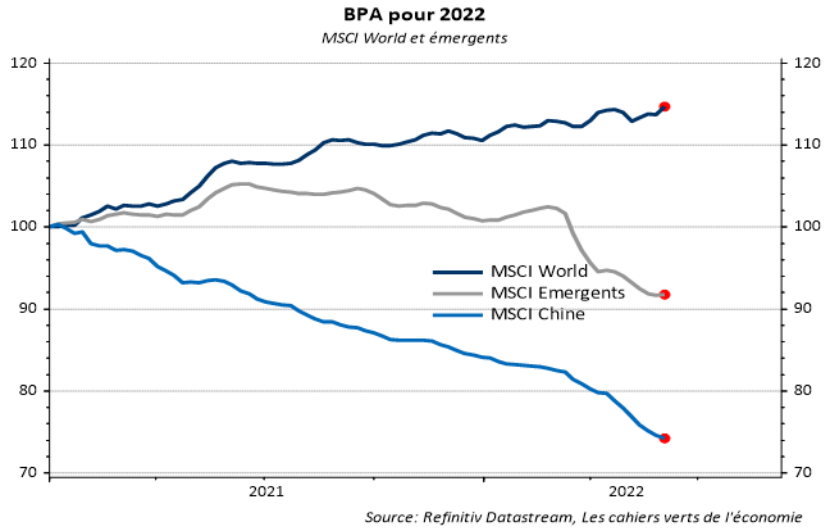
Indicateur d'appétit pour le risque relatif Chine– émergents *

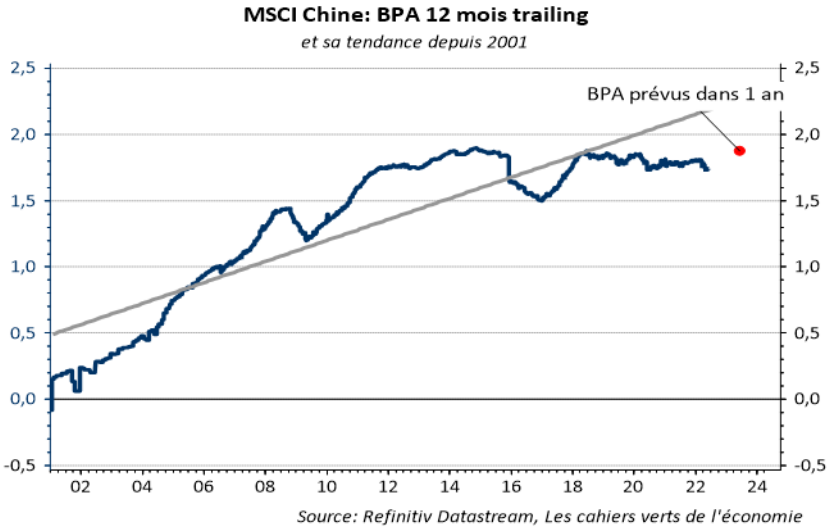


**Résidu de deux modèles de performances sur le MSCI Chine et émergents basés sur les PMI, les surprises macroéconomiques, les taux réels américains. Source : Les Cahiers Verts*

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

7/ Quant aux perspectives de BPA, contrairement à la plupart des autres grands pays (développés notamment), l'ajustement semble avoir été largement réalisé. Les anticipations des analystes se sont ainsi fortement ajustées à la baisse depuis 18 mois et restent assez nettement en dessous de la tendance longue (cf. graphiques ci-dessous).



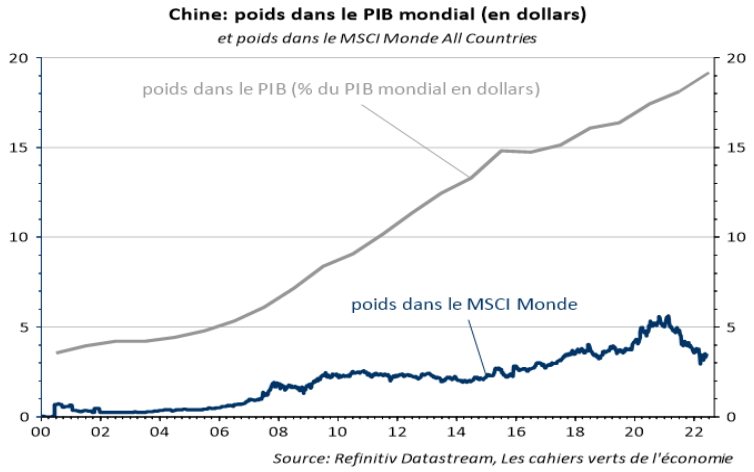


8/ Le MSCI China présente une configuration plus favorable que la plupart des autres marchés émergents : moins de risque inflationniste (le dernier indice général des prix à la consommation se situe à 2,1% en glissement), moindre sensibilité au resserrement monétaire américain, politique économique plus prévisible,…

9/ Quant au moyen/long terme, la réponse est encore plus évidente. Le PIB chinois (en dollars) a ainsi dépassé, pour la 1ère fois, celui de la Zone euro en 2020. Si l'on se base sur l'objectif de doublement du PIB en 2035, affirmé par Xi en octobre dernier, cela suppose une croissance annuelle de l'ordre de 4,7% d'ici là : objectif ambitieux mais pas irréaliste. Cela impliquera un dépassement du PIB des États-Unis quelque part entre la fin de cette décennie et le début de la prochaine. Parallèlement, le poids de la Chine dans le MSCI Monde n'est que de 3,5% vs 19% pour son poids dans le PIB mondial en dollars. Inversement, les données des USA sont respectivement de 60% et

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

24%. Le moindre processus de rattrapage appellera inexorablement un développement de la profondeur du marché chinois (cf. graphique ci-dessous).

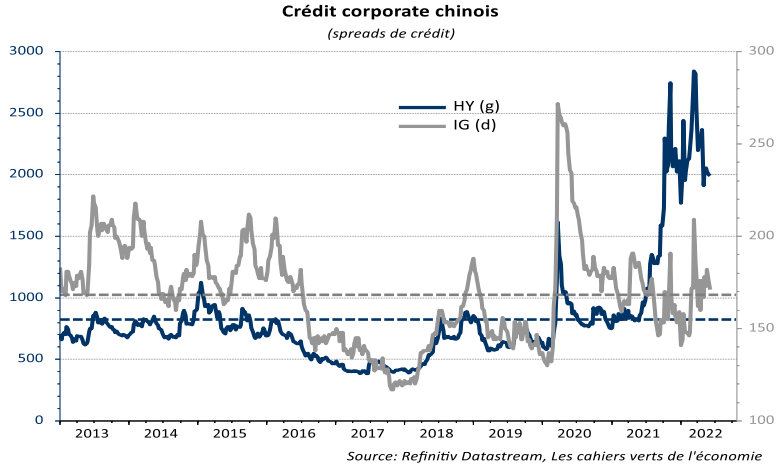


Quid de notre stratégie d'investissement à 6 mois ?

Une précision d'abord. MSCI China surperforme aussi fréquemment qu'il ne sous-performe lors des reculs mensuels du S&P 500, mais avec des reculs plus notables en moyenne. Les phases durables de surperformance du MSCI Chine lorsque le S&P 500 baisse sont rares. En conséquence, il ne faut pas compter sur une surperformance nette et durable du marché chinois en cas de poursuite du bear market américain. Simplement, les circonstances actuelles peuvent permettre d'envisager la poursuite de la sur performance actuelle pendant quelques semaines, tant que la situation sanitaire ne se dégrade pas à nouveau. Au-delà, il vaut mieux jouer un long MSCI China/ MSCI Em (voir ci-dessous).

Nos principales recommandations s'agissant de la Chine sont les suivantes à horizon 6 mois :

- Long MSCI China/MSCI Em
- Long métaux industriels (composante commos la plus sensible à la demande chinoise)
- Long tech et real estate au sein de MSCI China. Le derating de ces 2 secteurs a été extrêmement puissant depuis 18 mois et l'amélioration des conditions financières devraient à terme constituer des facteurs de soutien
- Long HY / IG Chine (cf. graphique ci-dessous).



Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR