



Marché boursier chinois : fin d'une anomalie ?

27 mai 2008

Après deux années de hausse fulgurante, le krach a finalement eu lieu sur le marché chinois en octobre 2007. Entre le pic du 17 octobre et le point bas du 18 avril 2008, l'indice de Shanghai a perdu 50 % de sa valeur. La chute est cependant limitée compte tenu de l'envolée de l'indice boursier depuis début 2006. De janvier 2006 au pic d'octobre 2007, la valorisation a été multipliée par 5. Après la correction, l'indice reste aujourd'hui 3 fois plus élevé qu'au début de 2006. Au cours de la même période, l'indice de Hong Kong a été multiplié par 2,1 avant de redescendre aujourd'hui à 1,7 fois le niveau initial. Comment expliquer de telles évolutions ? Quelles sont les spécificités du marché boursier chinois ? Quelle est la valorisation conforme aux fondamentaux économiques ?

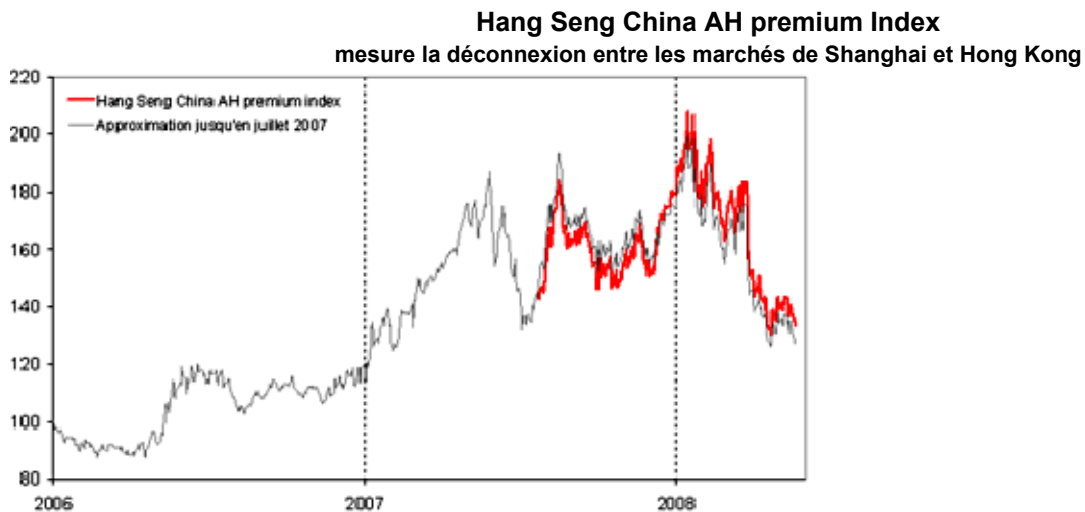
Le premier élément à prendre en compte pour expliquer l'envolée du marché est l'absence de mobilité des capitaux entrant et sortant de Chine continentale. Pour contrôler le taux de change du yuan et conserver un certain degré d'autonomie à sa politique monétaire, la Chine a choisi de laisser son compte de capital fermé. Ainsi, seules les devises issues d'échanges commerciaux peuvent être converties en yuan et les résidents chinois ne sont pas autorisés à détenir des devises étrangères. En conséquence, moins de 2 % de la capitalisation boursière de Chine continentale est détenue par des fonds étrangers. On a donc un paradoxe : si la Chine est l'un des pays les plus ouverts du point de vue du commerce extérieur (c'est le troisième exportateur mondial et son taux d'ouverture atteint 40 % du PIB), elle reste très hermétique à la globalisation de la finance. L'épargne chinoise, particulièrement abondante (près de 40 % du PIB), est donc captive, les dépôts bancaires étant la seule autre possibilité de placement pour les ménages et les entreprises. Or les taux d'intérêts réels étaient très faibles en 2007 et sont devenus négatifs à la fin de l'année avec l'accélération de l'inflation. En outre, l'offre est limitée sur les marchés boursiers par le fait que 74% de la capitalisation est gelée, l'Etat détenant la majeure partie du capital des grandes sociétés. Dans les secteurs financier et énergétique, ce ratio s'élève à 89 %. La rareté de l'offre stimule artificiellement les valorisations dans un contexte de forte demande. La liquidité est en effet très élevée en Chine, du fait d'excédents courants record et d'entrées illicites de capitaux spéculatifs. Dans ce contexte, la vague d'introductions en bourse qui a eu lieu sur le marché chinois depuis fin 2006 a attisé la spéculation en fournissant des nouvelles opportunités de placement à l'épargne chinoise.

Est-on aujourd'hui revenu à un niveau de valorisation plus conforme aux fondamentaux ? L'analyse des PER (Price Earning Ratio, calculé comme le ratio du prix d'une action sur le bénéfice par action) peut apporter un premier élément de réponse. Après avoir atteint un pic proche de 50 en octobre 2007, le PER du marché de Shanghai est revenu à 25 en avril 2008. Ce niveau reste élevé en comparaison internationale (12 en France et 17 aux Etats-Unis en avril 2008), mais il est repassé sous la moyenne de long terme du marché chinois, qui se situe à 30. Une telle valorisation n'est peut-être pas aberrante au regard du taux de croissance de l'économie chinoise qui dépasse 10 % par an, et de la croissance attendue des bénéfices : en 2006, les profits des entreprises cotées ont augmenté de 46 % !

La comparaison avec le marché de Hong Kong permet d'apporter des éléments d'évaluation complémentaires. Les possibilités d'arbitrage entre les marchés de Chine continentale et celui de Hong Kong étant très limitées, une entreprise chinoise cotée sur les deux marchés peut avoir une valorisation, et donc un PER, très différents. Par exemple, le PER de Petrochina, première capitalisation du marché de Shanghai, est deux fois plus élevé à Shanghai qu'à Hong Kong. Depuis juillet 2007, ce différentiel de valorisation est mesuré par le *Hang Seng China AH premium index* pour 36 sociétés cotées sur les deux marchés (graphique). Il calcule le ratio pondéré entre le prix des actions A (cotées à Shanghai) et celui des actions H (cotées à Hong Kong) chaque action étant pondérée par sa capitalisation flottante. Cet indice oscillait entre 90 et 120 jusqu'en décembre 2006, puis s'est envolé pour atteindre un niveau record à 208 en janvier 2008 (100 étant le niveau d'équilibre). La correction intervenue depuis sur le marché chinois a permis de ramener la prime à moins de 35 % en mai 2008 ; ce niveau peut se justifier en partie par les anticipations d'appréciation du yuan (environ 10 % par an par rapport au dollar), qui augmentent la valeur

en dollars des profits attendus en Chine continentale, et en partie par les possibilités limitées d'arbitrage entre les deux marchés.

Les facteurs structurels à l'origine de l'envolée des prix à Shanghai, notamment l'énorme masse d'actifs liquides captifs en Chine, sont encore présents. Par ailleurs, l'évolution du *Hang Seng China AH premium index* indique que le différentiel avec Hong Kong s'est resserré depuis le début de l'année. Ces deux éléments, pris de façon conjointe, mènent à penser que la correction est proche de sa fin. Cependant, le plan du gouvernement chinois de mettre en vente une part importante du capital qu'il détient devrait exercer une pression baissière sur le marché. Cette offre supplémentaire viendrait corriger la distorsion actuelle du marché, où le niveau artificiellement bas du flottant perturbe la valorisation des actions. On estime à 3000 milliards de yuan (soit 16 % de la capitalisation boursière) le montant des actions qui seraient mises en circulation en 2008 par le gouvernement.



Francesco Saraceno et Danielle Schweisguth