

Nos recommandations sur le marché chinois de l'été dernier ont permis de générer des plus-values de 113% et 107%. La gestion des risques pourrait imposer quelques prises de bénéfices. L'écart de valorisation incite à basculer une quote-part vers Hong-Kong. Mais il est trop tôt pour solder les positions.



## Que faire des actions de chine continentale?



Dans Prism'Marchés n°14 (juillet 2014), nous recommandions de manière très « contrarian » les banques de Chine continentale. Dans Prism'Marchés n°15 (septembre 2014), nous revenions sur les raisons qui nous avaient incités à renforcer l'indice CSI 300 (actions A de Shanghai & Shenzhen) au cours de l'année. **Depuis vous avez pu enregistrer une performance respectivement de +113% et +107% grâce à ces conseils.**

Nous restons confiants dans la poursuite de la hausse de la bourse de Shanghai avec néanmoins moins d'enthousiasme. Plus que tout autre marché, la hausse du CSI 300 n'est pas guidée par la reprise économique... et c'est un euphémisme ! L'investissement et la production industrielle progressent au rythme le plus bas depuis 10 ans et 8 ans. Mais c'est l'inflexion de politique monétaire qui donne du souffle au marché. Le président Xi Jinping a annoncé depuis 2013 qu'il s'attaquerait à la dette des gouvernements locaux, à la corruption et à d'autres problèmes structurels. Ces mesures pèsent par nature sur la croissance économique. Dès lors que l'objectif de 7.0% est en risque et que la déflation pointe, il devenait nécessaire de détendre l'octroi de crédit.

De plus, le marché chinois est particulièrement « momentum ». En effet, compte tenu des contraintes que supportent les investisseurs étrangers pour investir là-bas, le poids des investisseurs « retail » est prépondérant. Selon UBS, au cours des 5 dernières années, les volumes échangés en bourses viendraient à 80% des particuliers. En 2015, nous en serions à 90%. Les investisseurs chinois sont par nature « momentum », ils achètent ce qui monte. Ils ne devraient pas s'arrêter en si bon chemin alors que les valorisations, qui ne sont plus « bon marché », ne sont pas encore tendues. Le Price Earning 2014 est de 20.5, bien loin des niveaux de 48.8 et 35.4 atteints lors des précédents pics. Le Price Earning 2015 est légèrement en-dessous de sa moyenne de long terme (14.4). Depuis 25 ans, chaque retournement de tendance a été causé par une volonté politique (régulation ou durcissement de politique monétaire) ou un excès d'actions mises sur le marché. Le premier cas est actuellement improbable dans un contexte de risque déflationniste. En revanche, les nombreuses introductions en bourses pourraient pousser les indices à faire une pause. Leur succès est important et pas inhabituel. Les récentes introductions ont été sursouscrites 130 fois en moyenne. En 2008, ce taux pouvait aller jusqu'à 1 400 fois.

A plus long terme, la croissance bénéficiaire pourrait surprendre agréablement ceux qui corrèleraient croissance économique et croissance bénéficiaire. Alors que la croissance ralentie, sa qualité s'améliore et devient plus prévisible. Les services et la consommation se développent et l'industrie

## Ces graphiques ont retenu notre attention

s'oriente vers des marchés à plus forte valeur ajoutée. La hausse des salaires qui a fait fuir certaines activités vers des pays à (plus) bas salaires n'est pas une mauvaise nouvelle, au contraire. Primo, la fuite des activités à faible valeur ajoutée n'est pas si importante. Par exemple, la part de marché de la Chine dans la fabrication d'habits est passée de 42.6% en 2011 à 43.1% en 2013. Secundo, tandis que les multinationales délocalisent vers des pays comme les Philippines ou le Vietnam, elles renforcent leurs activités plus en aval de la production, donc plus margées, en Chine. Le pays n'en devient que plus incontournable. Tertio, le pouvoir d'achat des chinois augmente. Enfin, malgré la hausse des salaires, la productivité s'améliore fortement. Selon un rapport de McKinsey, elle a progressé de 11% par an entre 2007 et 2012. Cette tendance devrait perdurer. L'automatisation n'en est qu'à ses prémices. En 2013, la Chine est devenue le 1<sup>er</sup> acheteur de robots en captant 20% de la production mondiale. La marge de progression reste élevée. Il y a en Chine 30 robots pour 10 000 ouvriers contre 323 au Japon.

Enfin, les actions A ne sont pas à ce jour incluses dans l'indice MSCI Emerging Market. Leur intégration, sans doute très progressive, devrait permettre de remonter le poids de la Chine de 18% à 32%. Elles sont également très peu présentes dans les portefeuilles internationaux. L'exposition des investisseurs étrangers à Shanghai et Shenzhen reste très faible à hauteur de 1.5%. A titre de comparaison, le marché brésilien l'est à 30.5% et indien à 17.1%.

Bien sûr, pour des raisons de contrôle des risques, une prise de bénéfices est sans doute recommandable. Pour cela, nous vous suggérons de positionner des ordres stops, quelques pourcents sous les cours actuels et d'en remonter les niveaux avec la hausse des cours.

**Nous avons recommandé une prise de bénéfices sur l'ETF. Nous conservons désormais nos positions. Nous renforçons l'indice HSCEI de Honk-Kong (cf. ci-dessous).**



**HANG SENG CHINA ENTERPRISES INDEX**

L'indice HSCEI représente les actions chinoises dites « H » cotées à Hong-Kong en Hong Kong Dollar. L'indice semble sortir d'un biseau baissier construit au cours des 5 dernières années.



**HANG SENG CHINA ENTERPRISES INDEX  
(actions H) & Shanghai Shenzhen CSI 300 Index  
(actions A)**

L'indice H n'a pas suivi l'envolée de l'indice CSI300 des actions « A » (actions cotées en Renminbi dont la capitalisation est le triple des actions H, accessibles aux investisseurs étrangers grâce à des quotas octroyés par les autorités) avec lequel il est pourtant très corrélé. Le résultat depuis le début de l'année : +15.1% vs. +1.8%.

Sur les 300 valeurs du CSI300, 56 sont également cotées à Hong-Kong. L'indice Hang Seng China AH Premium mesure la prime ou la décote du premier sur le second. En moyenne de -5% à 10%, elle est actuellement de 36% au plus haut depuis 5 ans. Hong-Kong et Shanghai étant désormais connectés l'un à l'autre via la plateforme « Connect », on pourrait s'attendre à une réduction de cette prime dans les prochains mois. Sans doute, l'impossibilité technique de « shorter » le marché de Shanghai diffère-t-il cet ajustement. Les valorisations divergent également. Le Price Earning 2015 de l'indice HSCEI est de 8 contre 12 pour le CSI300. L'écart s'explique par la composition respective des indices. Le poids des valeurs financières, classiquement à faible PE, est de 41.6% dans le CSI300 et de 66.5% dans l'indice HSCEI.

**Nous conservons les positions sur l'indice CSI300 et renforçons l'indice HSCEI.**



D'un point de vue européen, la hausse du dollar paraît tout à fait justifiée. En Europe, nous avons une croissance plus faible, une politique monétaire hyper-accommodante, le risque grec et la montée du populisme. En prenant du recul, on constate que la faiblesse de l'euro/dollar, c'est aussi la vigueur dollar. Celui-ci a été fort contre toutes les monnaies. Depuis un an, il a gagné 22% contre un panier de devises (mesuré par le DOLLAR INDEX SPOT Exchange Rate, intégrant l'euro). Le marché des changes est le plus souvent peu volatile mais les ajustements sont parfois violents. Au cours des 30 dernières années, c'est la première fois que la hausse du dollar dure aussi longtemps (9 mois vs. 6 mois en moyenne) et qu'il atteint une telle amplitude.

Les conséquences sont nombreuses et peuvent être lourdes :

- Tous les pays exportent leur déflation aux Etats-Unis. Les dernières publications d'inflation outre-Atlantique ont néanmoins été rassurantes.
- Les sociétés exportatrices américaines souffrent. Déjà d'un point de vue agrégé, les résultats des sociétés du S&P 500 sont attendus en baisse de 5% au 1er trimestre 2015 par rapport à l'année passée. D'un point de vue macro-économique, les exportations baissent de 5% par rapport à la même période de 2014. Le manque de dynamisme du commerce international ne fait qu'amplifier l'effet du dollar fort.
- Le dollar n'est pas étranger à la baisse des matières premières. Le pétrole par exemple vient de connaître sa plus forte baisse trimestrielle en près de 40 ans. Les pays fortement producteurs, comme le Brésil, la Russie, le Nigéria sont déjà en difficulté.

• Les pays émergents et surtout les sociétés des pays émergents sont souvent endettés en dollar. Leur endettement croît ainsi mécaniquement. Historiquement, leurs taux de défaut et le dollar sont clairement corrélés. Même si leur endettement est maintenant aussi en devises locales et que ces devises flottent, il n'en reste pas moins qu'à partir d'un certain niveau (?), l'impact se fera sentir. Il sera un peu amorti par le fait que ces entreprises réalisent une part de leur chiffre d'affaire aux Etats-Unis. UBS l'estime à 11% pour les pays asiatiques. C'est trop peu pour écarter le risque. Dès lors, les pays les plus endettés auront un choix peu enviable : remonter les taux pour défendre leur monnaie, au risque de ralentir une croissance déjà sous pression ou faire baisser les taux pour dynamiser leur croissance quitte à mettre sous une pression accrue leur devise. Une possible crise dans les pays émergents aurait des conséquences dans les pays développés. Leur poids dans le commerce international a cru et leur dette a quadruplé depuis 15 ans (hors Chine).

Si la vigueur du dollar a été le reflet de la santé de l'économie américaine, tel n'est plus le cas. L'indice des surprises économiques de Citi est fortement négatif depuis le début de l'année. La vigueur du dollar est désormais le reflet de la désynchronisation des politiques monétaires internationales. Mais alors comment justifier cette désynchronisation dans un contexte économique domestique faible ? Le seul point positif de l'économie américaine demeure son marché de l'emploi. Est-il suffisant pour enclencher une hausse des taux ? Peut-être. Mais une certitude : il ne faudra pas beaucoup de hausse de taux pour envoyer le dollar au firmament et mettre l'économie américaine à genoux... et avec tous les effets secondaires connus. La hausse du dollar porte sa fin en elle.

**Nous recommandons de surveiller la corrélation entre le S&P500 et le dollar. Un passage en négatif pourrait être le signe avant-coureur de la correction que nous attendons pour la fin de cette année ou 2016.**

## Saisonnalité



Le marché a un rythme que de nombreuses études statistiques ont montré. Le marché réalise une bien meilleure performance entre les mois d'octobre et d'avril que le reste de l'année. Les raisons ne sont pas clairement démontrées. Les réallocations de début d'année, le window-dressing de fin d'année sont des facteurs explicatifs. De plus, les corrections sont plus fréquentes entre mai et octobre. La stratégie consistant à n'être investi qu'entre octobre et avril et en monétaire le reste du temps affiche une surperformance marquée vs un portefeuille qui resterait investi toute l'année, tout en étant 2 fois moins risqué.

Bien sûr, cela ne fonctionne pas chaque année. Parfois, la baisse dans la période défavorable est insignifiante. Depuis la hausse quasi ininterrompue depuis 2011, la saisonnalité a perdu de son importance. Vous pourriez vous dire qu'il s'agissait d'une anomalie statistique. Pour notre part, nous pensons au contraire que les prochaines corrections interviendront au cours de la période défavorable, rétablissant ainsi la statistique.

**L'allocation Winner-Loser cherche à profiter de ce phénomène. Pour plus d'informations, cliquez ici**

Rédigée le 1<sup>er</sup> avril 2015  
Régis Yancovici  
Fondateur ETFinances



Cette publication constitue une « recherche en investissement » au sens de l'article L544-1 du Code Monétaire et Financier. Il ne s'agit pas d'un « Conseil en Investissement » personnalisé.

L'ensemble des personnes physiques ou morales en relation avec les clients ou prospects de Pragmages ou ses éventuelles filiales sont soumis à une charte d'éthique qui est à votre disposition.

Les recommandations présentes dans ce document sont réalisées avec la plus grande probité et en totale indépendance vis-à-vis des établissements financiers, en particulier des producteurs d'ETF.