
A propos des chats, des rivières et de la réglementation : tour d'horizon des actions chinoises

Actions mondiales | Septembre 2021



Natasha Ebtehadj
Portfolio Manager

« Peu importe que le chat soit noir ou blanc, pourvu qu'il attrape les souris » – Deng Xiaoping¹

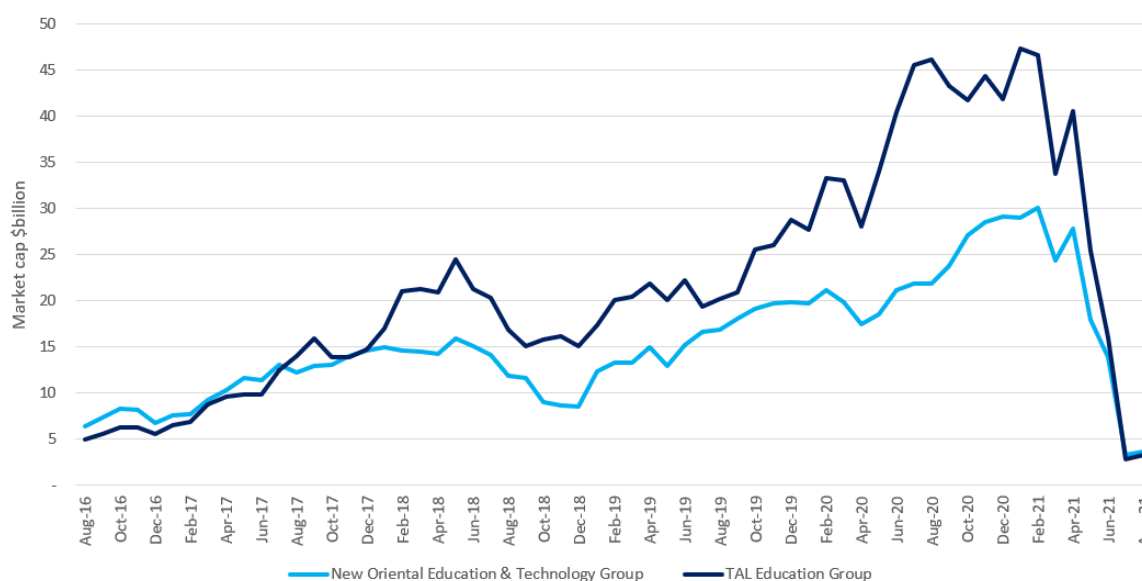
Deng Xiaoping est souvent considéré comme l'architecte de la Chine moderne, ayant prôné une approche pragmatique du développement économique et adopté le système d'économie de marché des pays occidentaux. Cependant, bon nombre des principes qu'il a fait siens semblent avoir été remis en cause au cours des derniers mois, au point que les marchés ont commencé à se demander si le système économique engendré par les réformes engagées par le Petit timonier à la fin des années 1970 est sur le point de changer pour de bon.

Ces inquiétudes ont été alimentées par le tour de vis réglementaire à l'encontre des entreprises de soutien scolaire chinoises, anciennes coqueluches des marchés boursiers, dont l'essor a été favorisé par la forte demande émanant de parents désireux d'assurer la réussite leurs enfants dans un système éducatif très compétitif. Toutefois, le secteur a récemment connu un coup d'arrêt brutal, une nouvelle réglementation ayant obligé ses entreprises à devenir des organisations à but non lucratif. Le marché potentiel de ces entreprises s'est ainsi rétréci de 100 à 25 milliards de dollars², réduisant de plusieurs milliards la capitalisation boursière de sociétés spécialisées dans l'éducation privée, telles que New Oriental et TAL Education (Figure 1). Si la menace réglementaire planait depuis des années, peu d'investisseurs avaient anticipé un scénario aussi désastreux que le passage à un statut à but non lucratif.

¹ <https://www.theguardian.com/business/2008/dec/18/globaleconomy-economics>

² Goldman Sachs, *China's after-school tutoring industry amid the new regulatory framework*, 26 juillet 2021

Figure 1 : Entreprises de soutien scolaire (capitalisation boursière, en milliards USD)



Source : Bloomberg, au 13 août 2021

Une fois l'agitation retombée, l'interdiction du soutien scolaire à but lucratif pourrait un jour être considérée comme un tournant important dans l'histoire du marché chinois. Au regard d'autres changements réglementaires auxquels sont confrontées les grandes entreprises technologiques du pays, peut-être faut-il y voir le signe le plus concret à ce jour de la volonté d'évoluer vers un modèle de croissance économique différent. Le gouvernement chinois met de plus en plus l'accent sur la qualité de la croissance plutôt que sur son niveau et souhaite s'attaquer à l'accroissement des inégalités sociales, en particulier dans les trois domaines les plus préoccupants pour la classe moyenne : l'éducation, le logement et la santé. Dans ce nouveau contexte, il n'est pas surprenant que les juteuses entreprises de soutien scolaire, qui ont absorbé entre 7 et 9% des revenus des ménages en 2017³, soient dans le collimateur des autorités. Désormais, il ne suffit plus que le chat attrape la souris, sa façon de faire importe également.

Chine : Innover puis réglementer

Europe : Réglementer sans innover par la suite

Etats-Unis : Innover sans réglementer⁴

Dans le même temps, la nouvelle réglementation a également été une source de volatilité sur les marchés pour les géants chinois de la technologie. Des entreprises comme Alibaba et Tencent ont été des moteurs de la nouvelle économie chinoise au cours de la dernière décennie et ont mené la numérisation de l'économie du pays en mettant en place des écosystèmes technologiques capables de défier ceux des principaux concurrents technologiques américains. Portées par leurs succès en matière d'innovation et une croissance exponentielle, les sociétés Internet représentaient près de la moitié de l'indice MSCI China lors du pic de février.⁵

La Chine a tendance à laisser les industries expérimenter dans les premières phases pour aider à dynamiser la croissance et à ne réglementer qu'après coup à mesure que des problèmes se font jour. Les valeurs technologiques en font à présent l'expérience. Bon nombre des problèmes auxquels les autorités réglementaires cherchent à s'attaquer sont semblables à ceux rencontrés

³ Goldman Sachs, *Future of learning: Transforming China's after-school tutoring in the digital era*, 3 février 2020

⁴ Lillian Li – Blog *Chinese Characteristics 'Let the bullets fly for a while'*, <https://lillianli.substack.com/p/let-the-bullets-fly-for-a-while>, 15 juillet 2021

⁵ Morgan Stanley, *China's Regulatory Reset*, p9, 1^{er} août 2021

par les entreprises américaines : pratiques anticoncurrentielles, sécurité des données et droits des travailleurs. En revanche, la réglementation est plus facile à mettre en œuvre en Chine et l'absence de longues phases de consultations peut donner l'impression que les mesures sont soudaines et inconsidérées. Malgré le développement de la réglementation, il est important de ne pas confondre les mesures réglementaires avec les décisions à l'origine de la correction subie par les entreprises du secteur de l'éducation. Dans le cas des grandes entreprises technologiques, il est fort probable que le gouvernement chinois réalise qu'il a réellement besoin des sociétés à but lucratif pour atteindre un autre de ses objectifs politiques : celui d'une plus grande autosuffisance technologique, un objectif devenu de plus en plus pressant depuis que l'ancien président américain Donald Trump a commencé à mettre en œuvre sa politique d'endiguement de la Chine axée sur les technologies en 2018. Les autorités chinoises souhaitent toujours voir les entreprises technologiques prospérer, mais d'une manière qui réponde davantage à leurs objectifs politiques.

« Traverser la rivière en tâtant chaque pierre »⁶

Cela nous amène à considérer l'impact de ces initiatives sur le marché, alors que de nombreux opérateurs se demandent s'il faut cesser d'investir en Chine dans le nouveau contexte politique. On peut avancer qu'il est trop tôt pour tirer une conclusion aussi concrète. Des rumeurs récentes émanant de représentants du gouvernement confirmeraient son engagement durable en faveur des principes de l'économie de marché, les interdictions exceptionnelles d'activités à but lucratif étant susceptibles de se limiter au seul secteur de l'éducation. On peut toutefois raisonnablement s'attendre à des mesures dans d'autres domaines, les régulateurs tentant d'interpréter et de mettre en œuvre les nouvelles priorités du gouvernement en matière d'autosuffisance technologique, de décarbonation et de réduction des inégalités sociales.

Une fois encore, la Chine réoriente son économie et les entreprises qui opèrent dans des domaines étroitement surveillés devront faire évoluer leur modèle d'affaires. La plupart émergeront de l'autre côté de la rivière, mais il est difficile de savoir quel sera le profil bénéficiaire de ces entreprises au cours des trois à cinq prochaines années. Cette incertitude affectant plus de 40% du marché boursier chinois, les multiples que les investisseurs sont prêts à payer pour les actions chinoises seront moins élevés. Nous avons donc cédé toutes nos positions sur Tencent, un titre qui figurait dans nos portefeuilles depuis de nombreuses années.

Il ne faut cependant pas perdre de vue que la Chine est la deuxième économie mondiale et que des opportunités de croissance subsistent, même si le régime économique évolue. Certaines sociétés en portefeuille, cotées sur d'autres marchés, sont fortement exposées à la Chine et nous restons optimistes à l'égard de leurs perspectives de croissance, en particulier lorsque leurs sources de revenus sont alignées sur les nouveaux objectifs politiques. Par exemple, les projets de la Chine pour décarboner son économie devraient profiter aux constructeurs de véhicules électriques, et, partant, à notre position sur le fournisseur TE Connectivity, qui tire un cinquième de ses revenus du pays. De même, parallèlement à l'interdiction des activités de soutien scolaire privé, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures visant à promouvoir les activités sportives, ce qui devrait être bénéfique pour une autre de nos participations, Adidas, pour laquelle le marché chinois représente un quart des ventes.

D'autres opportunités devraient encore se présenter, mais nous préférons attendre que la situation politique s'éclaircisse – nous n'avons pas encore complètement traversé la rivière.

⁶ <https://www.asianstudies.org/publications/ea/archives/crossing-the-river-by-feeling-the-stones-deng-xiaoping-in-the-making-of-modern-china/>

Informations importantes : Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers). Il s'agit d'un document publicitaire.

Le présent document est uniquement destiné à des fins d'information et ne saurait être considéré comme représentatif d'un quelconque investissement. Il ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente de titres quelconques ou autres instruments financiers, ou de la fourniture de conseils ou de services d'investissement. **Investir comporte des risques, y compris le risque de perte du principal. Votre capital est exposé à des risques.** Le risque de marché peut affecter un émetteur, un secteur de l'économie ou une industrie en particulier ou le marché dans son ensemble. La valeur des investissements n'est pas garantie. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Les **investissements internationaux** impliquent certains risques et une certaine volatilité en raison des fluctuations éventuelles sur le plan politique, économique ou des changes et des normes financières et comptables différentes. **Les titres mentionnés dans le présent document sont présentés exclusivement à des fins d'illustration, ils sont susceptibles de changer et ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les titres mentionnés peuvent générer ou non un rendement.** Les opinions exprimées le sont à la date indiquée. Elles peuvent varier en fonction de l'évolution du marché ou d'autres conditions et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres associés ou sociétés affiliées de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Les investissements réels ou les décisions d'investissement de Columbia Threadneedle et de ses sociétés affiliées, que ce soit pour leur propre compte ou pour le compte de clients, ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées. Ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils en investissement et ne tiennent pas compte de la situation particulière des investisseurs. Les décisions d'investissement doivent toujours être prises en fonction des besoins financiers, des objectifs, des fins, de l'horizon temporel et de la tolérance au risque spécifiques de l'investisseur. Les classes d'actifs décrites peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. **Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs et aucune prévision ne saurait être considérée comme une garantie.** Les informations et opinions fournies par des tiers ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document et son contenu n'ont pas été vérifiés par une quelconque autorité de tutelle.

En Australie : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [« TIS »], ARBN 600 027 414. TIS est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la Loi sur les sociétés et s'appuie sur le Class Order 03/1102 relatif à la commercialisation et à la fourniture de services financiers à des clients « wholesale » australiens, tels que définis à la section 761G de la Loi de 2001 sur les sociétés. TIS est réglementée à Singapour (numéro d'enregistrement : 201101559W) par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (chapitre 289), qui diffère des lois australiennes.

A Singapour : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapour 239519, une société réglementée à Singapour par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (Chapitre 289). Numéro d'enregistrement : 201101559W. Le contenu de ce document n'a pas été vérifié par la Monetary Authority of Singapore.

A Hong Kong : Publié par Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, qui est autorisée par la Securities and Futures Commission (« SFC ») à exercer des activités régulées de Type 1 (CE :

AQA779). Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 622) sous le n° 1173058.

Au Royaume-Uni : Publié par Threadneedle Asset Management Limited, une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204. Siège social : Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Dans l'EEE : Publié par Threadneedle Management Luxembourg S.A. Immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) sous le numéro B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

Au Moyen-Orient : Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA).

Pour les distributeurs : Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué.

Pour les clients institutionnels : Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations.

En Suisse : Threadneedle Asset Management Limited. Une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204, dont le siège social est situé Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres, EC4N 6AG, Royaume-Uni. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Publié par Threadneedle Portfolio Services AG, Siège social : Claridenstrasse 41, 8002 Zurich, Suisse.

Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.