



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire

4 août 2022

Taiwan : que faut-il faire avec les actions chinoises ?

Nous avons joué (en allocation stratégique à 6 mois) le rebond du marché actions chinois au début mai dernier¹. Cela a très bien fonctionné jusqu'au début juillet. Plus récemment (à mi-juin), nous avons joué par prudence un long MSCI China/ MSCI Em². Cela n'a pas fonctionné (-3% pour le MSCI Emergents vs -7% pour le MSCI Chine).

Désormais, nous revenons à une stratégie de neutralité complète. Pourquoi ?

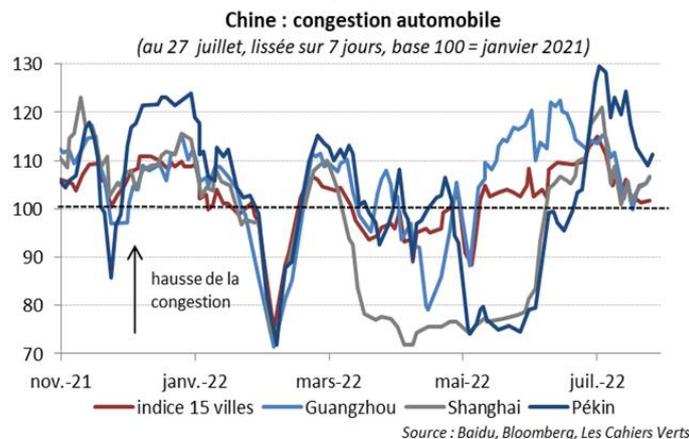
D'abord parce que l'activité, après un gros rebond de la mi-mai au début juillet, semble marquer le pas. Les données d'enquêtes confirment la perte de momentum de l'activité au début du T3 2022.

Du côté des consommateurs, la confiance est repartie à la baisse après 2 mois d'amélioration. Du côté des entreprises, les enquêtes PMI ont déçu. En particulier, le PMI manufacturier du NBS est repassé de façon inattendue sous les 50 en juillet (49 après 50,2 en juin).

Les sous-indices de la production, des nouvelles commandes et de l'emploi sont tous inférieurs à 50, la composante emploi étant à un plus bas depuis avril 2020.

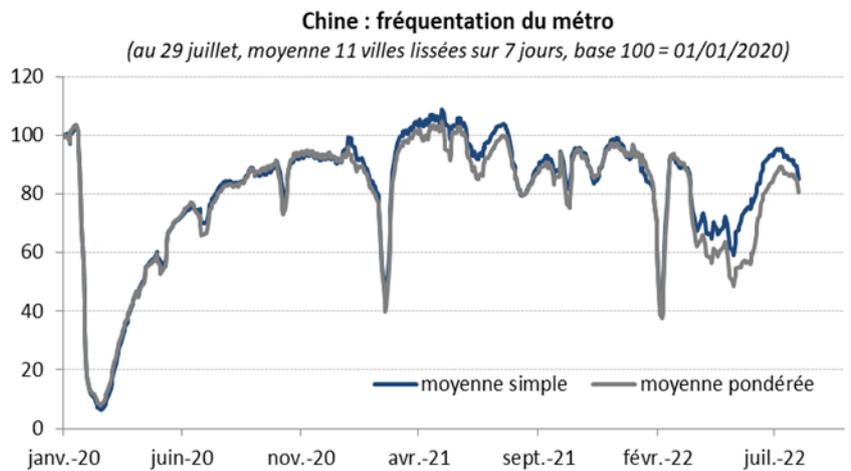
L'indice services du NBS a également baissé à 53,8 pts en juillet vs 54,7 en juin.

Cette modération de la dynamique à l'amorce du T3 est confirmée par le recul de l'enquête Markit dans le secteur manufacturier ainsi que par le tassement des données à haute fréquence. En particulier, la congestion automobile ne montre pas de signe évident de reprise, tandis que la fréquentation des métros ralentit nettement (cf. graphiques ci-dessous).



¹Asset Allocation mai 2022 (12 mai 2022)

²Chronique hebdomadaire du 13 juin 2022 : « D'ici fin 2022, que faire des actifs chinois ? »

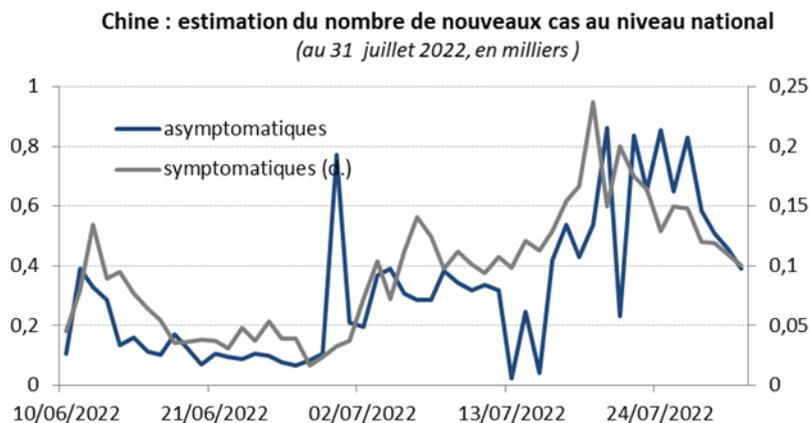


Source : Bloomberg, Les Cahiers Verts

Enfin, le nombre de vols domestiques stagne depuis plus de 3 semaines.

Cette perte de momentum s'explique évidemment par l'évolution de la situation sanitaire, moins par le nombre de nouveaux cas que par les mesures mises en place pour prévenir toute résurgence épidémique à 3 mois du XXème Congrès du PCC.

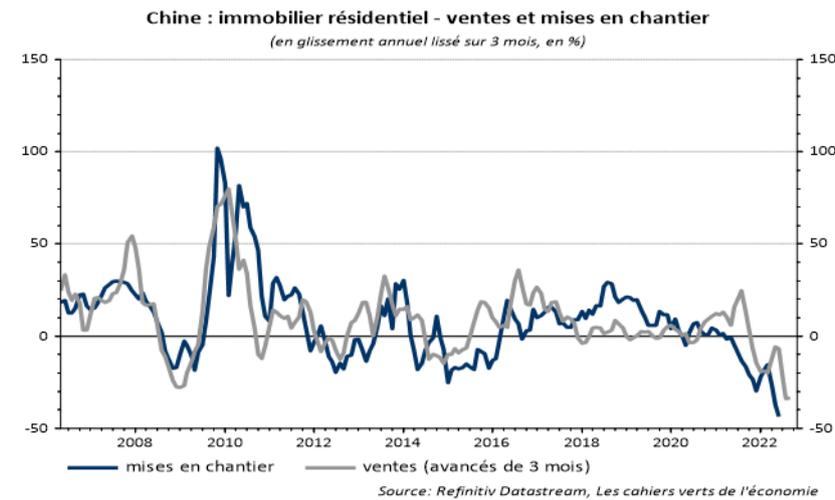
La bonne nouvelle récente, est que le nombre de nouveaux cas, après être remonté depuis fin juin, repart quelque peu à la baisse (cf. graphique ci-dessous).



Source : National Health Commission of China, Les Cahiers Verts

D'une manière plus générale, la politique de « stop and go » sanitaire des autorités chinoises semble difficilement compatible avec une amélioration durable de la confiance.

N'oublions pas non plus les difficultés (chute des ventes, de la construction et du crédit) récurrentes du secteur immobilier (14% du PIB et plus de 25% indirectement) malgré les initiatives ponctuelles et limitées des autorités depuis près de 8 mois désormais (cf. graphique ci-dessous).



Concernant les prix, si les villes Tier 1 affichent une hausse des prix au S1 (+3,6% sur 6 mois pour Pékin), le prix moyen dans les villes Tier 2 stagne. Plus inquiétant, le prix moyen dans les villes Tier 3 (qui représentent environ 65% du total national) baisse de plus de 5%. Sans oublier les difficultés des promoteurs immobiliers qui manquent de liquidités en raison de règles plus strictes visant à limiter l'effet de levier du secteur. Et dont les défauts accélèrent.

Certaines informations issues de Chine font état d'entreprises industrielles chinoises qui refusent de payer leurs fournisseurs au prétexte que leurs créances sur les promoteurs immobiliers ne sont plus honorées. Même remarque pour des ménages qui refuseraient de payer leurs crédits tant que les logements ne sont pas livrés.

Bien sûr, il n'y a pas de risque systémique car les autorités chinoises ont les moyens de l'éviter (Pékin cherche à lever 1trl de yuans, soit environ 1% du PIB, via un prêt de la banque centrale utilisé comme collatéral). Mais tout cela pèse sur la confiance.

Il y a enfin le risque géopolitique avec Taïwan. Nous avons traité cette question depuis longtemps³. Les autorités de la République Populaire ont manifestement utilisé la visite récente de N. Pelosi (speaker de la Chambre des représentants, la plus haute responsable américaine élue à se rendre à Taipei en 25 ans.) dans l'île pour effectuer une démonstration de force. Pékin a en effet lancé à partir de jeudi midi (4 heures GMT) de vastes manœuvres militaires dans 6 zones autour de Taïwan, au niveau de routes commerciales très fréquentées. Les exercices ont commencé et se poursuivront jusqu'à dimanche midi.

Il y a aujourd'hui un quasi-blocus (qui va donc durer quelques jours), avec des manœuvres à tirs réels qui obligent Taïwan à interrompre complètement les vols et le transport maritime. C'est une stratégie dangereuse qui, si elle devait se poursuivre, pourrait produire une escalade en fonction de la réaction américaine. Nous n'y croyons pas en l'état (risque politique symétrique pour Xi devant le Politburo et le Comité central, difficultés militaires techniques d'une invasion, impact macro très négatif pour la République Populaire,...), mais c'est évidemment un point de nature à élever le niveau de risque.

Quid du marché actions chinois ?

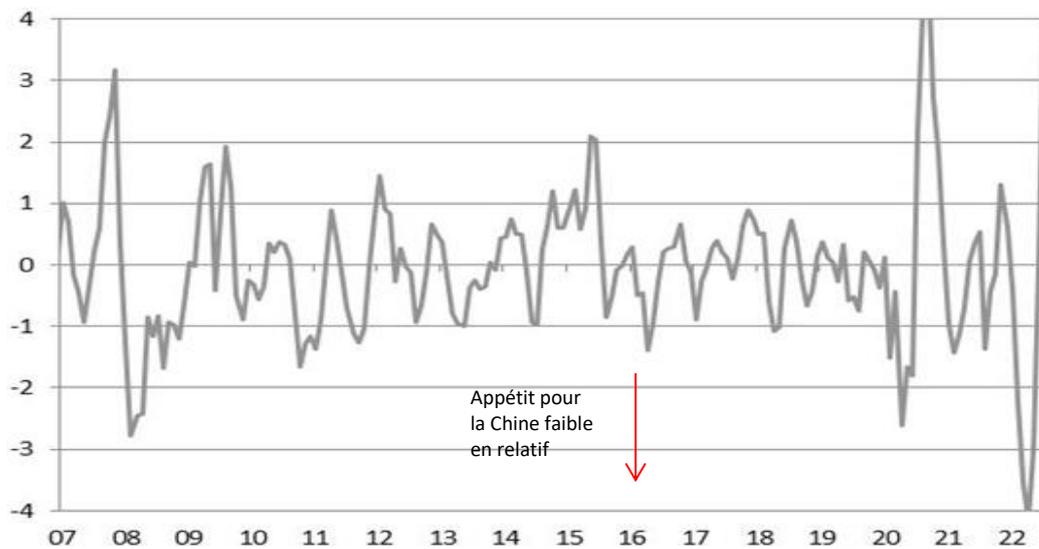
³ Éditorial du 28 mai 2021 « La rivalité sino-américaine sur la décennie 2020 : pas de guerre froide, mais attention à Taïwan »

Il ne présente plus la même attractivité.

Le marché chinois a bénéficié d'un rerating significatif ces 3 derniers mois et le P/E 12m fwd (pour MSCI China) est désormais proche de sa moyenne sur 10 ans (10,7x, soit 4% en-dessous de la moyenne).

Parallèlement, l'appétit pour le risque spécifique à la Chine a fortement rebondi et atteint des niveaux élevés (cf. graphique ci-dessous).

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



**Résidu de modèles de performances basés sur les PMI, les surprises macroéconomiques, les taux réels américains*

Source: Datastream, Les Cahiers verts

Eu égard aux risques sanitaire, macro et géopolitique, il faut selon nous adopter une attitude de neutralité à l'égard de la Chine au sein de MSCI Em pour les prochaines semaines, sachant que le marché chinois présente tout de même quelques atouts (absence d'inflation, politique économique expansive, ajustement sensible des prévisions de BPA déjà effectué, ...). Au sein du marché chinois, il faut privilégier le marché A et les défensives domestiques face à une éventuelle dégradation de la situation géopolitique.

Au sein des grands marchés du MSCI Em, nous préférons aujourd'hui le Brésil (décote de 48% sur 10 ans pour le P/E fwd 1 an, prévisions réalistes de BPA par les analystes, niveau d'appétit pour le risque plutôt faible) sous réserve que les élections se déroulent normalement.