

## LES MARCHÉS D' ACTIONS CHINOIS

PATRICK GAY \*

Les sociétés chinoises font de plus en plus fréquemment appel aux investisseurs étrangers par le biais du marché des actions pour assurer leur développement. Les introductions sur les plus grandes places étrangères ne doivent pas occulter que Hong Kong reste, de façon naturelle, le marché de prédilection pour les sociétés chinoises à la recherche de capitaux en devises.

L'engouement provoqué à Hong Kong par les « Red Chips », sociétés de droit hong kongais, mais dont les principaux actifs et le contrôle sont chinois, suscite un sentiment mêlé à Pékin. Les autorités de contrôle chinoises envisagent de mettre en place de nouvelles règles.

La recherche de capitaux externes par les sociétés chinoises n'est pas un phénomène nouveau, mais qui tend à prendre de l'ampleur et à diversifier ses manifestations de manière de plus en plus active.

Après la création, au début des années 1990, des Bourses de Shanghai et de Shenzhen, destinées initialement à permettre aux sociétés chinoises de mobiliser l'épargne nationale en levant des capitaux en monnaie locale auprès d'investisseurs résidents, la première étape dans la course aux capitaux en devises a été la création des compartiments B des deux marchés financiers chinois. A côté des actions A, libellées en yuans, réservées aux chinois résidents, sont apparues, à partir de 1993, les actions B, libellées en dollars des Etats-Unis à Shanghai et en dollars de Hong Kong à Shenzhen, réservées aux investisseurs étrangers.

La deuxième étape a été d'autoriser les sociétés chinoises à se faire coter sur le marché financier le plus proche, celui de Hong Kong. Les actions des sociétés chinoises cotées en dollar de Hong Kong sont appelées actions H dans la nomenclature boursière chinoise, mais sont indifférenciées dans la cote des actions du marché de Hong Kong publiée par les journaux du territoire, à la différence de la pratique des journaux chinois qui les classent à part. Elles bénéficient d'un indice particulier, le Hang Seng China Enterprises.

La troisième étape a consisté à nouer des accords avec les autorités d'autres marchés financiers pour y faire admettre à la cote les valeurs chinoises. Cette démarche est actuellement en plein développement. Des actions chinoises sont déjà cotées à New York et Londres, et des

---

\* *Economiste.*

accords viennent d'être signés avec Sydney, Tokyo et Kuala Lumpur. Une convention avec Paris apparaît possible à terme.

Enfin le phénomène, quoique plus ancien, des « red chips » peut, du fait de son renouveau au cours des deux dernières années, être qualifié de quatrième étape.

Certains groupes chinois, émanations directes de l'Etat (entreprises contrôlées par l'Etat, les provinces, les municipalités, voire l'armée), ont été autorisés à constituer des filiales de droit hong kongais qui ont été admises à la cotation de la bourse de Hong Kong. Les actions émises par ces sociétés ont suscité un engouement inégalé et ont été appelées les « Red Chips » par opposition aux valeurs traditionnelles cotées à Hong Kong, sans lien avec la Chine, et ayant la faveur des investisseurs, les « Blue Chips ». La levée de capitaux de plus en plus significatifs par ces sociétés sur le marché financier de Hong Kong s'appuie sur des transferts d'actifs que leur consentent leur sociétés mères de droit chinois et sur la rentabilité élevée espérée de ces actifs en raison des connexions étroites existant entre les actionnaires chinois contrôlant le capital de ces sociétés hong kongaises et les milieux dirigeants chinois.

Ce phénomène soulève des interrogations sur son bien fondé ou sur les limitations qu'il conviendrait d'y apporter de la part des autorités de contrôle chinoises. Il pose en fait la question de l'attrait du « deuxième système » et de la liberté qu'il comporte pour les gestionnaires chinois, même d'origine étatique.

Preuve tangible de l'interpénétration croissante des économies de Hong et de la Chine, le phénomène des red chips mérite d'être suivi attentivement, et la manière dont le gouvernement de Pékin gèrera la question dans les mois qui viennent sera sans doute révélatrice des orientations plus générales adoptées vis à vis de Hong Kong.

### *Les actions B sur les marchés de Shanghai et de Shenzhen*

La loi sur les actions B a été rendue publique en janvier 1996, soit quatre années après les premières émissions d'actions réservées, théoriquement, aux investisseurs étrangers. En fait les résidents chinois sont à l'origine de près de la moitié des transactions grâce à des subterfuges divers (prête-noms, détour par Hong Kong...). La différence de cours entre les actions A et les actions B (sous-valorisées de 50 à 70 % par rapport à l'action A) d'une même société, incite les résidents à acquérir des actions B de manière détournée dans l'attente d'une unification du marché, susceptible de se produire lors de l'instauration d'une convertibilité totale du yuan.

La loi confie la compétence sur la cotation et les émissions elles-mêmes à la China Securities Regulatory Commission (CSRC).

Pour les émissions de plus de 30 millions USD, l'approbation du Conseil des Affaires d'Etat est nécessaire.

Les entreprises candidates doivent satisfaire aux conditions suivantes :

- résultats bénéficiaires sur les trois derniers exercices avec un taux de rentabilité de 10 % (9 % pour les secteurs des infrastructures, transport, bâtiment) ; la rentabilité prévisionnelle doit être supérieure au taux d'intérêt courant à un an ;
- noyau d'actionnaires stables contrôlant 35 % du capital au moins ;
- émission en actions B correspondant à 25 % du capital total ; pourcentage ramené à 5 % pour un capital de plus de 400 millions de yuans ;
- délai minimum d'un an entre chaque émission ;
- exclusion de la possibilité d'émission pour toute société ayant divulgué des données erronées dans les trois dernières années ou ayant procédé à des malversations dans l'utilisation des fonds collectés.

Le nombre des actions B cotées sur les marchés chinois est de 87 (43 pour Shanghai et 44 pour Shenzhen), alors que les sociétés accessibles uniquement aux investisseurs chinois et cotées en yuans sont au nombre de 338 (200 à Shanghai et 138 à Shenzhen). Les autorités chinoises ont publié début janvier une liste de 33 entreprises candidates à la cotation sur le compartiment B, dont 13 devraient faire l'objet d'une introduction dès le premier semestre de cette année. La plupart de ces 33 sociétés, originaires de 13 régions différentes de Chine, chercheront à se faire coter à Shenzhen plutôt qu'à Shanghai, en raison de la meilleure performance de la première place, en terme de valorisation, en 1996.

Les transactions sur le compartiment B des deux marchés sont relativement faibles (environ 10 millions de dollars par jour pour Shanghai et 15 à 17 millions US\$ pour Shenzhen/chiffres de mars 97) contre un volume de transactions sur le compartiment A qui est équivalent à celui de la Bourse de Paris (en moyenne 2 milliard de dollars par jour : 1 à 1,5 milliard pour Shanghai et 0,5 à 1 milliard pour Shenzhen).

La capitalisation des actions B (3 Mds US\$ pour Shenzhen et 2,3 Mds \$ pour Shanghai) ne représente que 3,2 % de la capitalisation totale des marchés chinois (166 milliards US\$, dont 91 pour Shanghai et 75 pour Shenzhen).

Les performances des sociétés chinoises en 1996, après deux années d'atonie, ont été tout à fait remarquables : +216 % pour Shenzhen A, +132 % pour Shenzhen B (meilleure performance mondiale sur un marché ouvert), +88 % pour Shanghai A et +35,7 % pour Shanghai B (indices CLSA). L'indice Hang Seng de Hong Kong n'a enregistré, sur la même période, qu'une progression de 33,5 %.

Autre exemple de la généralisation de l'appel aux marchés financiers

par les sociétés chinoises, la possibilité qui vient d'être ouverte aux entreprises d'Etat (SOE), non encore cotées, d'émettre des obligations convertibles en actions.

La CSCR (China Securities Regulatory Commission) a annoncé, à la mi-avril, qu'elle allait choisir un certain nombre de ces entreprises qui seraient autorisées à lancer des émissions d'obligations convertibles pour un total de 4 milliards de yuans (480 millions \$).

Les firmes pilotes seront sélectionnées parmi les 500 plus importantes dont la réhabilitation est une priorité. Les entreprises cotées sur un marché financier sont exclues du dispositif pour le moment.

L'émission devrait permettre de ramener le ratio Endettement / Actifs à 70 %, contre 75 % en moyenne en 1996. Chaque émetteur ne sera pas autorisé à placer sur le marché un montant supérieur à l'équivalent de 40 % de son actif. Le minimum unitaire d'une émission sera de 100 millions de yuans (12 millions \$). Les fonds levés devront être investis en conformité avec la politique industrielle du pays. Les firmes qui bénéficieront du dispositif devront présenter un plan de redressement crédible. Elles devront également s'engager à payer leurs dettes. Les émissions sont destinées au marché intérieur et seront faites uniquement en yuans. Le taux des obligations ne dépassera pas celui des dépôts à terme de même durée.

En dépit de l'annonce de nouvelles émissions d'actions B, la dernière en date étant celle de Wafangdian Bearing Holding Co. (400 millions de yuans offerts, dont 19,7 % doivent être acquis par le suédois SKF), les sociétés chinoises à la recherche de capitaux étrangers se tournent de plus en plus vers les marchés externes.

### *Les actions H sur le marché de Hong Kong*

Les Bourses de Hong Kong et de Chine Populaire ont signé, en 1993, un memorandum de coopération qui autorise certaines sociétés chinoises à introduire des actions, dites « H », au Stock Exchange de Hong Kong (SEHK).

La première action de société chinoise introduite sur le marché de Hong Kong l'a été par Tsingtao Brewery Co., cette même année 1993, qui a vu l'introduction de 5 autres sociétés chinoises. Depuis une vingtaine d'autres ont fait l'objet d'une introduction à Hong Kong (26 sociétés cotées dans le compartiment H actuellement), les trois plus récentes étant Datang Power, China Eastern Airlines et Shenzhen Expressway.

Cette dernière société introduite du 4 au 7 mars 1997 a récolté 212 millions de dollars qui seront utilisés pour construire 44,3 km d'auto-route à partir de l'aéroport de Shenzhen (fin des travaux prévue pour juin 1999).

Shenzhen Expressway est la deuxième société d'autoroute cotée à Hong Kong après Anhui Expressway introduite l'an dernier en novembre. La Chine a l'ambition de construire 6 500 km d'autoroutes d'ici l'an 2000, représentant un investissement de 65 milliards de dollars, dont 15 à 25 % devraient être financés par le marché. Deux autres sociétés d'autoroutes doivent être introduites à Hong Kong en 1997 (Shanghai/Nanjing Expressway et Chengdu/Chongqing Expressway).

Au total, 22 entreprises devraient faire l'objet d'une introduction sur le marché de Hong Kong en 1997 (8 pour le premier semestre et 14 pour le second).

Un montant d'environ 57 milliards de HKD (4,5 milliards USD) a pu être levé par les sociétés chinoises, depuis 1993, par le biais des actions H, dont 805 millions US\$ en 1996. Les 22 introductions prévues pour 1997 devraient représenter une levée de capitaux de près de 4 milliards de US\$.

Au total, la capitalisation du compartiment H (actuellement moins de 5 Mds USD soit l'équivalent des deux compartiments B de Shanghai et Shenzhen) devrait plus que doubler d'ici fin 1998

Les actions H ont toutefois déçu les investisseurs puisque l'indice Hang Seng China Entreprises, base 1000 au 08/07/1994 est actuellement autour de 930 points, malgré la reprise qui s'est manifestée en 1996 (+29,4 % indice CLSA).

211

### *Les cotations réalisées ou prévues sur d'autres marchés financiers*

En dehors de Hong Kong, la Chine a déjà signé des accords de coopération en matière de valeurs mobilières avec les États-Unis, le Japon, la Grande Bretagne, Singapour et l'Australie.

L'accord avec le Japon a été signé, à Tokyo, le 18 mars dernier, entre le président de la China Security Regulatory Commission, M. Zhou Daojiong et le vice-ministre des finances japonais, M. Tadashi Ogawa.

Un accord du même type, entre les deux autorités de contrôle des marchés financiers chinois et malais (CSRC et Malaysian Securities Commission) a été signé le 18 avril dernier.

Certains de ces accords commencent à trouver un début de concrétisation. Ainsi le « mémorandum of understanding » sur la coopération en matière de valeurs mobilières, signé l'an dernier entre la Chine et l'Australie, devrait entrer en application effective cette année, a annoncé le premier ministre australien, M. Howard, lors de sa visite officielle, fin mars à Pékin. Hebei Taihang Cement Co Ltd., filiale du troisième groupe cimentier chinois, devrait être la première société chinoise à être cotée sur le marché de Sydney. La société espère lever environ 40 millions de dollars.

La première introduction d'une société chinoise sur le marché londonien a été opérée le 21 mars dernier, la signature de l'accord entre les autorités financières chinoises et britanniques remontant à octobre 1996. Datang Power Co. s'est fait coter simultanément à Londres et Hong Kong (Actions H), levant un total de plus de 200 millions de dollars. Lors de sa visite en mars à Pékin, le chancelier de l'Échiquier, Kenneth Clarke, a précisé que cette première introduction sur le marché de Londres ouvrait la voie à une série de cotations de sociétés chinoises sur le London Stock Exchange, où de nombreux professionnels des valeurs sont familiers avec les données de l'économie chinoise. Des échanges d'expertise à travers des programmes de formation et des séminaires sur la réglementation des valeurs mobilières sont prévus entre les deux parties.

Liaoning Panjin Ethylene Industrial Co, entreprise d'Etat qui est l'une des premières sociétés chinoises dans le secteur de la chimie, envisage de se faire coter parallèlement sur le marché de Hong Kong (actions H) et sur le marché de Tokyo, d'ici la fin de l'année. L'introduction serait confiée à Yamaichi International. Les actifs de la société sont évalués à 4 milliards de US dollars et elle prévoit de lever sur les marchés étrangers 200 millions de dollars dans le but d'étendre ses capacités de production. North China Pharmaceutical, deuxième fabricant mondial d'antibiotiques, devrait également émettre en 1997 pour 200 millions de dollars d'actions sur le marché de Tokyo. Tianjin Automobile a aussi indiqué son intention de lever 630 millions de dollars à Tokyo, avec le soutien de Daiwa Securities.

La première cotation à New York (actions dites « N ») remonte à juillet 1994 avec Shandong Huaneng Power Development Co. Depuis, cinq autres sociétés chinoises ont été cotées sur le marché américain : China Tire, China Yuchai, Guanshen Railway, Shangai Petro, et plus récemment China Eastern Airlines. Huaneng Power et les trois dernières citées sont également cotées à Hong Kong.

Aucune action de société chinoise n'est cotée à Paris et le nombre de sociétés chinoises cotées à New York excède déjà celui des sociétés françaises. Toutefois, Crédit Lyonnais Securities Asia a signé, en décembre 1996, un accord de coopération avec la Société des Bourses françaises pour promouvoir l'introduction à Paris de sociétés chinoises. La SBF participera au prochain salon de l'investissement qui se tiendra à Shanghai, en marge de l'exposition française, les 19 et 20 mai prochains.

Les banques françaises n'ont été les chefs de files en matière d'introduction à la bourse de Hong Kong que de deux sociétés chinoises sur 27 émissions H (Socgen Crosby pour Anhui Expressway et Crédit Lyonnais pour Chengdu Cable). Les banques américaines ont réalisé 8 introductions.

### *Le phénomène des « Red Chips »*

Les Red Chips sont des sociétés holdings enregistrées à Hong Kong qui détiennent des actifs localisés en Chine continentale, et dont l'équipe dirigeante provient souvent de la province, de la ville ou de l'agence gouvernementale qui a fait procéder à l'introduction en bourse à Hong Kong. Les financiers anglo-saxons les définissent comme les « bras séculiers enregistrés à Hong Kong de compagnies du continent ».

Les plus anciennes Red Chips ont été créées il y a plus d'une dizaine d'années, quand les marchés financiers chinois n'existaient pas.

On dénombre actuellement plus d'une cinquantaine de sociétés cotées à Hong Kong répondant à cette définition, dont 16 ont une capitalisation supérieure à 500 millions de dollars. Les Red chips les plus connues sont Cosco Pacific, filiale de la compagnie propriété de l'Etat chinois Cosco (Continental Shipping Company), spécialisé dans les conteneurs et la gestion d'équipements portuaires, Continental Mariner, filiale de China Poly, organe d'investissement de l'Armée Populaire de Libération, qui détient principalement des actifs immobiliers dont l'immeuble du marché boursier de Shanghai en zone de Pudong, Shanghai Industrial, conglomérat propriété de la municipalité de Shanghai, Silver Grant, autre société qui détient en Chine des grands magasins, des ponts et la mine de cuivre du Jainxi, Citic Pacific (filiale du groupe bancaire chinois Citic), Guangdong Investment, véhicule d'investissement de la province de Canton, Guangzhou Investment, China Pharmaceutical qui a acquis en 1996 Hebei Zhongkang, troisième producteur chinois de pénicilline, China Travel, China Resources Enterprise etc...

213

Le mécanisme de transfert d'actifs du continent vers les red chips est à la base de la prospérité de ces dernières. Les actifs chinois sont souvent cédés à des prix dépréciés par la société mère ou la collectivité publique qui détient le contrôle de la red chip, grâce aux bonnes relations (« guanxi ») entretenues par les dirigeants avec le continent. Les investisseurs qui souscrivent aux introductions en bourse ou aux augmentations de capital des red chips connaissent la sous-évaluation des actifs cédés et leur prix réel et attendent des dirigeants de Hong Kong qu'ils rentabilisent ces actifs mieux que ne savent le faire les gestionnaires du continent. Ils espèrent également bénéficier, de manière moins risquée que dans le cas d'un investissement direct en Chine, des perspectives de croissance sur le continent plus élevées que partout ailleurs.

Le fait que l'économie chinoise soit peu sensible aux hausses de taux d'intérêt sur le marché américain joue en faveur des red chips, tout comme en faveur des autres actions chinoises proposées aux investisseurs étrangers (actions B et H), alors que du fait du lien direct (« peg ») avec le dollar, Hong Kong reproduit les fluctuations des taux américains, comme on l'a vu encore récemment, La possibilité d'une

baisse des taux d'intérêts en Chine au second semestre de cet année, traduisant les bons résultats en matière de contrôle de l'inflation, renforce l'attrait des valeurs chinoises.

Les red chips se multiplient en créant des filiales (processus de « spin off » dans le jargon financier) qui peuvent à leur tour bénéficier d'injections d'actifs et être introduites en bourse (China Resources a ainsi créé China Resources Beijing Land, Guangzhou Investment a lancé GZI Transport, et Guangdong Investment, Guangdong Tannery...)

Ce phénomène de transferts d'actifs irrite les autorités de contrôle chinoises, et peut, effectivement, être assimilé à une forme de fuite des capitaux, ou à une soustraction des pans les plus profitables de l'économie chinoise, au profit de Hong Kong. La réponse à ces critiques consiste à dire que le marché dicte rationnellement la démarche des décideurs économiques, même ceux du continent, que l'interpénétration des économies chinoise et hong kongaise est une réalité que conforte le phénomène des red chips et que, les deux systèmes économiques devront coexister après le retour de Hong Kong à la Chine. Le peu d'entraves mis jusqu'à présent au développement des red chips laisse d'ailleurs penser que les dirigeants chinois soutiennent globalement le processus et ne voient pas d'un mauvais oeil le succès des valeurs chinoises sur les marchés étrangers.

214

Au cours des dernières semaines, les émissions par offres publiques de vente d'actions (IPOs : Initial Public Offers) sur le marché de Hong Kong faites à l'initiative des red chips, ont attiré des dizaines de milliards de dollars provenant d'investisseurs de la colonie britannique ou de la Chine intérieure. Une opération a particulièrement retenu l'attention, en raison de la réaction des autorités chinoises et de la controverse qu'elle a soulevée : le cas Gitic.

Gitic Enterprises Ltd, petite entreprise de négoce de marbre et de matériaux de construction de Chine continentale, contrôlée par Guangdong International Trust and Investment Corp. (ITIC de la province de Canton), a ainsi attiré 12,6 Mds USD, en mars, sur une offre publique de vente pour laquelle la demande a représenté 900 fois l'offre (14 millions de dollars), ce qui en fait l'opération d'émission la plus sur souscrite de toute l'histoire du marché financier de Hong Kong.

Les investisseurs de Chine ont massivement souscrit, entraînant une vague encore plus importante d'achats d'investisseurs de Hong Kong espérant faire un rapide bénéfice. La valeur de l'action sur le marché gris était en effet presque le triple du prix d'introduction.

Un grand nombre d'ordres d'achat ont été effectués à crédit, ce qui a provoqué une hausse du taux d'intérêt au jour le jour qui est passé de 4,375 % à 5,625 % dès le lendemain. L'opération Gitic a gelé une masse financière globalement équivalente à la monnaie fiduciaire en circulation à Hong Kong ou à 5 % de M2.

D'autres opérations du même type ont été constatées récemment : Beijing Datang Power Generation Co. a attiré 3 Mds USD, la souscription étant couverte 80 fois, Shum Yip Investment Ltd. 6,5 Mds USD, la souscription étant couverte 438 fois, Guangdong Tannery 10 Mds USD, 667 fois.

L'opération Gitic a pourtant failli ne pas se faire, l'autorité de contrôle des marchés financiers chinois (CSRC : China Securities Regulatory Commission) ayant, quelques jours avant l'introduction, annoncé que Gitic n'avait pas obtenu, de la part des autorités chinoises, toutes les autorisations nécessaires à l'émission.

La CSRC, mécontente de la fuite d'actifs d'état que l'opération allait entraîner et de la manifestation de régionalisme qu'elle représentait, a finalement levé son opposition sous la pression des lobbyistes du groupe Gitic et par crainte qu'une telle mesure puisse déstabiliser tout le secteur des sociétés chinoises cotées à Hong Kong (red chips et autres).

La CSRC a annoncé qu'elle avait l'intention de renforcer les procédures d'agrément préalable pour les opérations qui entraînent l'injection d'actifs d'état dans des véhicules cotés. La controverse s'est amplifiée au cours des derniers jours avec deux avis opposés sur la question.

— M. GU Yongjiang, qui fut antérieurement Vice-ministre du Moftec, et qui est maintenant président du holding China Ressources et président de la Hong Kong Chinese Entreprises Association, a fait savoir qu'il considérait que les sociétés de droit hong kongais, créées par des entités chinoises, sociétés ou collectivités publiques, (définition de la red chip) devaient être considérées comme des entreprises de Hong Kong, totalement différentes des entreprises de Chine gérées par l'Etat. « Elles sont enregistrées et opèrent en conformité avec les lois de Hong Kong. Leurs investissements en Chine appartiennent à la catégorie des investissements étrangers, comme le précise bien la loi chinoise sur le sujet. Je ne vois aucune zone grise : la loi est parfaitement claire. Le gouvernement central ne doit pas chercher à vouloir réglementer la cotation des red chips. La préservation d'une politique économique autonome et d'une réglementation spécifique est explicitement prévue par la Loi Fondamentale (Basic Law) qui définit la situation de Hong Kong après le 1er juillet 1997. Hong Kong sera dirigé par ses propres lois après son retour à la Chine, et notre société est une société de Hong Kong », a-t-il déclaré.

Le holding China Ressources, à la tête duquel se trouve M. GU, est une red chip dont le cours a été multiplié par plus de quatre en 1996 et dont l'équipe dirigeante est réputée comme une des plus brillantes. La société a procédé à de nouvelles injections d'actifs en provenance de Chine en 1996 et a introduit en octobre sur la bourse de Hong Kong une filiale (phénomène de « spin-off ») dénommée China Ressources Beijing Land

(capitaux levés : 800 millions de dollars), spécialisée dans le marché immobilier pour particuliers à Pékin. Cette société est devenue une nouvelle red chip.

Il est vrai que China Resources a un argument de poids à faire valoir pour dénier une quelconque autorité à la commission de régulation des marchés chinoise (CSRC), c'est celui de l'antériorité : la CSRC n'a été créée qu'au début des années 1990, alors que China Resources a été introduite sur le marché de Hong Kong des années avant.

— ZHU Xiaohua, président du groupe China Everbright a pris le contre-pied en affirmant que les autorités du continent devaient définir des politiques pour soutenir et réguler les red chips. « La réglementation des red chips devrait être renforcée, parce que la plupart de ces sociétés introduites en bourse à Hong Kong sont truffées d'actifs de qualité implantés sur le territoire chinois, et que la plupart de leurs opérations se font également sur le territoire chinois ».

Selon les analystes, ces propos reflètent les vues du gouvernement central de Pékin : M. ZHU était précédemment vice-gouverneur de la Banque populaire de Chine et un proche du vice-premier ministre, en charge de l'économie et des finances, ZHU Rongji.

Les journalistes spécialisés ont parlé, à propos de l'engouement suscité par les red chips, de « Scarlet Fever ».

216

Les red chips ont des taux de capitalisation des résultats (PER : Price earning ratio) deux ou trois fois supérieurs à ceux des autres actions de bonne qualité (Blue Chips) cotées à Hong Kong. Leur parcours boursier est le plus souvent très impressionnant (10 red chips ont doublé ou multiplié par plus de deux leurs cours en 1996, la palme revenant à China Resources et Shanghai Industrial dont les cours ont été multipliés par quatre). L'indice des red chips calculé par Crédit Lyonnais Securities Asia (CLSA) a progressé de 109 % en 1996, se situant à un niveau quelque peu inférieur aux indices A et B de Shenzhen.

Preuve tangible de l'interpénétration croissante des économies de Hong et de la Chine, le phénomène des red chips mérite d'être suivi attentivement, et la manière dont le gouvernement de Pékin gèrera la question dans les mois qui viennent sera sans doute révélatrice des orientations plus générales adoptées vis à vis de Hong Kong.

### *La prédominance de Hong Kong*

Le marché financier de Hong Kong, en tout état de cause, se taille, pour le moment, la part du lion dans les émissions de titres opérées par les sociétés chinoises, qu'elles soient de droit chinois ou de droit hong kongais. Les fonds levés en actions H par le biais d'offres publiques de ventes (IPOs : Initial Public Offers) représentent presque deux fois ceux levés en actions B (4,54 milliards US \$ contre 2,79 milliards US \$ pour les actions B. — Shanghai : 1,76 / Shenzhen 1,03 ---).

Le nombre des « Red Chips » était de 55 à fin mars dont 16 ont une capitalisation unitaire de plus de 500 millions US\$. La dernière opération en date montre la puissance financière de certaines red chips : Shanghai Industrial a levé le 9 avril plus de 600 millions de dollars par émission d'actions. Les fonds ainsi obtenus sont destinés à acquérir 35 % d'une joint venture qui détient deux voies de circulation (le périphérique intérieur de Shanghai — 48 km — et l'autoroute surélevée nord/sud de Shanghai — 8,5 km —.

Mis à part le phénomène « Red Chips », les autorités chinoises ont programmé quatre lots de sociétés chinoises autorisées à émettre des actions sur les marchés financiers étrangers. Sur les trois premiers lots, comprenant au total 38 sociétés, 29 ont d'ores et déjà fait l'objet d'une cotation en levant un montant de capitaux équivalent à 5,9 milliards US\$. Sur les 29, 22 sont cotées à Hong Kong, 2 à New York, 3 à la fois à Hong Kong et New York et une à la fois à Hong Kong et Londres.

Le quatrième lot, défini à la fin de l'année 1996, comprend 38 entreprises. La prédominance de Hong Kong devrait être légèrement moins forte pour ce quatrième lot d'entreprises à introduire en bourse en raison des accords signés avec d'autres places, encore que la double cotation (Hong Kong / autre place) sera certainement souvent pratiquée.

Les actions H et les Red Chips représentent 8 % de la capitalisation et 12 % des transactions du marché de Hong Kong. Le poids des Red Chips apparaît mieux si l'on considère que les actions H ne représentent qu'à peine 1 % de la capitalisation de Hong Kong.

La capitalisation des deux marchés chinois de Shanghai et de Shenzhen (actions A et B) est égale au quart de celle de Hong Kong. Les actions B ne représentent que 3,3 % de la capitalisation des deux marchés chinois, soit moins de 1 % de celle de Hong Kong, poids à peu près équivalent à celui des actions H.

En dehors des émissions d'actions, Hong Kong demeure le premier marché sur lequel les banques chinoises émettent des obligations. La China Construction Bank (CCB) a ainsi émis sur le marché de Hong Kong, début avril (le 14), pour 200 millions de dollars d'obligations à cinq ans à taux variable. Cette opération est la première émission d'une institution financière commerciale chinoise en 1997.

La Shanghai Pudong Development Bank, créée il y a cinq ans, vient également d'annoncer son intention d'émettre du papier commercial à Hong Kong, cette année, avant d'y ouvrir un bureau de représentation. Les prochaines étapes seront l'Europe et les Etats-Unis. SPDB espère devenir la deuxième banque chinoise cotée en bourse (de préférence à New York ou Hong Kong, à défaut à Shanghai), après la Shenzhen Development Bank cotée sur le marché de Shenzhen.

La Bank of China vient également d'émettre, après deux ans d'ab-

sence, simultanément sur les marchés de Hong Kong et de Londres, pour 300 millions de dollars d' « Asia-Euro notes » à 7 ans (Libor + 0,375 %).

La recherche de capitaux étrangers sur les marchés financiers extérieurs témoigne des insuffisances des marchés financiers chinois, entravés par l'inconvertibilité du yuan pour les mouvements de capitaux et par la bureaucratie. Shanghai ou Shenzhen ne pourront espérer jouer un rôle comparable à Hong Kong que lorsque le yuan sera pleinement convertible.

La volatilité des marchés chinois, très sensibles aux prises de position des autorités, et la spéculation qui s'y déploie (la bourse est considérée comme un jeu de casino par les petits porteurs), sont les marques de marchés encore dans l'enfance. En décembre 1996, les autorités de contrôle ont mis en garde contre la surévaluation du marché, provoquant un « crach gouvernemental » (government crackdown) se traduisant par une baisse des indices, sur quelques jours, de 40 %. Un nouvel avertissement vient d'être adressé, début avril, par le biais d'éditoriaux dans les journaux financiers chinois indiquant que la surchauffe des marchés des actions et la progression des cours depuis le début de l'année (+40 % de hausse en trois mois sur les deux marchés) pouvaient être un piège tendu par des « manipulateurs ». Cette dernière mise en garde a, pour le moment, été sans effet sur les marchés.

Le phénomène des red chips, à travers toutes les critiques qu'il peut susciter sur les connivences supposées avec les collectivités locales de Chine, démontre les objectifs des investisseurs et des capitalistes chinois : un marché libre et régulé suivant les normes internationales, qualités dont les deux marchés chinois ne sont pas encore totalement pourvus.

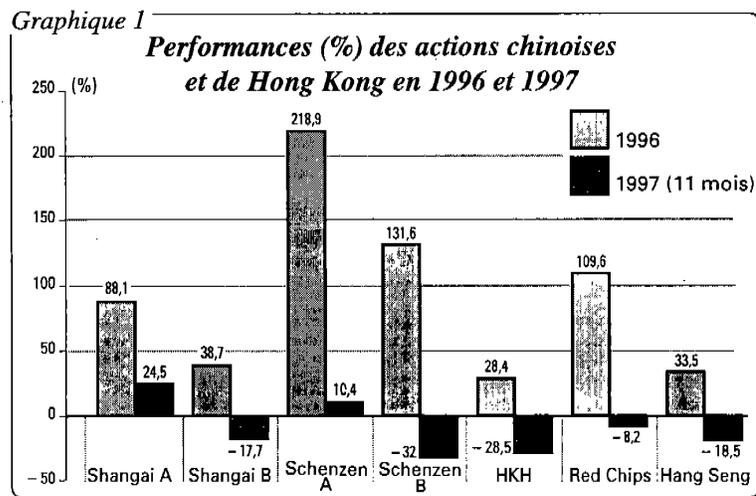
Le rapprochement et les accords de coopération avec le marché de Hong Kong devraient favoriser une modernisation des deux marchés chinois : les systèmes informatiques de transaction sur valeurs mobilières devraient être interconnectés dans les deux années qui viennent et un marché des produits dérivés (Contrats à terme, options, warrants et contrats sur indices), qui existe déjà à Hong Kong pour les valeurs non chinoises est à l'étude pour les valeurs chinoises et pourrait s'étendre ultérieurement aux places de Shanghai et de Shenzhen.

Les accords de coopération avec les autres grandes places internationales devraient également permettre une amélioration des procédures grâce aux transferts d'expertise. En ce sens, et afin que le marché de Paris puisse être le premier du continent européen à marquer son intérêt pour les actions chinoises, une mission de la Société des Bourses Françaises à Pékin, dans le but de finaliser un accord de coopération avec la China Securities Regulatory Commission, paraît pouvoir être suggérée.

**Evolution des actions chinoises en 1997**

En 1997, les performances des actions des sociétés chinoises cotées sur les bourses de Chine continentale (Shanghai et Shenghen : actions A réservées aux résidents et actions B réservées aux investisseurs étrangers), comme les actions des sociétés chinoises cotées à Hong Kong (actions H) et les actions des sociétés de droit hongale contrôlées par des intérêts chinois (« Red chips ») seront très loin de celles obtenues en 1996.

Toutes les catégories, à l'exception des actions A, affichent, au 1<sup>er</sup> décembre, un recul par rapport aux indices de début d'année, comme le montre le graphique ci-dessous .



La moyenne de la progression des cours sur deux ans reste très, malgré tout, très positive.

**Une année contrastée**

En fait l'année 1997 aura été très contrastée entre les deux semestres. Durant tout le premier semestre (le plus haut a été atteint en mai pour les actions chinoises, un peu plus tard pour les actions cotées à Hong Kong), les bourses chinoises auront enregistré une envolée, particulièrement avant la rétrocession de Hong Kong, amenant les autorités chinoises, inquiètes de cette progression jugée exagérée, à prendre toutes une certaine série de mesures pour refroidir les marchés du continent et

contrôler les injections d'actifs chinois dans les red chips cotées à Hong Kong.

L'évolution de la crise financière asiatique durant le second semestre et ses répercussions sur la bourse de Hong Kong qui ont culminé fin octobre, ont entraîné une chute des red chips, des actions H et des actions chinoises réservées aux investisseurs étrangers à Shanghai et Shenzhen. L'évolution des cours des actions A, beaucoup plus amortie, a plutôt obéi à des facteurs internes : assèchement du marché suite à l'interdiction faite aux banques et aux entreprises d'Etat de détenir des positions, décisions du 15<sup>e</sup> congrès du Parti communiste sur la restructuration du secteur public qui ont fait craindre un afflux de nouvelles introductions susceptible de peser sur les cours.

Les écarts entre le niveau des indices début décembre et les extrêmes dans l'année (plus haut, plus bas) permettent de mieux appréhender l'importance des fluctuations et de prendre la mesure de la volatilité des actions chinoises ou assimilées.

Tableau 1 :  
Evolution des indices sur les marchés d'actions

	02.01.1997	01.12.1997	Variation	Plus haut	Plus bas	% baisse + haut + bas	% baisse + haut 01.12.1997
Shanghai A	958,19	1 193,71	+ 24,5 %	1 562,65	1 085,79	- 30,5 %	- 16 %
Shanghai B	65,74	54,11	- 17,7 %	98,21	54,11	- 44,9 %	- 44,9 %
Shenzhen A	349,0	385,39	+ 10,4 %	533,78	328,93	- 38,4 %	- 27,8 %
Shenzhen B	142,17	96,65	- 32 %	184,19	96,65	- 47,5 %	- 47,5 %
Actions H	1 032,93	758,93	- 26,5 %	1 727,11	703,46	- 59,3	- 56 %
Red Chips	1 859,47	1 705,16	- 8,2 %	4 110,55	1 665,38	- 59,5 %	- 58,5 %
Hàng Sheng	13 203	10 751	- 18,5 %	16 022	9 607	- 40 %	- 32,8 %

220

#### Actions A

Les actions A, réservées aux résidents chinois, et qui représentent 96 % de la capitalisation des bourses de Shanghai et Shenzhen, ont atteint leur plus haut début mai, affichant des progressions (+63 % pour Shanghai et +49 % pour Shenzhen) jugées excessives par les autorités chinoises. Les mesures prises pour calmer cet emballement ont orienté les cours à la baisse à partir de juin et les décisions du 15<sup>e</sup> congrès en faveur d'un recours massif aux marchés pour mettre en œuvre la restructuration des entreprises publiques ont conduit les cours jusqu'à leur plus bas de l'année, ramenant la progression de Shanghai à 13 % par rapport au début de l'année en inscrivant Shenzhen en baisse de 6 % par rapport à la même date.

Depuis octobre, les deux marchés se sont bien repris. La chute de Hong Kong n'a pas entraîné de réactions brutales, les cours enregistrant une érosion lente, seulement depuis mi-novembre.

Au 1<sup>er</sup> décembre les actions A de Shanghai affichent encore une progression de 24,5 % et celles de Shenzhen de 10,4 % par rapport au 1<sup>er</sup> janvier.

La décision récente des autorités de tutelles des marchés d'autoriser la constitution d'organismes collectifs de placement en valeurs mobilières (« mutual funds ») devrait contribuer à soutenir les cours dans les prochaines mois, d'autant que les introductions en bourse des entreprises d'Etat se feront de manière beaucoup plus progressive qu'on ne pouvait le penser immédiatement après le quinzième congrès.

#### *Actions B*

Le compartiment des deux marchés chinois réservé aux investisseurs étrangers souffre depuis son origine d'une insuffisance de liquidité. L'année 1997 aura constitué un nouveau témoignage de l'extrême volatilité des cours.

Au plus haut en mai, les indices présentaient une progression par rapport au début de l'année de près de 50 % à Shanghai et de 30 % à Shenzhen. Ils sont actuellement au plus bas et s'inscrivent en négatif par rapport au 1<sup>er</sup> janvier : 18 % pour Shanghai et - 32 % pour Shenzhen.

La forte remontée des cours de la mi-août à la mi-septembre s'est renversée avec l'extension de la crise financière d'abord à Hong Kong, puis en Corée et au Japon. Les investisseurs étrangers ont alors fui ces marchés de peur de s'y trouver piégés.

La faillite de certaines institutions financières japonaises accéléré le mouvement. La chute de la maison de titres Yamaichi, active sur les actions B chinoises comme organisateur d'émissions a, en particulier, précipité la baisse des cours durant les dernières semaines.

La volonté des autorités chinoises de durcir la réglementation pour faire disparaître les mécanismes détournés qui permettaient à des investisseurs résidents de détenir des actions B n'a pas arrangé les choses. Il n'est pas prévu, par ailleurs, que les organismes de placement collectif, chinois et étrangers, puissent intervenir sur les actions B. Dans ces conditions, la relance du marché ne peut provenir que de l'introduction sur le marché B de sociétés de qualité et de bonne taille, susceptibles d'attirer les investisseurs. La conjoncture n'est pas vraiment propice à de telles opérations. Quatre introductions qui devaient avoir lieu à Shanghai avant la fin de l'année, viennent d'être différées, en raison de la chute des marchés de 25 % depuis le début du mois d'octobre. Le report est expliqué par la crainte de ne pas pouvoir lever les capitaux initialement envisagés : une partie des actions risque de ne pas trouver preneur et le prix d'introduction doit être révisé à la baisse.

L'ouverture du marché B aux investisseurs chinois, qui aurait un effet positif sur les cours en raison de l'écart important entre les titres d'une même société cotée sur le marché A et sur le marché B, n'est pas d'actualité : une telle mesure offrirait une prime trop importante à ceux qui sont restés sur le marché.

L'autorisation, donnée tout récemment, aux sociétés émettrices d'actions B, de conserver les devises provenant de l'introduction ou de l'augmentation de capital, ne peut avoir un effet incitatif que limité sur les émetteurs, tant que les souscripteurs resteront éloignés du marché.

#### *Actions H*

Les actions H, peu actives durant le premier semestre, dans l'attente des résultats des sociétés, ont suivi, par la suite, en les amplifiant les fluctuations de la bourse de Hong Kong. Après avoir progressé de 25 % depuis le début de l'année pour atteindre un plus haut de 1 727 en août, les actions H ont perdu près de 60 % en trois mois et se retrouvent actuellement au niveau du plus bas de 1996. De telles fluctuations ne sont pas nouvelles, l'indice ayant varié entre 846 et 2 176 en 1993, soit dans un rapport de 1 à 2,5.

#### *Red Chips*

L'année 1997 aurait pu être l'année des Red Chips à la bourse de Hong Kong, si la crise asiatique n'était pas intervenue. Les Red Chips ont animé le marché en 1997 et occupé certains jours la première place dans le total des transactions. L'indice Hang Sheng Red Chips, créé en cours d'année, a enregistré, durant l'été, un plus haut faisant apparaître, par rapport au début de l'année, une progression de 121 %. Cette hausse a été annulée par la chute des derniers mois, l'indice se situant maintenant à plus de 8 % en dessous de son niveau du 1<sup>er</sup> janvier. La plupart des Red Chips introduites sur le marché, durant le premier semestre, ont maintenant des cours inférieurs au cours d'introduction, y compris Beijing Entreprises qui avait été sursouscrite plus de 1 200 fois.

Le marché des futures, créé en juillet, est déserté par les opérateurs.

La CNAC (China National Aviation Company) qui avait prévu de lever 1 milliard de HK\$ en octobre a été contrainte de reporter sa mise sur le marché.

Deux nouvelles introductions de sociétés de droit hong kongais, émanations de municipalités (Tianjin Development Company et Chongqin Development Company), doivent être introduites sur le marché de Hong Kong dans les prochaines semaines. Le sort qui leur sera réservé devrait être révélateur de l'orientation qui sera prise en 1998 par le marché en ce qui concerne les sociétés de Hong Kong contrôlés par des intérêts chinois.

La remontée de la bourse de Hong Kong au cours des deux dernières semaines (l'indice Hong Seng a refranchi le seuil des 11 000) laisse espérer une remontée des cours des actions H et des Red Chips, rendant possible de nouvelles introductions, notamment celles des meilleures entreprises d'Etat. Les capitaux drainés par la Chine sur le marché de Hong Kong sont nécessaires à la poursuite de la croissance de la Chine et à la mise en œuvre de la réforme du secteur public. Malgré la multiplication des accords signés avec d'autres places pour permettre la cotation des sociétés chinoises (le plus récent vient d'être signé avec le Brésil), Hong Kong apparaît encore irremplaçable. La montée en puissance de Shanghai, malgré les efforts déployés (création récentes par la municipalité d'une maison de négociation de titres au capital de 1 milliard de yuans, par exemple) est encore insuffisante pour prétendre concurrencer Hong Kong et le restera, tant que le Yuan ne sera pas convertible pour les opérations en capitaux. Or, la crise asiatique a conduit à différer à des temps plus calmes le passage à la convertibilité de la monnaie chinoise.