Bourses émergentes : pourquoi se limiter à la Chine ?

Par Christopher DEMBIK, Senior Investment Strategy Adviser Pictet Asset Management



Tout le monde s'intéresse de nouveau à la Chine. Les valorisations sont attrayantes, les entreprises chinoises sont à la pointe de plusieurs technologies et les autorités multiplient les initiatives pour soutenir l'économie et les marchés financiers. Sur le papier, les arguments ne manquent pas. Mais il y a un problème. La Chine est un géant économique qui n'a pas toujours été un bon investissement boursier. Et surtout, à force de regarder la Chine, les investisseurs risquent de passer à côté d'autres opportunités, particulièrement en Asie émergente. Pourquoi ?

La Chine, une évidence qui n'en est pas une

Le premier argument en faveur de la Chine est bien connu : c'est la deuxième puissance économique mondiale, avec une population au pouvoir d'achat croissant - hausse des salaires de +10 % par an en moyenne sur la décennie 2000. C'était un peu présenté comme le relais de croissance idéal pour les entreprises étrangères. Malheureusement, être un géant économique ne garantit en rien des gains boursiers. Les deux sont souvent décorrélés.

Le deuxième argument, c'était de dire que les valorisations en Chine sont décotées. C'est vrai. Mais ça ne veut pas dire pour autant que c'est le moment d'investir. D'autres critères entrent en compte, comme la liquidité du marché ou la croissance des bénéfices. La dernière erreur, c'était de dire que la Chine possède des entreprises de première importance dans les technologies et d'espérer qu'automatiquement elles affichent d'excellentes performances en Bourse. Prenons Alibaba. Son modèle économique est excellent, personne ne le conteste. En revanche, son évolution boursière a été plutôt décevante. Les deux ne vont pas automatiquement de pair.

Pourquoi cette déception boursière ? L'une des erreurs originelles de la Bourse chinoise, mais on retrouve le même sujet sur Euronext Paris, c'est que les introductions en Bourse se font souvent à des niveaux de prix trop élevés. Il est donc difficile pour les entreprises de les justifier sur le long terme, à moins d'afficher des bénéfices astronomiques.

Unitree est le bon exemple en la matière. C'est le leader de la robotique humanoïde. Ils ont fait des progrès incroyables en trois ans et ils n'ont pas de vrai concurrent en Europe et aux États-Unis. En revanche, son introduction en Bourse en août dernier à Shanghai s'est faite à un niveau un peu trop élevé, et le risque de déception à moyen terme est important. Un investisseur qui aurait acheté au pic aurait déjà perdu 53 %*.

Dernier point : contrairement aux entreprises américaines, les entreprises chinoises cotées ont été, jusqu'en 2024, assez réticentes à faire des rachats d'actions massifs qui sont, pourtant, un facteur structurel de soutien à la hausse des actions. C'est toutefois en train de changer.

Faut-il fuir la Chine ?

Pas nécessairement. Mais c'est un marché boursier qui se prête peu à la gestion passive, qui consiste à simplement suivre un indice. Il faut être sélectif. Qu'est-ce qui fonctionne réellement dans la Bourse chinoise ? Les actions du secteur financier et bancaire, certains acteurs de haute technologie - pas nécessairement ceux que le grand public a en tête - et le luxe !

Prenons deux exemples. La montée en gamme de la Chine dans les semi-conducteurs spécialisés pour l'IA implique la maîtrise de la technologie de lithographie. La Chine est déjà leader mondial dans les nœuds de gravure anciens, concrètement les semi-conducteurs qu'on retrouve dans l'électronique et l'automobile. Ce n'est pas encore le cas pour la lithographie. Ce sont des acteurs sud-coréens et taïwanais pour l'essentiel. Mais d'ici un à trois ans, cela devrait changer, entraînant une baisse des marges pour les acteurs historiques… qui finira tôt ou tard par se répercuter sur les acteurs dominants d'aujourd'hui. Certaines entreprises, comme Cambricon Technologies, se positionnent déjà… et délivrent en performance boursière : +1 400 % depuis l'IPO en 2020, +1 150 % sur trois ans.

Mais la surprise de la Bourse chinoise, c'est peut-être l'émergence d'un luxe local qui est en train de partir à la conquête des pays développés après avoir rogné les parts de marché historiquement détenues par les acteurs français sur le marché local. La clé de leur succès : des produits enracinés dans la culture nationale, inspirés du folklore, des traditions et de l'esthétique locale - loin des standards occidentaux.

Le meilleur exemple est certainement Laopu Gold, présenté de manière assez impropre comme « l'Hermès de l'or », qui a réussi à séduire les jeunes générations chinoises et qui prévoit de partir à la conquête de l'Europe et des États-Unis en 2027. Finalement, les marques de luxe françaises ne souffrent pas de la faiblesse de la consommation chinoise, mais plutôt de leur désamour au profit de marques locales. Laopu Gold est aussi une réussite boursière, avec une hausse du cours de 700 % en un peu plus de deux ans. Ça a tout l'air d'une bulle. Non, c'est justifié par les fondamentaux de l'entreprise, notamment une explosion des ventes et du chiffre d'affaires.

Morale de l'histoire

Il n'existe pas à proprement parler de marché boursier à fuir. En revanche, toutes les approches ne se valent pas. Suivre l'évolution des indices chinois via un ETF a prouvé par le passé que c'était très hasardeux. Il vaut mieux privilégier une gestion active afin de capter la valeur où elle est réellement et aussi de déceler les failles du marché - en particulier les niveaux d'introduction en Bourse bien trop élevés, qui sont l'un des problèmes récurrents du marché chinois. Surtout, il ne faut pas s'arrêter à la Chine.

D'autres pays en Asie émergente offrent des opportunités intéressantes, comme le Vietnam qui a connu un impressionnant parcours boursier l'an dernier. L'Inde, qui est une idée d'investissement qui revient souvent, peut aussi être intéressante dans une approche contrariante. La plupart des investisseurs se tiennent à l'écart de ce marché pour le moment en raison de valorisations plus élevées que dans les autres pays émergents. Mais ce n'est pas un marché boursier sans intérêt : contrairement aux attentes, la croissance des bénéfices au deuxième trimestre a été nettement supérieure aux prévisions, quasiment dans tous les secteurs d'activité.

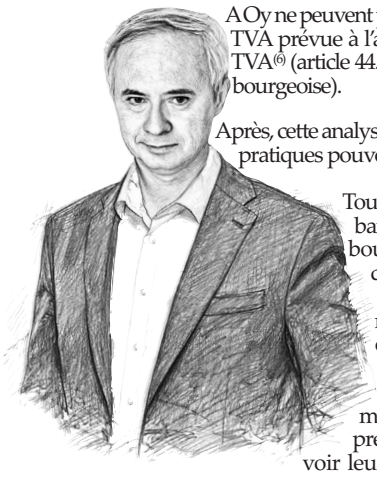
Les perspectives restent également bien orientées. Nous nous attendons à une hausse des bénéfices de 15 % cette année et de 16 % l'an prochain - c'est nettement mieux que la Chine, avec respectivement 5 % et 15 %. En outre, c'est l'un des marchés boursiers les moins concentrés - un sujet dont on sait qu'il préoccupe beaucoup d'investisseurs. Les cinq plus grandes capitalisations boursières du pays ne représentent que 20 % de la capitalisation totale, contre plus de 40 % en Chine et 60 % à Taïwan. Ce n'est peut-être pas encore un point d'entrée. Mais c'est un marché à garder sous les radars si les valorisations diminuent un peu. Et cela montre, au passage, qu'il n'y a pas que la Chine quand on cherche à investir dans l'Asie émergente.

** En date du 10 octobre 2026*

TVA sur les services de gestion de crédit transférés :

Impact sur la titrisation ?





La décision du Tribunal de l'Union européenne du 17 juin 2026 dans l'affaire A Oy (T-184/25) selon laquelle les services de gestion de crédit transférés ne sont pas exonérés de TVA permet aussi de mettre en évidence une autre exonération de TVA, celle applicable aux fonds d'investissement et véhicules de titrisation.

Par Tomas PAPOUSEK, Partner et Michel LAMBION, Managing Director, Deloitte Tax & Consulting

A Oy est une banque finlandaise spécialisée dans l'octroi de crédits immobiliers. Après les avoir accordés, elle cède ces crédits à une autre société, B. Cette cession est réalisée au prix du marché, pour un montant correspondant au solde du crédit restant à rembourser. L'ensemble des droits et obligations attachés aux crédits est alors transféré à B. Cette dernière se finance en émettant auprès du public des titres garantis par les crédits cédés. Il s'agit donc d'une opération de titrisation. A Oy continue toutefois à gérer les crédits pour le compte de B. À ce titre, elle assure notamment le service à la clientèle, la gestion des crédits et des garanties qui y sont adossées, ainsi que la perception des montants remboursés, des intérêts et des commissions.

Elle décide également d'un éventuel renouvellement ou d'une prolongation des crédits, et prend en charge les opérations de recouvrement en cas de défaut de paiement de l'emprunteur. En pratique, A Oy accomplit donc pour B l'ensemble des tâches qu'elle aurait effectuées si elle avait conservé les crédits dans son propre portefeuille. En contrepartie, elle reçoit de B une rémunération calculée sur la base de ses coûts, majorés d'une marge bénéficiaire.

À la suite d'une demande de confirmation du traitement fiscal de la transaction[1], la Cour administrative suprême finlandaise a demandé aux juridictions européennes si ces services peuvent être exonérés de TVA.

Au-delà même de la décision, la méthode d'analyse et d'interprétation du Tribunal de l'Union européenne («le Tribunal ») est intéressante et elle rejoint d'ailleurs celle utilisée dans l'affaire « Versãofast » relative à la négociation de crédit et examinée récemment dans ces colonnes[2]. En effet, la directive TVA présente certaines variations linguistiques. Ainsi, dans la version française[3], l'article 135, §1, b) prévoit que sont exonérés de TVA « *l'octroi et la négociation de crédits ainsi que la gestion de crédits effectuée par celui qui les a octroyés* ». L'article 44.1. c), 2e tiret de la loi TVA luxembourgeoise reprend cette formulation. Sur cette base, il pourrait sembler possible d'exonérer les services de A Oy, dès lors que cette banque est bien l'entité ayant initialement octroyé les crédits même, si elle les a ensuite cédés. En revanche, dans la version anglaise notamment, la directive utilise un verbe au présent : « *the person granting it*[4] ». Cette formulation renvoie à la personne qui accorde effectivement le crédit, c'est à dire au prêteur au moment où le crédit est géré. Une telle lecture conduirait, en l'espèce, à exclure l'exonération des services de gestion rendus par A Oy à B. Enfin, un troisième groupe utilise des termes ayant ces deux significations[5].

Dans la mesure où l'analyse linguistique n'apporte pas de clarté sur la portée de l'exonération, que du contraire, le Tribunal examine alors le contexte et les objectifs poursuivis par la directive. Pour le contexte, il rappelle que les exonérations doivent être interprétées strictement puisqu'elles sont des exceptions au principe général de taxation. Le Tribunal souligne que l'article 135.1.b) de la directive rattache la gestion de crédit à leur octroi. Cette articulation indique que l'exonération prévue par cette disposition vise la gestion de crédits lorsqu'elle est liée à leur octroi ainsi qu'à la relation juridique entre l'octroyeur du crédit et l'emprunteur. Lorsque les crédits sont cédés, leur gestion ne s'inscrit plus dans ce rapport juridique initial, et ce même si elle est matériellement assurée par le prêteur initial.

Par ailleurs, le Tribunal rappelle que l'objectif de cette exonération est d'éviter les difficultés liées à la détermination de la rémunération correspondant, d'une part, à l'octroi du crédit et, d'autre part, aux opérations de gestion effectuées au moment de cet octroi. Or, ici, cette difficulté ne se pose pas puisqu'A Oy est en mesure de déterminer le prix de ses services. Enfin, le Tribunal souligne qu'admettre l'exonération de la gestion de crédits effectuée par le prêteur initial après la cession des crédits conduirait à créer une distorsion de concurrence par rapport aux mêmes services fournis par un tiers. Il en conclut que les services rendus par A Oy ne peuvent pas bénéficier de l'exonération de TVA prévue à l'article 135, § 1, b) de la directive TVA[6] (article 44.1.c). 2e tiret de la loi TVA luxembourgeoise).

Après, cette analyse juridique, quels enseignements pratiques pouvons-nous tirer de cette décision ?

Tout d'abord, il semble clair que les banques et autres prêteurs luxembourgeois ainsi que leurs clients, devront examiner le traitement TVA des services de gestion rendus en cas de transfert de crédits. Certains clients pourraient devoir supporter de la TVA sur des services actuellement exonérés, tandis que certains prestataires pourraient, à l'inverse, voir leur droit à déduction de la TVA grevant leurs charges augmenter. Il convient également de rappeler que les services de gestion de crédit et de garanties fournis par une personne autre que celle ayant octroyé le crédit peuvent bénéficier du taux intermédiaire de 14%, au lieu du taux standard de 17%.

La question principale demeure toutefois celle de l'impact éventuel de cette décision sur les plus de 1.700 véhicules de titrisation luxembourgeois et leurs 490 milliards d'euros d'actifs[7]. Comme indiqué ci-dessus, l'affaire A Oy concerne la gestion de crédits transférés par une banque à une société de titrisation. Faut-il en conclure que l'ensemble des services rendus à ces véhicules par leurs « servicers », pour reprendre le « jargon » habituel (ou en français les « gestionnaires de portefeuille de créances »), deviendraient soudainement taxables ?

Il est vraisemblable que non. Les activités des véhicules de titrisation vont en effet bien au-delà de la simple acquisition de crédits. La loi de 2004 sur la titrisation la définit comme « (…) *l'opération par laquelle un organisme de titrisation acquiert ou assume, directement ou par l'intermédiaire d'un autre organisme, les risques liés à des créances, à d'autres biens, ou à des engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers en émettant des instruments financiers ou en contractant, pour le tout ou pour une partie, toute forme d'emprunt, dont la valeur ou le rendement dépendent de ces risques.* ».

La caractéristique essentielle de la titrisation réside donc dans la prise en charge de risques. En pratique, ceux-ci peuvent être de nature très diverse : risques liés à des catastrophes, risques légaux ou politiques, ou encore risques associés à la détention d'actifs autres que des crédits transférés, tels que des obligations, des créances diverses, des actifs réels, des droits de propriété intellectuelle ou des participations dans d'autres fonds[8].

Puisque l'essence de l'activité des véhicules de titrisation est l'acquisition ou la prise en charge de risques - ce qui se traduit par des opérations très diverses, allant bien au-delà de la seule acquisition de crédits - il est logique que les activités exercées par leurs « servicers » présentent également une certaine diversité.

Dans la mesure où les véhicules de titrisation figurent parmi les entités éligibles à l'exonération de TVA prévue à l'article 44.1.d) de la loi TVA, applicable aux services de gestion de fonds au Luxembourg (ce qui n'est pas nécessairement le cas dans les autres États membres de l'Union européenne), la pratique actuelle consiste à considérer que les services fournis par les « servicers » relèvent de cette exonération, et non de celle applicable à la gestion de crédits. À cet égard, il convient toutefois de préciser que le recouvrement de créances constitue une exception spécifique à l'exonération de TVA applicable aux services financiers. Dès lors, l'exonération relative à la gestion de fonds a peu de chances de s'appliquer lorsque la prestation du « servicer » comporte une part prépondérante de recouvrement de créances.

En revanche, si ce recouvrement ne constitue qu'un élément parmi d'autres de la prestation globale du « servicer », l'application de cette exonération de TVA ne devrait pas être remise en cause. Par conséquent, l'arrêt rendu dans l'affaire A Oy devrait, selon nous, avoir un impact très limité sur le régime de TVA applicable aux structures de titrisation au Luxembourg dans la mesure où celles-ci relèvent d'une exonération distincte.

En conclusion, si cette décision impose certainement aux prestataires du secteur et à leurs clients de revoir leurs contrats, elle ne devrait pas, pour autant, affecter la situation des véhicules de titrisation. Cette conclusion suppose toutefois que les véhicules concernés soient bien visés à l'article 44.1.d) de la loi TVA - et non par des structures similaires mais exclues de cette disposition - et que les services qui leur sont fournis remplissent les critères susmentionnés.

1) Dans un premier temps, la Commission fiscale finlandaise avait confirmé à A Oy que la cession des crédits elle-même est exonérée de TVA, que les services de recouvrement de TVA sont soumis à la TVA et que les services de gestion de crédit sont exonérés de TVA.
2) Voir notre article « Exonération de TVA applicable aux services d'intermédiaires dans le secteur financier : une nouvelle et intéressante jurisprudence », janvier 2026.
3) Les versions grecque (« *pou tis chorígise* ») et néerlandaise (« *die deze heeft verleend* ») sont similaires.
4) Les versions croate (« *koja ga odobrava* »), roumaine (« *care le acordă* ») et slovène (« *ki kredit odobri* ») utilisent aussi l'indicatif ou un participe présent.
5) Versions allemande (« *Kreditgeber* ») et finnoise (« *luotonantaja* »).
6) Le tribunal écarte aussi l'application de l'exonération pour les services relatifs à la négociation et à la prise en charge de garanties et celle relative aux opérations de créance qui avaient été invoquées à titre subsidiaire en considérant qu'elles concernent d'autres opérations.
7) Banque centrale du Luxembourg - Securitisation vehicles
8) Securitization market services | Deloitte Luxembourg