



# La réforme du marché financier chinois s'accélère

July 23, 2014



Mark Mobius  
Executive Chairman  
Templeton Emerging Markets Group

Les efforts de réforme en Chine semblent s'intensifier. Mais ces réformes vont-elles soutenir la confiance des investisseurs et stimuler le marché intérieur chinois (actions A)? En novembre 2013, le Parti communiste chinois a convoqué sa troisième session plénière, qui a débouché sur un projet général pour l'avenir du pays officiellement nommé « Décision quant aux principaux domaines nécessitant une réforme en profondeur ». Les domaines ciblés ne manquent pas : réforme budgétaire, lutte anti-corruption, développement intégré campagnes-villes, etc. Depuis, le gouvernement chinois a dévoilé des programmes de réformes plus détaillés, dont ceux concernant les marchés financiers qui nous intéressent particulièrement en tant qu'investisseurs. J'ai invité mon collègue Eddie Chow, Vice-président exécutif senior et Directeur général du Templeton Emerging Markets Group, à partager son point de vue sur ces efforts de réforme et ses perspectives concernant le marché des actions chinois.



Eddie Chow

**Eddie Chow Vice-président exécutif senior et Directeur général Templeton Emerging Markets Group**

Par le biais de ses déclarations durant le Congrès national populaire de mars et, plus récemment, de la publication des « Principes directeurs pour le développement sain des marchés financiers » du Conseil d'Etat, le gouvernement chinois a présenté un agenda détaillé de la réforme du marché financier. Selon nous, la plupart des mesures spécifiques initiées dans le cadre de ce programme de réforme complet sont importantes pour les investisseurs. Certaines d'entre elles pourraient avoir un impact immédiat, tandis que d'autres, de nature plus structurelle, devraient déployer leurs effets à plus long terme. Ainsi, dans le cadre de l'ouverture des marchés financiers, le programme de collaboration entre les Bourses de Shanghai et de Hong Kong, qui relève les quotas d'investissements en provenance ou à destination de l'étranger et assouplit les restrictions imposées aux actionnaires non-chinois dans les sociétés cotées, pourrait très prochainement permettre d'injecter davantage de liquidités sur le marché intérieur chinois (actions A). Sur le moyen et le long terme, nous estimons que la participation accrue des investisseurs étrangers pourrait modifier le comportement et la dynamique du marché, voire la gouvernance au niveau des entreprises. Afin d'améliorer la structure des marchés financiers, outre le développement du marché obligataire (qui, en soi, est essentiel pour déterminer le niveau des coûts du capital en Chine), le système d'émission des actions sur le marché intérieur chinois (actions A) ne sera plus basé sur des autorisations, mais sur des enregistrements. De nouvelles règles régissant les introductions en Bourse publiées par la Securities Association of China ont été également introduites. En outre, nous estimons que les organismes de régulation vont lutter contre les délits d'initiés potentiels, améliorer la publication des informations et le régime de radiation de la cote, et promouvoir les investissements dans les fonds de pension. Par ailleurs, ces nouvelles initiatives devraient permettre de renforcer progressivement l'attrait du marché intérieur chinois (actions A). Ces efforts visent à améliorer la diversité, l'organisation et la transparence des marchés financiers chinois. Selon nous, c'est un point très important dans la mesure où il existe de grandes quantités d'épargne privée en Chine susceptibles d'être investies. Jusqu'à présent, la plus grande partie du travail est réalisée par le système bancaire sous contrôle de l'Etat qui, naturellement, se heurte à nombre de restrictions.

#### Réformes annoncées par la troisième session plénière du Parti communiste chinois

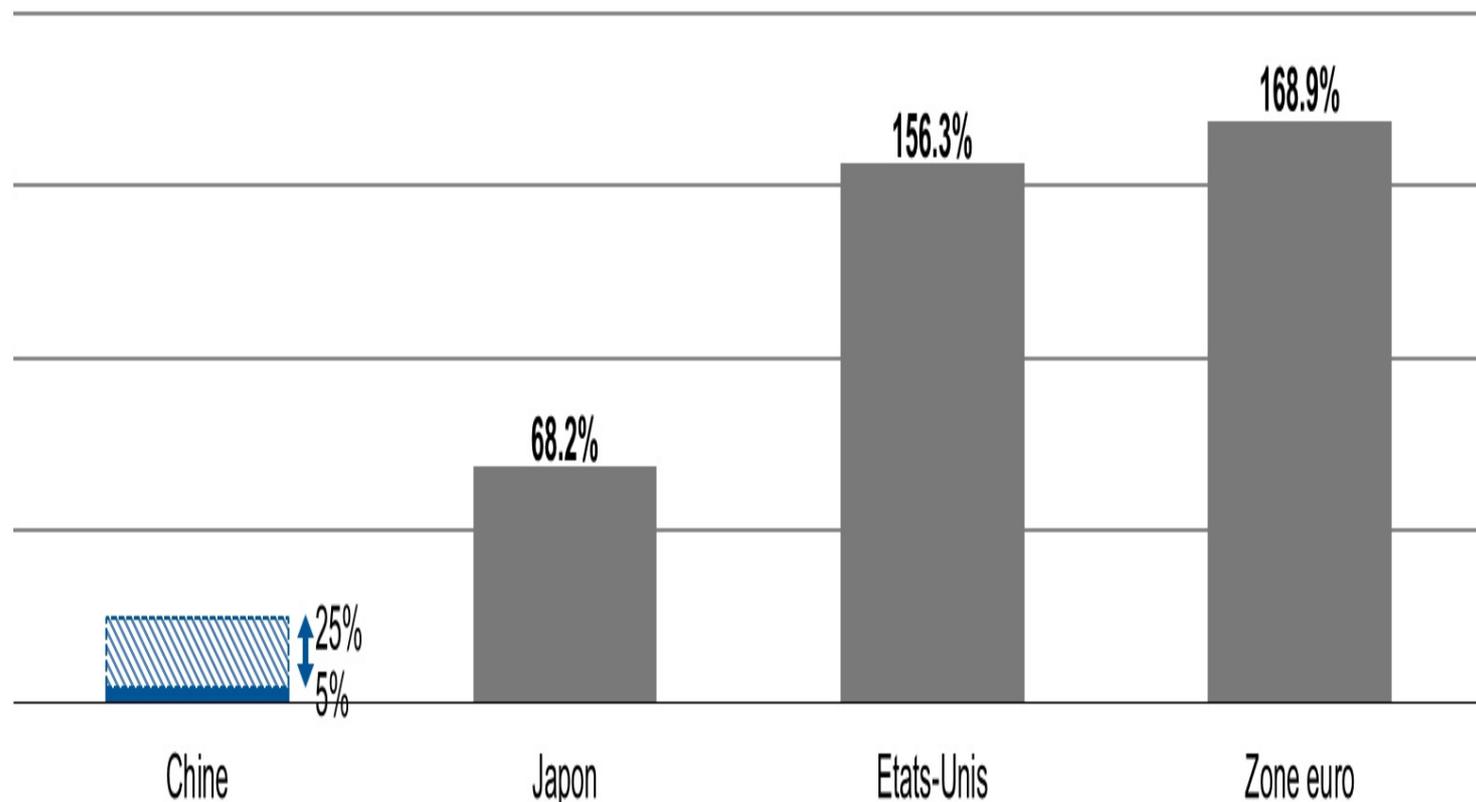
1. Déréglementation – Le secteur privé sera autorisé dans la plupart des industries réservées au gouvernement.
2. Ouverture – Les entreprises étrangères obtiendront un accès plus large au secteur des services.
3. Libéralisation financière – Le secteur privé sera incité à créer des établissements financiers et à accélérer la déréglementation des taux d'intérêt ainsi que la convertibilité des comptes de capitaux.
4. Réforme agraire et du système Hukou – Titres de propriété des droits d'utilisation du sol et droits de transfert. Amélioration des services sociaux en faveur des travailleurs migrants.
5. Réforme de la tarification des ressources – Meilleure allocation du pétrole et du gaz, de l'eau et autres ressources.
6. Réforme des entreprises d'Etat – Amélioration de l'efficacité et de l'allocation des ressources.
7. Réforme budgétaire – Taxe foncière pour améliorer la stabilité des recettes des gouvernements locaux.
8. Réforme de la sécurité sociale – Consolidation du système de retraite et transfert des parts des entreprises d'Etat dans le système de retraite ; les services médicaux privés seront également encouragés.
9. Développement du marché obligataire – Les gouvernements locaux pourront émettre des obligations de manière indépendante ; les risques seront mieux évalués.
10. Assouplissement de la politique de l'enfant unique – Améliorer le potentiel de croissance à long terme et encourager la consommation à moyen terme.

## La mise en œuvre concrète des réformes

Dans l'ensemble, la progression du marché des actions chinois a été relativement modeste durant le premier semestre 2014 pour de nombreuses raisons. Données macroéconomiques moroses, inquiétudes suscitées par la révélation de défauts obligataires et hausse des nouvelles introductions en Bourse ont eu des conséquences défavorables sur le marché. Bien que l'euphorie consécutive à l'annonce des réformes ait embelli les perspectives structurelles de l'économie à moyen terme et stimulé le marché en fin d'année, les actions A ont entamé une correction dès la fin de la troisième session plénière. Par la suite, les projecteurs se sont braqués sur la mise en œuvre concrète des réformes. De plus, nous estimons que l'économie doit pouvoir supporter une croissance moins rapide afin d'effacer le déséquilibre induit par sa forte dépendance aux investissements. Selon nous, les politiques monétaires et la croissance du crédit ne peuvent pas s'orienter vers un assouplissement si le gouvernement souhaite s'attaquer au surendettement sous-jacent de l'économie. Il pourrait y avoir une recrudescence des défauts obligataires et il faudrait peut-être que les prix de l'immobilier baissent si l'on veut ralentir la croissance du secteur bancaire parallèle, également connu sous le nom de « shadow banking ». Des signes indiquent que le marché de la pierre pourrait être en train de subir une correction. Une contraction des prix ne nous préoccuperait pas trop, dans la mesure où cette évolution pourrait bénéficier au développement à long terme du marché de l'immobilier en redirigeant l'excédent d'investissements vers d'autres secteurs. La presse présente souvent le système bancaire parallèle (intermédiaires financiers échappant généralement au contrôle des autorités de régulation) sous un jour négatif, mais, à certains égards, on pourrait le considérer comme une forme de libéralisation du marché des taux d'intérêt en Chine et un complément du secteur bancaire. Les entreprises qui ne peuvent pas emprunter aux bas taux de référence officiels peuvent le faire à des taux plus élevés, tandis que les déposants qui refusent les bas taux de dépôt officiels peuvent investir dans des actifs plus risqués. A nos yeux, la question essentielle à se poser est de savoir si les risques sont correctement évalués et connus des détenteurs d'actifs. La part des activités bancaires parallèles dans l'économie chinoise ne nous semble pas excessive. Pour nous, le problème provient du fait que l'activité s'est développée trop rapidement et qu'elle est trop axée sur l'immobilier, le secteur minier et les métaux, actuellement en proie à de puissants vents contraires cycliques. Mais dans la mesure où des réglementations et des obligations de publication plus strictes sont progressivement mises en place, nous ne pensons pas que le « shadow banking » représente une menace majeure pour l'ensemble du secteur bancaire chinois.

# Le secteur bancaire parallèle chinois est relativement petit

Fourchette d'estimation 5-25% (% PIB)



Source : Banque des règlements internationaux et Conseil de stabilité financière. Global Shadow Banking Monitoring Report 2012. 18 novembre 2012. Les estimations de 25% sont fournies par HSBC. Le graphique présente une fourchette d'estimation du système bancaire parallèle chinois.

Les graphiques sont présentés exclusivement à des fins d'illustration et de discussion. Aucune garantie n'est fournie quant à la réalisation de quelque projection, estimation ou prévision que ce soit.

Les marchés japonais et indiens ont connu une forte reprise dans le sillage des annonces et initiatives de réforme nationales et jusqu'à présent, nous n'avons pas observé un tel niveau d'euphorie sur le marché chinois. Toutefois, nous estimons que l'environnement de ces marchés et le genre de réformes évoquées par le Japon et l'Inde sont très différents de la situation en Chine. L'économie japonaise était plombée par des risques déflationnistes, si bien que lorsque le Premier ministre Shinzo Abe a annoncé des réformes économiques soutenues par les « trois flèches » (mesures de relance budgétaire, assouplissement monétaire et réforme structurelle), le marché a largement réagi à la deuxième flèche, à savoir l'assouplissement monétaire. Avec un objectif d'inflation de 2 %, l'assouplissement envisagé par le Japon est clairement inflationniste, sans précédent et, par rapport à la taille de l'économie, même plus important que l'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale américaine. En Chine, peu de réformes ont été menées sur le front monétaire. En Inde, la victoire de l'alliance emmenée par le BJP à la majorité simple au Parlement a marqué un tournant dans l'histoire du pays. On peut donc en déduire que le pays devrait disposer d'un gouvernement solide, capable d'imposer des lois essentielles qui encadreront des réformes quasi-inexistantes au cours des dernières décennies. Le marché espère vivement que le nouveau gouvernement pourra s'attaquer aux problèmes structurels, tels que le laxisme budgétaire, le manque de subventions rurales et la pénurie de dépenses d'infrastructures. En comparaison avec la Chine, l'Inde affiche une meilleure situation démographique, une présence moins forte sur les marchés mondiaux et de meilleures conditions cycliques, alors que les excédents se résorbent déjà sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt et que l'ajustement monétaire réduit les déficits des comptes courants. Selon nous, la victoire du BJP a offert au marché et à l'économie une grande marge de manœuvre pour un potentiel ajustement à la hausse. En Chine, bien que le Président Xi et le Premier ministre Li tentent de s'attaquer aux problèmes structurels créés par le surplus d'offre de crédit au secteur sous contrôle de l'Etat après la crise financière mondiale, les réformes s'avèrent beaucoup moins radicales qu'en Inde du point de vue de l'ampleur du changement de cap des politiques.

## **Restaurer la confiance des investisseurs dans la Chine**

Pour restaurer la confiance des investisseurs ou observer une augmentation structurelle des multiples de valorisation, il faudrait que le marché assume son rôle d'intermédiation du capital de manière efficace et effective. Nous estimons que la confiance reviendra lorsque les investisseurs auront le sentiment que les éléments suivants vont se réaliser:

- Les sociétés peuvent être cotées et lever des capitaux supplémentaires sans bureaucratie excessive
- Les sociétés mal gérées peuvent être radiées de la cote ou rachetées par de meilleures entreprises en vertu de règles du marché appropriées
- Les droits des actionnaires minoritaires sont bien protégés
- La direction et les actionnaires principaux sont bien gouvernés

Selon nous, le vaste projet de réforme du marché financier chinois est un pas dans la bonne direction, mais le marché ne semble toujours pas convaincu de la volonté du gouvernement de trancher dans le vif à court terme afin de concrétiser ces propositions de réforme. A titre d'exemple, certaines sociétés attendent depuis des années d'être admises à la cotation, mais la procédure d'autorisation pour les introductions en Bourse de la China Securities Regulatory Commission (CSRC) est toujours lente, vraisemblablement par crainte que l'offre excédentaire n'impacte négativement le marché. Au plan structurel, les risques liés aux obligations d'entreprises et à de nombreux prêts pour compte de tiers ne nous semblent pas avoir été intégrés dans les cours. Nombre de détenteurs d'obligations semblent toujours convaincus que les titres arrivant à échéance seront facilement refinancés et ne feront pas défaut, quelle que soit la gravité de la situation financière des émetteurs. Ironiquement, la hausse des défauts sur les obligations, qui entraînerait une évaluation plus appropriée des risques, pourrait rediriger une partie des flux de capitaux vers les actions et profiter au marché intérieur chinois (actions A).

## **Chine : argumentaire d'investissement**

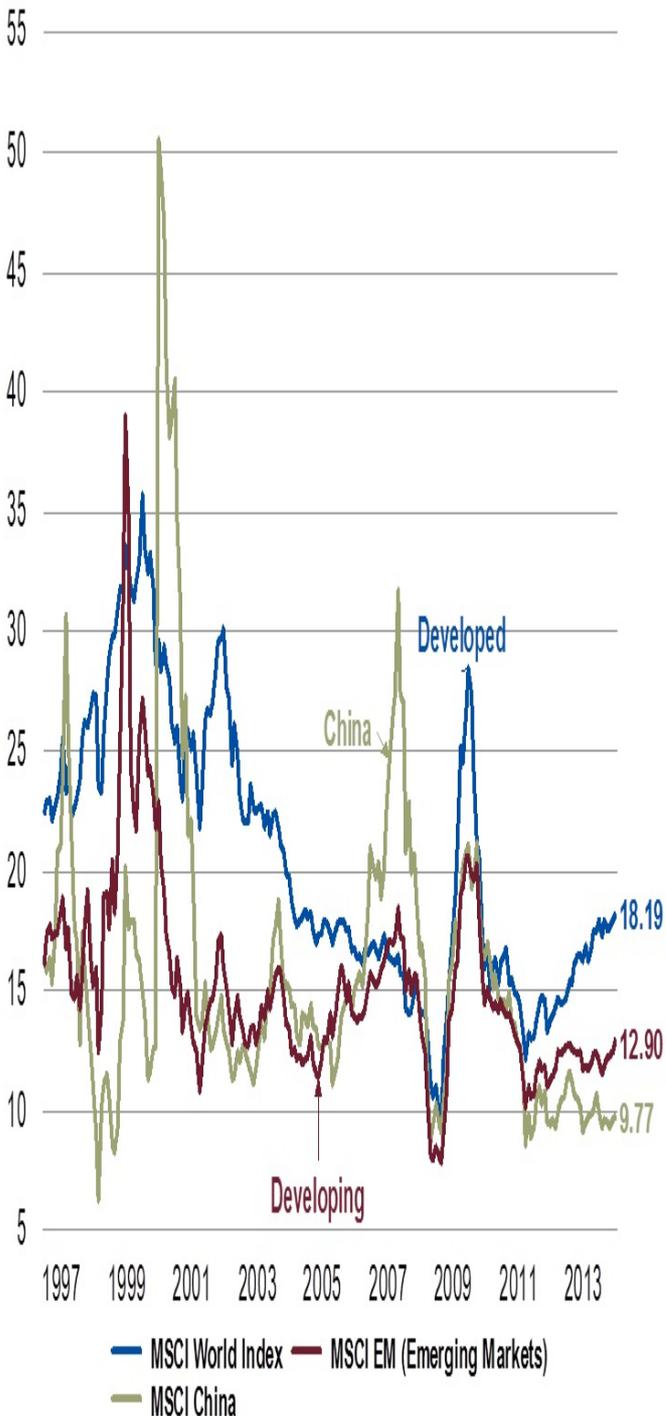
Bien que la Chine soit l'une des économies les plus puissantes au monde, elle présente les caractéristiques d'un marché émergent dans la mesure où la participation des investisseurs institutionnels et étrangers y est toujours relativement faible. Cette situation offre de belles opportunités à des investisseurs axés sur les actions sous-évaluées tels que nous, alors que les valorisations ont été globalement sapées par le manque de confiance du marché. Selon nous, ce déficit de confiance est provisoire et les initiatives de réforme du marché financier démontrent la détermination du gouvernement pour régler ce problème.

## Comparaison Chine - Pays en développement et développés

### Ratios cours/bénéfice et cours/valeur comptable (12 derniers mois)

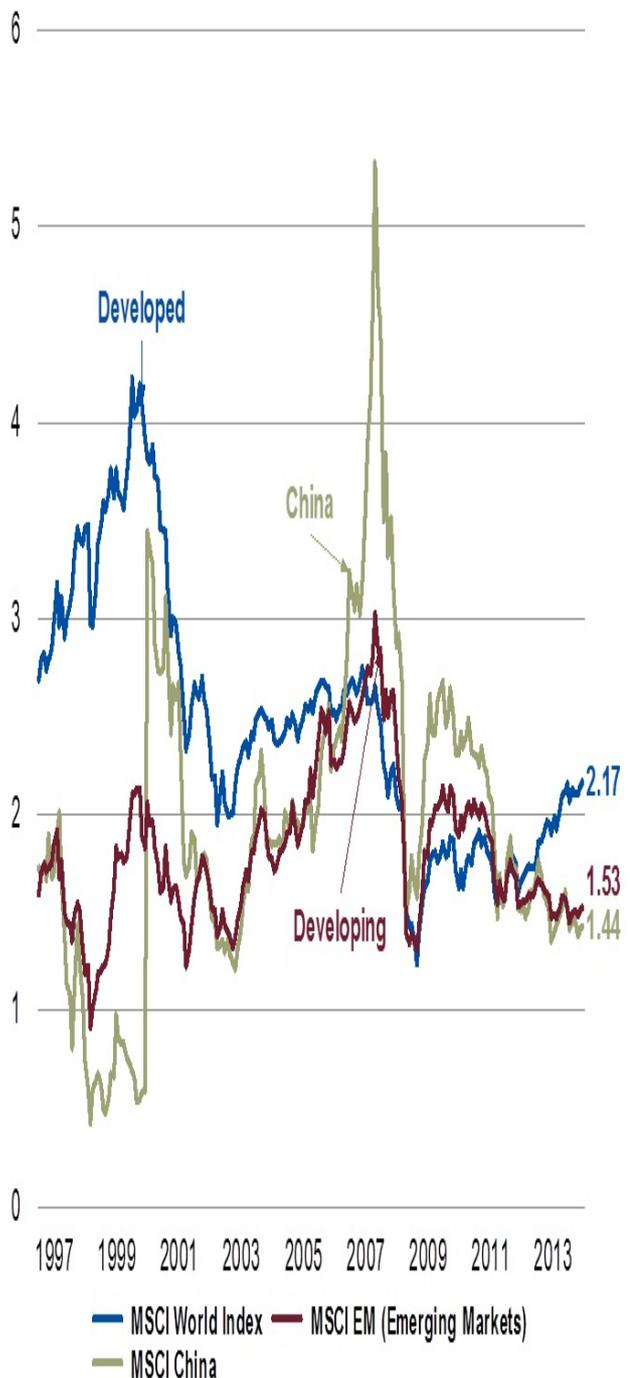
#### Trailing P/E Ratio

From 31-DEC-96 to 30-JUN-14 (Monthly)



#### Trailing P/B Ratio

From 31-DEC-96 to 30-JUN-14 (Monthly)



document. Aucune redistribution ou utilisation n'est autorisée. Ce rapport n'est pas établi ou approuvé par MSCI. © 2014 FactSet Research Systems Inc. Tous droits réservés. Les informations ci-inclues: (1) sont la propriété de FactSet Research Systems Inc. et/ou de ses fournisseurs de contenu; (2) ne peuvent être reproduites ou distribuées; et (3) ne sont pas garanties quant à leur exactitude, leur exhaustivité ou leur degré d'actualité. Ni FactSet Research Systems Inc. ni ses fournisseurs de contenu ne sont responsables des dommages ou pertes pouvant résulter de l'utilisation des présentes informations. Le ratio cours/bénéfice glissant représente le total du ratio cours/bénéfice d'une entreprise, calculé en divisant le prix actuel de l'action par les bénéfices par action durant les douze derniers mois.

➤ Indices non gérés dans lesquels il n'est pas possible d'investir. La performance passée ne saurait garantir les résultats futurs.

Nous avons identifié des titres « value » intéressants parmi les banques en particulier, notamment les grandes banques avec de puissantes franchises de dépôt, ainsi que parmi d'autres sociétés financières ayant le potentiel de profiter du développement des marchés financiers. Nous identifions également un bon potentiel de création de valeur à long terme dans le secteur des matériaux de construction, qui a subi une consolidation et une rationalisation des capacités de production de grande ampleur. A la faveur de la croissance de la demande structurelle, nous avons également une opinion positive des entreprises pharmaceutiques et de certaines sociétés actives dans le secteur de la consommation en Chine.

*Les commentaires, opinions et analyses de Mark Mobius et d'Eddie Chow sont présentés uniquement à des fins d'information et ne doivent pas être interprétés comme des conseils d'investissement individuels ou une recommandation visant un titre ou une stratégie d'investissement particulière. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les commentaires, opinions et analyses sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis. Ce document ne constitue pas une analyse complète des faits relatifs aux divers pays, régions, marchés, secteurs, investissements ou stratégies cités.*

## **Mentions légales importantes**

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. Les investissements dans des titres étrangers comportent des risques spécifiques, comme les fluctuations de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique. Investir dans les marchés émergents, y compris dans la sous-catégorie des marchés frontières, implique des risques accrus concernant ces mêmes facteurs, lesquels s'ajoutent aux risques liés à leur plus petite taille, à leur liquidité inférieure et à l'absence d'un cadre juridique, politique, commercial et social établi pour soutenir les marchés boursiers. Étant donné que ces cadres sont généralement encore moins développés dans les marchés frontières, en plus de différents facteurs comme le potentiel accru de volatilité boursière extrême, d'illiquidité, de barrières commerciales et de contrôle des changes, les risques associés aux marchés émergents sont amplifiés sur les marchés frontières. Les cours des actions sont soumis à des fluctuations, parfois rapides et importantes, en raison de facteurs affectant les entreprises individuelles et certains secteurs ou sous-secteurs, ou du fait des conditions générales de marché.