

Lettre 42

Après Evergrande, que penser du marché chinois ?

« *Le bonheur repose sur le malheur ; le malheur couve sous le bonheur* »

LAO-TSEU (VI av JC)

Depuis le plus haut atteint fin janvier, l'indice CSI du marché chinois a perdu 13% et, dans le même temps, le marché américain et les marchés européens ont poursuivi leur appréciation.

A cette évolution divergente, plusieurs causes :

- Economique, tout d'abord, car la Chine, touchée plus tôt par la Covid mais sortie plus vite de la première vague, avait profité du désordre occasionné par les arrêts de production dans le monde occidental pour devenir plus que jamais l'atelier du monde, retrouver plus rapidement que ses concurrents les niveaux de production d'avant crise. La Bourse en avait bénéficié avec une performance boursière en 2020 de 30% pour l'indice CSI, supérieure aux 18% enregistrés aux Etats-Unis et plus encore aux -1.4% de l'EuroStoxx600 constatés en Europe.
- Politique, avec un raidissement idéologique, des pressions sur les géants de la tech, une affirmation de la prééminence du parti communiste au sein des entreprises, une mise en avant de la prévalence du secteur public sur le secteur privé, des menaces accrues sur Taiwan assorties de tensions avivées avec les Etats-Unis sur le commerce, sur les cotations boursières d'entreprises chinoises à Wall Street et récemment sur la thématique de « la prospérité commune » et la volonté de lutter contre les inégalités.

Aujourd'hui, se greffent les inquiétudes sur Evergrande, le deuxième promoteur immobilier chinois. Beaucoup redoutent une faillite et cela est perceptible tant dans les tensions observées sur un marché obligataire peu liquide que dans l'évolution boursière des acteurs de l'immobilier.

Pour mieux comprendre les enjeux, une analyse en 4 points est possible : Evergrande est-il un nouveau Lehman ? Le secteur immobilier peut-il poursuivre sa croissance ? Dans la négative, quelle incidence sur la croissance économique du pays ? Quelles incidences sur les marchés, la Bourse chinoise, les matières premières, les devises et les grandes Bourses ?

I. Evergrande : Vers une solution.

Affirmons-le sans ambages, Evergrande est potentiellement le plus grand défaut jamais constaté en Asie, 200 000 salariés, 3 millions d'emplois indirects mais Evergrande n'est pas un nouveau Lehman. Ce dernier fut « un cygne noir » pour reprendre le titre éponyme d'un livre de *Nassim Taïeb*, Evergrande est comme « la chronique d'une mort annoncée » pour s'inspirer du titre d'un fameux livre de Gabriel Garcia Marques.

- La montée du risque :

L'épée de Damoclès d'Evergrande, menace depuis des mois. Moody's a mis les perspectives d'Evergrande en négatif il y a un an, Fitch l'avait qualifié de spéculatif. Les méthodes comptables de la société ont été décriées.

La société, avec un capital contrôlé aux trois quarts par la famille du fondateur, n'a pas hésité à procéder à des rachats de titres pour doper le cours de l'action et elle offrait des rendements attractifs, supérieurs à 10%, sur ses obligations.

Dans nos brochures mensuelles, comme dans la presse internationale, la menace d'une déconfiture d'Evergrande est analysée mois après mois et chacun connaît les termes de l'équation : \$260 milliards de dettes, des problèmes de liquidités, des centaines de projets dans plus de 200 villes chinoises, 1.4 million d'appartements pré-vendus mais non livrés. Aujourd'hui, certaines obligations de la société cotent entre 15 et 25 centimes.

- **Vers un défaut :**

Clairement, si Lehman Brothers est tombé par surprise, Evergrande a fait défaut sur une échéance de \$83 millions mais dispose d'un délai 30 jours pour honorer cette dette ou pour officialiser un défaut de paiement. Nous anticipons un démantèlement par étapes d'Evergrande.

- **Un risque à nuancer :**

D'aucuns s'inquiètent du silence du gouvernement chinois mais Evergrande est un opérateur privé qui, un temps, ivre de réussite, a multiplié les diversifications et il ne serait pas bon de laisser accroire à chacun de ses concurrents qu'un sauvetage automatique est toujours possible.

D'autres s'alarment des montants de dettes à risque mais une mise en perspective s'impose et rassure. Il y a \$260 milliards de dettes mais les prêts bancaires chinois excèdent \$33000 milliards, l'épargne chinoise, c'est plus de 40% du PIB, soit quelque \$7500 milliards.

Il y a \$20 milliards de dettes offshore en devises, une somme négligeable au regard des marchés obligataires internationaux, une somme modique au regard des réserves de change du pays, \$3000 milliards, une somme modeste au regard de la capacité d'injections de liquidités de la Banque centrale de Chine, à ce jour peu sollicitée. La BOC a injecté \$115 milliards depuis mi-septembre pour abaisser le taux du marché interbancaire à moins de 1.5% et elle pourrait diminuer les réserves obligatoires.

- **Entre restructurations et démantèlement :**

Si l'impatience des marchés est inhérente à leur fonctionnement, si la capitalisation boursière a perdu 80% à moins de \$7 milliards, chacun l'admettra, les cessions d'actifs, la restructuration de la dette prennent nécessairement du temps mais sont amorcées. Le titre Evergrande, en Bourse a été suspendu, la cession de 51% de la filiale gestion immobilière à Hopson development holdings, pour \$4.4 milliards a été annoncée.

Auparavant, la participation dans une banque régionale pour \$1.5 milliard, avait été cédée pour rembourser la dette auprès de cette banque.

Prochainement, le groupe pourrait céder également sa filiale véhicules électriques et sa tour de bureaux à Hong Kong et les collectivités locales pourraient être incitées à reprendre des projets immobiliers. Au final, on ne peut exclure des défauts sur certaines lignes obligataires mais le dossier sera globalement géré.

En résumé, le gouvernement chinois n'est pas officiellement intervenu et n'est pas explicite dans sa communication mais, d'évidence, les autorités chinoises gèrent cette crise, ont le contrôle des plus grandes banques et ne laisseront pas le système bancaire tomber dans une crise systémique. Il en va de la confiance des consommateurs et des investisseurs chinois qu'il ne faut pas ébranler. Il en va de la réputation financière d'un pays dont l'ambition est grande puisqu'il s'agit d'installer peu à peu le Yuan

comme une alternative crédible au \$.

II. Immobilier : vers un ralentissement structurel.

- Le boom immobilier et ses conséquences :

Evergrande, c'est un peu l'iceberg émergeant dans l'océan de dettes du marché immobilier, 5200 milliards de dollars selon Nomura, soit l'équivalent du PIB de la France plus le PIB de la Grande-Bretagne. Si jamais un pays n'a connu un développement aussi rapide, la politique du logement a dû accompagner cette révolution industrielle. En deux, trois décennies, l'exode rural a été massif, des centaines de millions de personnes ont dû rejoindre les villes. Aujourd'hui la population rurale est de 25%. Elle va encore diminuer mais moins rapidement.

Aujourd'hui, l'urbanisation touche 900 millions de personnes, des villes nouvelles sont apparues et cela a fait la fortune des promoteurs immobiliers et de beaucoup d'épargnants car l'immobilier représente près de 50% du patrimoine des ménages et la Banque centrale, fin 2020, estimait que 96% des ménages urbains détenaient au moins un logement mais le nombre de logements vides atteint 90 millions.

Autant les prix des logements aux Etats-Unis avaient augmenté de 80% entre 2002 et la crise des « subprimes » avant de chuter puis de remonter lentement, autant, en Chine, ils ont été multipliés par six depuis le début des années 2000.

- La crise résulte largement d'une inflexion dans la politique du gouvernement :

Ce n'est pas un hasard si la crise se propage. Souvenons-nous, en septembre 2020, de la décision du gouvernement de limiter les prêts bancaires au secteur immobilier, de majorer les taux hypothécaires, de diminuer les ventes aux enchères de terrains et de freiner le développement des grands promoteurs. Les prêts bancaires aux promoteurs ont depuis lors beaucoup baissé et le contrôle du « shadow banking » a été renforcé.

Ainsi, ces mesures trouvent depuis quelques mois un écho dans les difficultés et les défaillances accrues de plusieurs promoteurs, leur incapacité à émettre de nouvelles obligations pour rembourser les anciennes.

On comprend la volonté de freiner l'aggravation de l'endettement lié à l'immobilier, le désir de réduire la dépendance de l'économie à ce secteur mais la difficulté est de gérer ce freinage sans provoquer trop de faillites préjudiciables à l'emploi et à la confiance.

- Dans le secteur immobilier, les difficultés d'Evergrande ne constituent pas un cas isolé :

Il y a peu de temps, le gouvernement avait dû faire appel à des entreprises d'Etat pour renflouer le promoteur Huarong après une perte de \$13 milliards en 2020. Fantasia, acteur mineur au 70^{ème} rang du secteur, dans l'immobilier de luxe, vient également de faire défaut sur un remboursement de €93 millions. D'autres supportent aussi des dettes élevées. A ce jour, les défauts sur la dette immobilière à haut rendement ont dépassé \$6 milliards.

- Le recul de l'activité dans l'immobilier :

En août, les ventes de biens immobiliers dans les 50 plus grandes villes, en valeur, ont baissé de 20% sur un an. Les mises en chantier ont régressé de 3.2% depuis le début de l'année et devraient poursuivre leur recul en cette fin d'année et l'année prochaine. Les prix des logements neufs régressent.

Si la baisse persiste, les banques prêteuses pourraient être affectées et les ménages propriétaires

pourraient être impactés dans leur pouvoir d'achat et leur consommation. En effet, le niveau des stocks de logements vides semble moins un problème pour les promoteurs que pour les ménages car beaucoup, pour spéculer, ont acquis un deuxième ou un troisième logement.

En résumé, les difficultés d'Evergrande indiquent la fin d'une époque de croissance rapide financée par l'endettement. Passée la phase d'urbanisation accélérée, de tels investissements ont suscité d'importantes surcapacités et les mises en chantier devraient donc encore diminuer.

III. La croissance : Vers la fin des années folles.

Au cours des trois décennies 1980-2010, la croissance annuelle moyenne du PIB a été de 10%. Avec les années 2010 fut observé un ralentissement. Il devrait être aggravé ces prochaines années à cause du vieillissement et de la saturation des équipements d'infrastructures.

Nul ne peut l'ignorer car la Chine, dans les années récentes, a contribué à la croissance mondiale à hauteur d'un tiers et l'immobilier a représenté près de 30% de la croissance de son PIB.

Si, le secteur immobilier ne garde pas le même dynamisme, et on ne voit pas comment il pourrait en être autrement, alors la croissance du PIB sera moindre. N'oublions pas que les provinces sont très endettées à hauteur de plus de 50% du PIB et l'effondrement de la vente de terrains, plus de 50% de leurs revenus en 2019, ne va pas améliorer la situation.

- La nécessaire réorientation du modèle de croissance :

La Chine sait, et elle l'a annoncé, qu'elle doit réorienter son modèle de croissance, de l'investissement, l'immobilier et l'export vers la consommation car avec 20% de la population mondiale, elle ne réalise que 11% de la consommation mondiale.

Un taux d'investissement de 43% du PIB en moyenne entre 2010 et 2019 n'est pas tenable et on n'a pas d'exemple comparable dans le monde, même s'il est financé par un taux d'épargne considérable de 44% du PIB, la moitié provenant de l'épargne des ménages, 38% de leur revenu disponible brut en moyenne entre 2010 et 2019, l'autre moitié par l'épargne des institutions non financières.

Nonobstant le niveau très élevé de ce taux d'investissement, les surcapacités induites, les infrastructures peu ou pas utilisées, aéroports, autoroutes..., ce surinvestissement pose également un problème car il a été également porté par un endettement en croissance rapide :

Endettement des ménages, de 25% du PIB pour les ménages en 2010 à 60% en 2019, soit 130% du revenu disponible brut, c'est-à-dire le double du pourcentage américain.

Endettement des entreprises, de 120% du PIB pour les entreprises en 2010 à 160% en 2019, le double du pourcentage d'endettement des entreprises américaines

Au-delà, de la dépendance excessive à l'immobilier, au-delà de l'addiction abusive à l'endettement, d'autres problèmes freinent et entravent la croissance. La dégradation de l'environnement, la pollution de l'air, de l'eau, des terres, est un problème structurel, déjà examiné dans notre Lettre 26. Aujourd'hui, s'ajoutent l'incidence des pénuries dans l'énergie. Pénuries d'électricité, coupures, rationnement, qui contrarient la volonté politique de réduire la dépendance au charbon dans la production d'électricité, aujourd'hui 60%, et qui pourraient pénaliser la croissance à hauteur d'un demi-point.

Soyons clair, la planète entière est concernée par les prix records du charbon, du gaz et donc de l'électricité, mais le poids de la Chine est tel sur certains produits, le charbon par exemple, que la reconstitution des stocks affecte le marché mondial.

- **Un contrôle politique accru :**

A l'œuvre, un secteur public favorisé par rapport au secteur privé et un contrôle accru sur les entreprises privées. Ces derniers mois, on a assisté au blocage de l'introduction en Bourse de la filiale financière d'Ant group, aux sanctions contre Didi après son entrée en Bourse.

L'interrogation porte sur la dynamique d'innovation dans un contexte de centralisation et de contrôle accrus.

Le leitmotiv d'une « prospérité commune » pourrait induire un contrôle accru sur des secteurs sensibles comme l'éducation, la santé, l'immobilier. L'idée est de favoriser l'accès de chaque chinois à ces trois secteurs, de réduire les inégalités, d'abaisser les coûts et d'encourager les familles à avoir plus d'enfants. En outre, les entreprises de la tech sont incitées à verser une partie de leurs profits pour contribuer à cette prospérité commune.

L'indépendance technologique reste un objectif phare et donne à penser que des secteurs comme les semi-conducteurs, la robotique, l'intelligence artificielle, les énergies propres et renouvelables poursuivront une croissance rapide. Le but est un accroissement des gains de productivité. Le souci est de ne plus dépendre des Etats-Unis et d'éventuels chantages ou blocages d'exportations.

L'inconnue porte sur le futur des entreprises chinoises cotées aux Etats-Unis et sur les restrictions éventuelles à de nouvelles introductions d'entreprises chinoises sur des marchés étrangers. Les avantages évidents d'une meilleure visibilité, d'une plus grande facilité à lever des capitaux, de valorisations plus élevées sur le marché américain se heurtent aux demandes d'informations des autorités américaines et au souci d'indépendance des autorités chinoises.

- **Le ralentissement conjoncturel :**

Beaucoup d'entreprises sont à l'arrêt à cause de ces pénuries. Une contraction de l'indice PMI manufacturier à 49.6 en septembre a été enregistré après 18 mois d'expansion et il y a un risque d'aggravation en octobre, d'une part à cause des coupures d'électricité, d'autre part, car plus de la moitié des provinces ne respectent pas les objectifs de réduction de la consommation d'énergie et s'exposent aux foudres du gouvernement.

La consommation n'a pas été plus dynamique récemment, seulement +2.5% en août.

Ainsi, même dans l'hypothèse d'une poursuite de l'amélioration des services, la croissance du PIB pourrait tomber à 5% en 2022.

IV. Quelles incidences sur les différents marchés ?

- **Les valeurs immobilières :**

Tout le secteur en Chine est impacté. Ainsi, outre les noms cités dans cette Lettre, les obligations de Kaisa group holdings ont perdu un tiers de leur valeur en une semaine.

- **Les matières premières :**

Un ralentissement structurel de l'immobilier, c'est une demande plus faible de ciment, de cuivre, d'acier, autant de produits pour lesquels la Chine absorbe 50 à 60% de l'offre mondiale. En d'autres termes, à l'international, la bonne nouvelle, serait de moindres tensions sur les prix des matières premières.

Récemment, on a assisté à une chute des prix du minerai de fer à \$122/tonne, désormais loin de leur pic

de début juillet à plus de \$220/tonne. Prochainement, les marchés de l'acier et du ciment devraient se détendre car pour respecter les objectifs environnementaux, la production va devoir baisser et car l'activité dans la construction ralentit. N'oublions pas qu'en Chine, plus de 25% de la consommation d'acier, 40% de celle de ciment, 20% de celle de cuivre sont réalisés dans l'immobilier.

Ainsi un ralentissement de l'immobilier en Chine aura une incidence sur les cours mondiaux de ces produits.

- **Les taux :**

Le marché obligataire chinois en Yuans représente \$19000 milliards dont \$6550 milliards d'obligations d'entreprises et dont \$750 milliards de dettes d'entreprises en devises selon International Capital Market Association.

Le marché offshore en \$ atteint \$900 milliards et le marché offshore en Yuans, les « dim sum », principalement aux bénéfices du secteur financier, n'excède pas une centaine de milliards.

Le plus grand fonds japonais, le GPIF, €1500 milliards d'actifs, ne veut pas de dettes chinoises, jugeant le marché illiquide. Le grief est valable mais la taille du fonds est le frein numéro un.

La dette chinoise demeure attractive. Les ratios ne sont pas plus mauvais que dans les grands pays, le risque de défaillance n'est plus élevé mais les taux sont plus élevés, la corrélation aux autres marchés obligataires plus faible, la Banque centrale a commencé à injecter des liquidités à abaisser le taux des réserves obligatoires et devrait baisser ses taux.

- **La Bourse :**

Deux aspects doivent être pris en compte, le marché chinois et les marchés internationaux dans leur dépendance au marché chinois.

Entre 2001 et mi 2021, le marché chinois, MSCI China index, s'est apprécié en moyenne annuelle de 12.3% contre 9.3% pour le S&P500. Par rapport au plus haut, l'indice CSI est à -13%.

La capitalisation boursière, en pourcentage du PIB, est moins de la moitié de celle des Etats-Unis et n'est que de \$14 000 milliards, \$8000 milliards à la Bourse de Shanghai, principalement pour les grandes sociétés d'Etat et les groupes industriels, \$6000 milliards à Shenzhen avec un accent sur des entreprises plus petites.

Le PER du marché chinois est inférieur à 14x. La capitalisation des valeurs technologiques ces derniers mois a diminué de \$1100 milliards, de \$ 3000 milliards à \$1800 milliards, alors qu'elle augmentait aux Etats-Unis. Ainsi, le PER des sociétés chinoises de l'internet est de 29x quand il tangente les 35x aux Etats-Unis alors que le marché chinois est beaucoup plus large et peu concurrentiel.

Ce constat incite la première société de gestion mondiale, Blackrock à recommander la surpondération de ce marché. Il faut rappeler qu'avant la baisse, les étrangers ne détenaient que \$800 milliards de titres chinois, dont un peu moins de \$600 milliards d'obligations et un peu plus de \$200 milliards d'actions. Au regard d'une croissance économique qui, même en baisse, restera supérieure à celle des pays développés, au regard des valorisations comparées des marchés, pondérées par les perspectives bénéficiaires, au regard du faible poids de la Chine dans les portefeuilles mondiaux, 5% de l'indice MSCI, plus d'un tiers de l'indice MSCI Emerging, mais 18% du PIB mondial, l'investissement sur le marché chinois ne peut être écarté. Certes, le risque politique n'est pas absent, certes la reprise en main observée dans certains secteurs, la centralisation du pouvoir, incitent à la prudence mais il y a de la

marge.

Deuxième aspect, à intégrer dans la stratégie d'investissement, l'incidence du ralentissement chinois sur certains secteurs, le luxe par exemple, ou certains marchés, les exportations allemandes, par exemple.

En conclusion :

Sous l'angle conjoncturel, l'inquiétude est patente : baisse des mises en chantier, diminution de 20% en valeur des ventes immobilières en août par rapport à celles de 2020 à la même période, recul sensible des sociétés immobilières en Bourse.

Sous l'angle structurel, la Chine conserve des atouts : la taille de son marché domestique, le développement de la classe moyenne, l'abondance de l'épargne, le réservoir de diplômés, 8 millions d'ingénieurs supplémentaires chaque année, un chiffre supérieur à l'ensemble des pays développés.

Sous l'angle des marchés, comme le dit un *proverbe chinois*, « **Mieux vaut allumer une chandelle que de maudire l'obscurité** ». L'inquiétude sur les marchés en général, sur la Chine en particulier, est excessive. Temporaires sont les pénuries dans un monde en proie aux surcapacités chroniques puisque les taux bas facilitent la survie d'entreprises faiblement rentables, donc des surcapacités. Temporaire devrait être la désaffection envers le marché chinois car l'annonce vraisemblable d'une baisse des taux ou de mesures de soutien pourraient changer le sentiment des investisseurs, si le politique ne s'en mêle pas.

Genève, le 12 octobre 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.