

La conjoncture financière de ce premier semestre a été marquée par les flux plus encore que par le passé

L'évènement financier de ce début d'année ? Malgré l'ampleur des mouvements, ce n'est peut-être pas sur le marché des taux qu'il faut le chercher. Pas non plus sur celui des changes ou même de la grande volatilité des Bourses européennes alimentée par le feuilleton grec. On a envie de retenir en haut du classement la performance des Bourses chinoises. Un nouveau révélateur sans doute de la prééminence des flux sur les fondamentaux.

Les actions chinoises dans la zone de surévaluation du ratio Warren Buffet

On est dans la démesure. Les indices de Shenzhen et de Shanghai ont plus que doublé depuis le début de l'année. Le divorce avec les anticipations de bénéfices est criant, puisque des estimations encore optimistes tablent sur un recul moyen de 10 % des profits des entreprises cotées cette année. Les indices de Hong Kong, qui affichent une progression voisine de celle des Bourses européennes par exemple (12 à 13 %), apparaissent moins exubérants.

C'est la capitalisation boursière des «actions A», dont la détention est réservée aux investisseurs chinois (et qui sont cotées en yuan) qui explose littéralement. Elles affichent désormais une capitalisation boursière qui dépasse 10.000 milliards de dollars. Sans même compter le marché «occidental» de Hong Kong, la valeur

cumulée des actions chinoises s'approche du ratio de 1,2 fois le produit intérieur brut. On est dans la zone dangereuse de surévaluation selon un des indicateurs les plus suivis par le légendaire Warren Buffet.

Normalisation de la croissance, mais fuite en avant financière de l'Etat et constitution de bulle

Anticipation d'une nouvelle phase de forte croissance ou bulle spéculative ? On peut répondre par la seconde hypothèse a priori sans grand risque de se tromper. L'économie chinoise est en voie de normalisation de sa croissance et se rapproche de son potentiel lié à sa démographie, et va sans doute même passer au-dessous. Au-delà des doutes sur la qualité des statistiques économiques, les indicateurs bruts montrent une expansion qui est plus proche de 5 % que des 7 % fixés par le pouvoir (et qui seront donc ce qui sera finalement publié). En revanche, la banque centrale est à la manœuvre pour éviter que le changement de modèle de croissance – montée de puissance de la consommation et de l'économie tertiaire – ne provoque un choc trop violent.

La Banque centrale accroît son pouvoir en recentrant le financement de l'économie sur des circuits assainis (crédits bancaires classiques et obligations au détriment du shadow banking), et de ce fait se montre très agressive dans sa politique monétaire pour à la fois soutenir l'activité et éviter une hausse des taux réels d'emprunt

conséquence de la baisse de l'inflation. Le policy mix accroît encore le dopant, avec des recettes fiscales qui progressent moins vite, et des dépenses budgétaires de l'Etat central qui accélèrent.

On a suffisamment analysé la politique de croissance menée par la Chine depuis 25 ans pour avoir retenu un des axes forts : éviter les erreurs commises au Japon à partir de la fin des années 1980, celles qui avaient suivi l'expansion du «miracle». Aujourd'hui pourtant, il est difficile de ne pas faire le parallèle : au moment où le modèle «usine du monde» trouve ses limites, c'est une certaine fuite en avant financière qui est mise en œuvre.

Les enjeux ne sont pas de la même taille, le cadrage pas le même, le fonctionnement d'un Etat totalitaire suit des règles bien différentes de celui d'une démocratie représentative. Mais la constatation de la surévaluation des marchés financiers relève un vrai parallélisme.

Flux de spéculation des ménages en Chine, arbitrages cadrés sur les grandes Bourses occidentales

Bénéfices qui baissent et cours qui montent : la constitution de la bulle est encouragée par les autorités, qui ont multiplié les autorisations d'ouverture de comptes pour les particuliers. Ajoutées à la baisse des taux d'intérêt, elles ont finalement favorisé dans des proportions énormes des positions de spéculation : 20 % des opérations boursières sur le marché chinois des actions A sont opérés sur dette. Le nombre d'ouvertures de comptes titres est exponentiel. 15 millions en mai, encore près de 3 millions par semaine depuis le début juin. 140 millions de comptes sont actifs, la plupart utilisant du levier.

Le risque croît avec cette spéculation sans vrai précédent – y compris même l'Amérique des années 1920. C'est ce qui a conduit l'agence MSCI à refuser la semaine dernière l'introduction des marchés des actions A chinoises dans son indice monde. Elle a justifié son jugement en formulant des demandes de réformes de droit de propriété, de gouvernance des sociétés, de transparence et d'accès au marché. Mais c'est surtout le danger des appels de marge en cas de baisse, difficile à

quantifier, qui a dicté cette confirmation de la mise à l'écart de la deuxième Bourse du monde.

Au-delà du cas chinois, la conjoncture financière des derniers mois confirme la prééminence des flux d'investissement sur les fondamentaux. Bien sûr, ce sont finalement les autofinancements, les profits et les dividendes qui font finalement la valeur, mais les souscriptions et les rachats s'imposent, à court terme bien sûr, mais aussi à moyen terme. Et les ruptures ne sont pas souvent celles qu'on peut anticiper sur la base de raisonnements théoriques.

La convergence des grandes Bourses depuis le début de l'année est un exemple. En février, mars et avril, les flux d'investissements vers les actions ont été positifs sur l'Europe (+50 milliards de dollars) et le Japon (+13 milliards de dollars). Dans la même période les désinvestissements ont pénalisé les actions américaines (-50 milliards) et les zones émergentes (-13 milliards). On est donc dans un équilibre quasi-parfait au global et des prises de bénéfices rééquilibrent les choses. Restent les flux administrés, c'est à dire les programmes d'injection des banques centrales : ils entraînent la Chine dans l'excès. Le Japon et l'Europe ont encore de la marge.