

Lettre n°96

Que peut-on attendre de la Bourse chinoise ?

« *Et maintenant, on fait quoi ?* » dit Estragon dans *en Attendant Godot* de Beckett.

- ***Faut-il investir en Chine ?*** Depuis le point haut de février 2021, la baisse de capitalisation est de 45%, soit \$7000 milliards et, dans le même temps, le S&P500 s'est apprécié de 31%. A Hong Kong, l'indice Hang Seng en janvier est quasiment retombé à son niveau de 1997 alors qu'à l'époque Alibaba et Tencent n'existaient pas.
- ***Des valorisations très basses*** : le PER moyen du marché est bas à 8x quand celui du S&P500 est à 20x, le price/book est à 0.9x. Alibaba et Tencent, riches de liquidités, se traitent à des PER de 13x quand Amazon est à 40x, Alphabet à 27x, Meta à 24x.
- ***Des mesures de stimulation inefficaces*** : afin de faciliter un redressement du marché, les autorités chinoises ont évoqué et parfois finalisé diverses mesures telles que la constitution d'un fonds destiné à soutenir le marché ou l'interdiction des ventes à découvert. Autant de mesures inefficaces.
- ***Des freins persistants*** : dans cette Lettre 96, on analysera divers freins -politique, géopolitique, immobilier, financier, démographique, économique, et international- à un redressement de la Bourse.

Le frein politique et idéologique :

Xi Jinping, fort des leçons de l'effondrement de l'Union soviétique, se protège avec un appareil répressif puissant contre une tentation démocratique et privilégie la sécurité intérieure à l'innovation et à la croissance.

Comme le note Donnet dans « Chine, l'Empire des illusions », lors du 20^{ème} Congrès en novembre 2022, Xi Jinping a prononcé à 73 reprises le mot sécurité contre 55 fois lors du congrès précédent, 5 ans auparavant, et seulement 16 fois le mot économie contre 70 fois 5 ans auparavant. C'est dire que la sécurité nationale est devenue l'obsession.

Dans sa lutte contre la corruption, Xi n'épargne, selon son expression, « ni les tigres ni les mouches » et il a ainsi écarté ses rivaux réels ou potentiels, développé un culte de la personnalité inconnu depuis Mao puisque la pensée Xi Jinping est étudiée dans les universités et même les écoles primaires.

Désormais, il y a des cellules du Parti communiste dans les entreprises privées, y compris les sociétés étrangères, et cela réduit l'autonomie.

Sur la scène internationale, des tensions récurrentes sont enregistrées dans la stratégie mer de Chine, lieu de passage de 40% du commerce mondial. Confrontés à l'accaparement par les Chinois de 4 millions de km² en mer de Chine, de l'intégralité des îles Paracels et d'une bonne partie des îles Spratleys, accaparement invalidé par la Cour de La Haye en 2016, les pays riverains, Vietnam, Philippines, Malaisie, réagissent. Les Philippines ont ainsi octroyé en 2023 4 nouvelles bases militaires aux Américains, dont 3 proches de Taïwan et ils multiplient des patrouilles communes avec les Vietnamiens.

Le frein immobilier :

L'immobilier a longtemps contribué à 25-30% du PIB, procuré 20% des emplois et représenté 75% de la richesse des ménages, des niveaux très élevés comparativement aux autres pays. Dans le but d'accroître leurs recettes, les provinces, les municipalités ont multiplié les ventes de terrains à des promoteurs et les surcapacités se sont accumulées.

La crise apparaît plus sévère qu'au Japon en 1990 car, en dépit du dynamitage d'immeubles vides, le pourcentage d'appartements vides dans les villes serait de 20% contre 10% au Japon à l'époque et le prix des logements serait à 20x le revenu moyen contre 10x au Japon.

Afin d'inciter le secteur financier à aider les acteurs immobiliers, la limite des réserves obligatoires des banques a été abaissée mais, selon Gavekal, la valeur des logements non terminés approcherait \$1000 milliards !

A l'aune de cette crise, la décision récente de liquider Evergrande, de ne pas venir en aide au secteur immobilier privé, correspond pour la Chine à un moment Lehman Brothers.

Le frein financier :

Ces dernières années, l'aggravation de l'endettement est patente car les ratios excèdent 3.5x le PIB, dont 2.2x pour les entreprises et les ménages,

Dans ce contexte, même si la devise n'est pas convertible, abaisser les taux pour stimuler la croissance pourrait provoquer des sorties de capitaux.

La poursuite de la déflation en janvier pour un 5^{ème} mois consécutif, -0.8%, aggrave le problème d'endettement.

Le frein démographique :

Le déclin : le nombre d'enfants par femme est tombé à 1.05 contre plus de 7 dans les années 60. La population diminue, 2 millions en 2022, est officiellement inférieure à celle de l'Inde, et, surtout, vieillit plus rapidement que dans les pays occidentaux.

L'âge moyen était de 20 ans en 1978, il est de 40 ans en 2024 et, en 2040, 400 millions de Chinois, c'est-à-dire plus que l'entièreté de la population américaine, auront plus de 60 ans.

La population active devrait diminuer de 220 millions d'ici 2050, ce qui obligera le pays à accroître la productivité.

Au regard de la baisse du nombre de mariages de 13.5 millions en 2013 à 7.6 millions en 2021, on ne permet guère d'envisager une reprise de la natalité, tombée à 9 millions en 2023, soit moins de la moitié de 2016.

Le taux de chômage est néanmoins élevé : selon le Bureau national des statistiques chinois, il y aurait 32 millions d'actifs parmi les 96 millions de jeunes urbains entre 16-24 ans. 25.7 millions de ces actifs seraient employés et 6.3 millions chômeurs, soit un taux de chômage proche d'un quart. Mais, parmi les 64 millions restants, on compte 16 millions de jeunes non scolarisés vivant chez leurs parents. Ainsi, le taux de chômage des jeunes ne serait pas d'un quart mais de 45%.

Le chômage des jeunes existe également dans d'autres pays comme l'Inde mais dans une économie communiste chacun est supposé pouvoir obtenir un emploi.

Le chômage des jeunes est d'autant plus un problème que beaucoup doivent venir en aide à leurs parents retraités et que dès 35 ans, les employés mis au chômage, rencontrent des difficultés à trouver un travail.

Le frein économique :

Chacun a à l'esprit le formidable décollage de la Chine entre 1978 et 2023, puisque le PIB de la Chine a été multiplié par plus de 40. Mais, depuis quelques années, le pays n'est plus à même de parvenir à une croissance de 10%.

Selon le bureau d'études Rhodium, la croissance en 2023 n'aurait pas été de 5.2% mais de 1.5% et, selon Oxford Economics, le PIB serait surévalué de 20%. En janvier, l'activité manufacturière s'est contractée pour le 4^{ème} mois consécutif.

Si les investissements, encore 42% du PIB, ont été sans équivalent dans le monde, le pays est saturé de surcapacités dans les infrastructures, comme dans l'immobilier et il va falloir des années pour résorber les stocks et assainir les sociétés de ces secteurs.

L'effort pour assurer la transition énergétique est indubitable mais 67% de la production d'électricité est à base de charbon contre seulement 5% à partir du nucléaire et 28% avec les autres énergies renouvelables.

L'idée principale de cette Lettre, c'est qu'après la crise immobilière se profile une crise industrielle. Si la Chine réalise 40% de la production industrielle mondiale, elle dépend de la croissance des exportations. Si la Chine a su dans son plan China 2025, lancé en 2015, identifier des secteurs d'avenir, comme le solaire, les voitures électriques et les batteries, elle les a massivement subventionnés et suscite l'ire des Occidentaux. Selon un Think Thank américain, les voitures électriques auraient bénéficié de \$125 milliards d'aides entre 2009 et 2021 et, globalement, les subventions dans l'industrie représenteraient chaque année entre 2 et 5% du PIB contre une moyenne de 1% dans les grands pays.

A l'heure où les clients américains et européens ont décidé de se protéger d'une concurrence déloyale, les groupes chinois ne savent comment écouler leurs excédents dans de nombreux secteurs. Des sociétés comme BYD, numéro 1 dans la production de voitures électriques, tentent de compenser les difficultés d'accès aux marchés occidentaux par une hausse des ventes à destination de pays comme l'Indonésie ou le Brésil mais cela ne suffira pas.

La Chine doit donc réviser son modèle de croissance, promouvoir la consommation domestique, seulement 37% du PIB alors qu'elle dépasse 70% aux Etats-Unis. Parmi les obstacles, le chômage des jeunes, la faiblesse de l'Etat Providence, incapable d'amortir les coûts de l'éducation et de la santé et d'assurer des retraites décentes (\$7000/an pour les urbains et 20x fois moins dans les campagnes), la précarité des Hukous, ces quelque 300 millions de migrants des campagnes vers les villes, vivant sans aides sociales.

Le frein international :

Le frein à la croissance mondiale : ces 10 dernières années, la Chine a généré 40% de la croissance mondiale, soit près du double de la contribution américaine et le quadruple de la contribution européenne. En d'autres termes, sur les 2.6%/an de la croissance moyenne de l'économie mondiale depuis 10 ans, 1.1% proviennent de la Chine, 0.6% des Etats-Unis. On peut donc s'inquiéter d'un ralentissement de la croissance mondiale.

Les tensions avec le monde : même si les exportations ralentissent, -4.6% en 2023, l'excédent commercial est encore de \$80 à 90 milliards par mois et provoque des frictions.

Dans les voitures électriques, les surcapacités sont importantes avec un taux d'utilisation des capacités de 70% et donc des guerres de prix. En Europe, la part de marché des véhicules électriques chinois est passée de 1% en 2019 à 8% en 2022 mais, devant le risque qu'elle atteigne 15% en 2025, la Commission européenne réfléchit à des mesures de protection. Globalement, dans l'automobile, la Chine est devenue en 2003 le premier exportateur mondial avec 5.2 millions de véhicules devant le Japon, 4 millions, alors qu'il y a 5 ans la Chine exportait 4 fois moins que le Japon.

La diminution des investissements étrangers en Chine : elle est une autre cause du ralentissement de la croissance économique. La Chine, il y a quelques années, recevait 10% des IDE (investissements directs à l'étranger) du monde et le stock était de \$3500 milliards mais récemment, en net, le flux (-\$12 milliards au 3^{ème} trimestre 2023) était négatif tandis que les investisseurs privilégient le Vietnam, l'Inde, le Bangladesh et le Mexique.

La moitié des sociétés américaines opérant en Chine disent être en perte ou à l'équilibre et ¼ ont commencé ou vont se relocaliser hors de Chine. Côté européen, Ursula Van der Leyen ne parle pas d'un découplage mais d'un « de-risking », c'est-à-dire de la volonté de ne pas dépendre des importations en provenance de Chine.

Les Occidentaux n'ont plus confiance et ils sont revenus de l'idée selon laquelle l'enrichissement des Chinois déboucherait nécessairement sur une évolution démocratique. Ils ont vu Hong Kong, hier à part entière dans le monde occidental, tomber brutalement dans le giron chinois et devant le traitement réservé aux Ouïgours certains, comme H&M, ont fermé leurs usines.

Conséquence du départ partiel ou total de groupes comme Mazda, Stellantis, Nintendo, Dell, Microsoft, HP, Apple..., la Chine sera de moins en moins le laboratoire du monde et la difficulté à créer des emplois n'en sera qu'avivée.

Les sorties de capitaux : le gouvernement lutte contre les sorties de capitaux privés vers l'étranger notamment vers Singapour ou Dubai.

La diminution des échanges avec les Etats-Unis : les barrières américaines sont élevées car, outre les droits de douane imposés par Donald Trump, Biden a mis en place l'IRA, un programme de \$385 milliards de \$, sous forme d'aides, susceptible de générer \$3000 milliards d'investissements.

Pour la première fois, en 2023, la Chine n'est plus le 1^{er} fournisseur des Etats-Unis. Elle a livré pour \$472 milliards de marchandises mais le Mexique a exporté \$475 milliards aux Etats-Unis. Le déficit commercial américain avec la Chine a beaucoup baissé. De \$382 milliards en 2022, il est tombé à \$280 milliards en 2023, son plus bas niveau depuis 2010. En revanche, le déficit avec le Mexique s'aggrave. De \$95 milliards en 2022, il est passé à \$150 milliards en 2023.

Mais, si on pousse l'analyse, on se rend compte que beaucoup de producteurs chinois se sont installés au Mexique pour contourner les sanctions américaines. Il en va de même avec le Vietnam où le déficit américain a doublé en quelques années pour atteindre \$104 milliards.

Globalement, et c'est un point essentiel, le contenu chinois des produits consommés aux Etats-Unis n'aurait pas baissé.

L'essoufflement des Routes de la soie : la Chine réalise la moitié de ses échanges avec les 150 pays des Routes de la soie mais les investissements et les prêts ont beaucoup ralenti car, sur les \$960 milliards de prêts réalisés depuis 2013, la Chine a déjà dû restructurer \$250 milliards.

L'exemple africain est topique de l'évolution. Entre 2000 et 2022, la Chine, désireuse d'accaparer les réserves minières africaines, a prêté à l'Afrique \$170 milliards mais, entre 2021 et 2022, il y a eu moins de \$2 milliards de prêts car elle a tellement endetté ces pays que beaucoup, exemple l'Ethiopie, le Ghana, le Tchad, ne peuvent plus rembourser.

L'exportation de la déflation : la baisse du PPI, indice des prix à la production, signifie une exportation de la déflation. Ainsi en est-il quand BYD diminue de 5 à 15% le prix de ses véhicules électriques vendus en Allemagne.

Conclusion :

- **Un ralentissement structurel de la croissance** : la Chine ne sera peut-être jamais la superpuissance de la planète. Le PIB/habitant, \$13000, est encore (et sera durablement) faible, loin des \$70000 enregistrés aux Etats-Unis. Si, en 2024, la croissance nominale approche 5%, en fait, après prise en compte de la déflation, elle n'excédera pas 4% et le FMI n'anticipe qu'une croissance de 3.5%/an ces prochaines années.

Parmi les causes du ralentissement analysées dans cette Lettre 96, le primat donné à l'idéologie et aux entreprises publiques, le poids de l'arbitraire qui fragilise la confiance des investisseurs, l'hyper centralisation, l'impossibilité de poursuivre le surinvestissement dans les infrastructures aujourd'hui surcapacitaires et, surtout, l'incapacité de passer d'un modèle industriel à une économie de consommation et de services, sont autant de freins.

- **Les déceptions** : le régime a toujours tenu la population à l'écart du politique mais a offert comme contrepartie ces dernières décennies un enrichissement rapide. Aujourd'hui, l'enrichissement ralentit, il y a même perte d'épargne dans l'immobilier. Devant la persistance d'un chômage record des jeunes, la

dictature ne va pas s'effondrer mais le rêve chinois de rallier les masses s'étiole et la perte de confiance est indubitable.

- **La montée des griefs à l'international** : depuis la mise en œuvre de la politique agressive des « Loups combattants », la proportion des opinions défavorables sur la Chine n'a cessé d'augmenter. Dans tous les pays occidentaux, elle est entre 75 et 85%, le double d'il y a vingt ans. C'est moins vrai dans les pays émergents mais le pourcentage se dégrade également.
- **La prudence persistante en bourse** : la bourse chinoise est faiblement valorisée mais elle n'attirera pas les investisseurs internationaux à coups de budgets de soutien des marchés ou à coups de discours favorables au libre-échange. Le prérequis pour réconcilier les investisseurs, c'est un virage idéologique et on peut conclure avec le mot de **François Villon dans la Ballade des contradictions** : « Rien ne m'est sûr que la chose incertaine ».

Genève, le 14 février 2024

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.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.