



FFM GESTION

Genève, le 20 octobre 2021

Les médias étatiques ont rapporté qu'une réunion de la Commission Centrale des Affaires Financières et Economiques du Parti Communiste Chinois, mardi, présidée par Xi, avait souligné la nécessité de « réglementer les revenus excessivement élevés et d'encourager les groupes et les entreprises à revenu élevé à redonner davantage dans la société ».

Le comité a ajouté que si le parti avait permis à certaines personnes et régions de « s'enrichir d'abord » dans les premières décennies de la période de réforme et d'ouverture de la Chine, il donnait maintenant la priorité à la « prospérité commune pour tous ».

Financial Times, 18 août 2021

Madame, Monsieur,

Pour la première fois, depuis peu, la volatilité a fait son retour sur les marchés financiers, en particulier au cours du mois de septembre. Alors que les performances négatives de la plupart des indices au cours de ce mois (MSCI World -4,29%, S&P 500 -4,76%, Stoxx Europe 600 -3,41%) ont été relativement modérées, certaines actions ont connu une période particulièrement difficile ces derniers temps. Parmi celles-ci, on peut retrouver quelques-uns des plus grands gagnants de 2020, comme Zoom Communications, par exemple, en baisse de 48% par rapport à il y a un an.

Comme toujours, on peut trouver de nombreuses raisons pour expliquer pourquoi les actions et les indices montent et descendent, mais il semble assez clair que les dernières déclarations des dirigeants chinois (voir ci-dessus) ont eu un impact particulièrement négatif. Un certain nombre d'entreprises, en particulier celles basées en Chine et celles qui sont fortement exposées au marché chinois, ont, en effet, souffert significativement.

Nous avons déjà discuté, avec beaucoup d'entre vous, de tout ce qui concerne la Chine, mais nous n'avons pas encore abordé la question en détail, par écrit, et nous pensons que ces dernières annonces méritent un examen plus approfondi. Tout d'abord, un peu de contexte : au cours des quinze dernières années, nous avons eu beaucoup de clients qui revenaient de Chine et qui étaient complètement éblouis par ce qui se passait là-bas, avec de nombreux commentaires, tels que : « Il ne leur faut pas des années pour construire un nouveau chemin de fer, ils se contentent de raser les villages sur le chemin ». Ou « Quand ils décident de faire quelque chose, ils le font tout de suite, sans discussions sans fin ni opposition de la part de nombreux milieux ».

C'est évidemment tout l'intérêt lorsque vous dirigez une dictature communiste : vos citoyens ne peuvent pas former des groupes d'opposition, des lobbies, organiser des manifestations ou d'entreprendre d'autres actions ennuyeuses auxquelles nous devons faire face dans nos nations démocratiques. Alors oui, les choses se font plus rapidement. Pas nécessairement mieux, mais certainement plus rapidement.

Nous avons toujours essayé de faire remarquer à nos clients que ce pouvoir, presque absolu, que l'État chinois détient sur ses citoyens, il le détient également sur ses entreprises. Cela signifie que les entreprises chinoises, aussi innovantes soient-elles, ne sont pas nécessairement gérées pour le bénéfice des actionnaires, mais plutôt au profit de l'État (mieux vaut ne pas critiquer le gouvernement sur WeChat, l'équivalent chinois de WhatsApp, ou la police pourrait débarquer chez vous pour une conversation pas nécessairement amicale). Certes, on peut critiquer le capitalisme actionnarial et ses nombreux défauts, mais nous sommes certains qu'il est encore toujours bien meilleur que le capitalisme d'État.

Ce qui a rendu certaines entreprises chinoises, telles qu'AliBaba, Tencent ou Baidu, encore plus attrayantes pour de nombreux clients (et de nombreux investisseurs occidentaux, tels que les banques), c'est qu'elles étaient des champions nationaux. Pas de concurrence de la part des enfants terribles américains, comme Amazon, Google ou Facebook: ils n'étaient tout simplement pas autorisés à opérer en Chine. Peu ou pas de concurrence signifie des marges bénéficiaires juteuses, mais ce que presque tout le monde a oublié, c'est que ce que l'État chinois crée, il peut aussi le détruire.

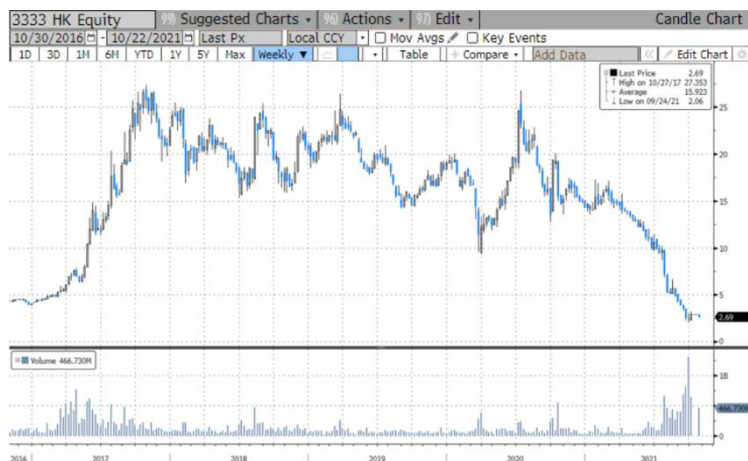
Et le détruire, l'État l'a fait au cours du trimestre dernier. Pour être honnête, cela ne devrait pas être une grande surprise, car les dirigeants chinois ont toujours expliqué clairement leurs principaux objectifs. En particulier, la « prospérité commune pour tous ». Ce n'est pas un thème nouveau, mais il sera simplement appliqué de manière plus approfondie.

Il faut avouer qu'il y a, en effet, eu des excès, en particulier dans le secteur de l'enseignement privé. Les enseignants ne faisaient rien pendant leurs cours dans les écoles publiques mais conseillaient à leurs élèves de s'abonner à des cours privés le soir, où ils enseigneraient réellement. Ce système menaçait clairement l'objectif de l'égalité des chances pour chaque enfant de pouvoir fréquenter les meilleures universités.

D'autres mesures ont même été applaudies par certains dans le monde occidental, comme la limitation des jeux vidéo en ligne pour les enfants de moins de 18 ans à seulement trois heures par semaine. Le fait que cette politique puisse effectivement être appliquée par l'État, grâce à l'utilisation de la technologie de reconnaissance faciale, devrait toutefois nous sembler effrayant. Bien qu'il y ait effectivement eu certains excès donc, le pouvoir et l'interventionnisme du Gouvernement Central suscite de vraies questions.

Les décisions les plus importantes ont été prises il y a déjà un an, lorsque de nouvelles réglementations pour les promoteurs immobiliers, en particulier en termes d'effet de levier, ont été adoptées. Ces réglementations, appelées « les trois lignes rouges » sont essentiellement des tests financiers de la santé des bilans de ces sociétés. Au premier rang des promoteurs immobiliers, Evergrande a été, pour l'instant, le plus touché par ces lignes rouges et tente actuellement d'échapper à la faillite, avec plus de 300 milliards de dollars de dette en cours en Chine (et 30 milliards de dollars à l'extérieur).

Malgré la somme considérable de ces dettes (et d'autres promoteurs immobiliers en souffriront probablement aussi), il ne s'agit heureusement pas d'un « moment Lehman » (en référence à la faillite de Lehman Brothers, que beaucoup désignent comme le déclencheur de la grande récession de 2008). Vous pouvez voir le graphique du cours de l'action Evergrande ci-dessous.



Cela ne peut, en effet, pas se produire de la même manière car le système financier chinois est pratiquement fermé aux étrangers et il ne peut donc y avoir de véritable contagion en dehors de la Chine. En ce qui concerne la Chine, par contre, bien que ce ne soit pas aussi grave que Lehman, les implications pour l'économie sont importantes et toutes les ramifications ne sont pas encore connues.

Prenons un peu de recul. Les chiffres chinois doivent toujours être pris avec précaution, mais à notre connaissance, le secteur immobilier en Chine pourrait représenter un chiffre stupéfiant de 25 à 35% du PIB, un chiffre largement plus élevé que partout ailleurs dans le monde, même si l'on utilise la fourchette inférieure. Plus stupéfiant encore, la propriété immobilière représente, pour les Chinois qui en possèdent, environ 80% de leur richesse. Encore une fois, c'est environ deux fois plus que partout ailleurs dans le monde. Dans ce contexte, les dirigeants chinois ont toujours compris que l'immobilier finirait par devenir le talon d'Achille du système. Tout ralentissement ou toute baisse des prix impacterait la confiance des citoyens dans le système ainsi que le PIB qui pourrait plonger.

Il existe cependant une différence importante entre comprendre la gravité d'un problème et tenter de le résoudre. Dans un pays sans taxation locale solide, les gouvernements locaux se sont vus obligés de compter principalement sur la vente de terrains pour pouvoir financer les services publics locaux. Tuer cette vache à lait signifiait que le gouvernement central devrait intervenir. En outre, chaque fois que le gouvernement central a tenté de ralentir le marché immobilier, l'économie a freiné très rapidement (ce qui n'est pas surprenant compte tenu de la taille du secteur, comme nous l'avons mentionné précédemment).

Ainsi, tout comme dans nos sociétés démocratiques tant décriées, le problème a été balayé sous le tapis, pour être abordé à un moment donné dans le futur. Par conséquent, un problème difficile à résoudre est devenu, avec le temps, un problème presque insoluble. Il est tellement plus important maintenant qu'il y a encore cinq ans. Renflouer tous les acteurs qui risquent de perdre gros sera très, très coûteux.

Cela est d'autant plus vrai que, contrairement à la plupart des pays occidentaux, les achats immobiliers doivent être payés à l'avance, lorsque le contrat de vente est signé, mais avant que quoi que ce soit ne soit construit. Chez nous, il est d'usage de payer 10% en avance et 90% une fois que l'appartement ou la maison sont construits et prêts à être livrés (les pourcentages peuvent varier). Cela a des implications très importantes car, pour en revenir aux 300 milliards de dollars de dette, cela signifie que les détenteurs de dettes ne peuvent pas recevoir un bien immobilier au lieu d'un remboursement, puisque le bien immobilier (s'il a été construit) appartient déjà à quelqu'un qui en a payé le prix plein.

L'ironie du sort veut que les décideurs politiques chinois ont étudié presque sans fin la bulle japonaise des années 1980, dans l'espoir de ne pas la répéter, et pourtant nous y voilà. Pour rappel, la bulle japonaise qui a éclaté fin 1989 est la mère de toutes les bulles modernes. Du côté des actions, les sociétés japonaises étaient valorisées deux fois plus chères qu'au sommet de la bulle du Nasdaq (100x les bénéfices contre 50x en 2000) et c'est encore plus invraisemblable du côté de l'immobilier. Les hypothèques étaient structurées pour être remboursées par la deuxième génération (les fils et les filles de ceux qui avaient pris l'hypothèque)

et les jardins du palais impérial de Tokyo valaient plus que l'ensemble des biens immobiliers californiens. Lorsque la bulle a éclaté, elle a tout détruit sur son passage et, aujourd'hui, plus de trente ans plus tard, le Japon ne s'est pas encore complètement rétabli.

Les choses ne sont pas encore devenues aussi incontrôlables en Chine, mais les chiffres sont tellement plus grands que peu importe le manque de contrôle, le pays fait face à un véritable problème. Le gouvernement chinois a essayé de faire baisser les prix de l'immobilier dans tous les domaines (parfois de 30%). En conséquence, les transactions immobilières se sont arrêtées et l'incertitude est très élevée.

Cela pourrait représenter un véritable cocktail toxique dans un pays où l'immobilier joue un rôle si important, tant en termes de PIB qu'en termes d'effet de richesse. En effet, si 80% de votre patrimoine est dans l'immobilier et que vous réalisez soudainement que cela pourrait valoir 30% de moins, épargner plus et dépenser moins semble être une chose intelligente à faire. Reproduisez cela pour chaque propriétaire chinois et l'impact pourrait être gigantesque.

Nous avons longtemps dit à nos clients que la révolution en Chine ne viendrait pas, non pas parce que les citoyens inonderaient les rues pour exiger une société plus démocratique (les leçons de Tiananmen 1989 ont été retenues), mais parce que leur richesse immobilière baisserait drastiquement. Déjà, des images d'investisseurs en colère prenant d'assaut les bureaux d'Evergrande peuvent être vues sur les médias sociaux. Alors, qui sait ce qui va se passer ? Certainement pas nous, mais 2022 sera une année très intéressante.

Cordialement,

Julien Devaux
Chief Investment Officer
FFM Gestion