

## 5 Chine : les investisseurs doivent-ils s'inquiéter du deleveraging financier ?

MO JI, Stratégie et Recherche Economique

### Quelles sont les mesures en matière de désendettement financier et quel calendrier de mise en œuvre ?

Depuis la nomination de M. Guo Shuqing au poste de président de la CBRC (China Banking Regulatory Commission) en février 2017, cette dernière n'a cessé d'instaurer des mesures allant dans le sens d'un désendettement financier, et les banques sont tenues de respecter des échéances précises pour communiquer sur certains aspects. Pour les marchés, ces décisions ont été perçues comme des mesures immédiates de resserrement de liquidité découlant du désendettement. Toutefois, les marchés ont tort car il ne s'agit que de la première phase d'un examen global qui sera mené en 2017, et non d'une phase de mise en œuvre. C'est d'ailleurs ce que reflète la récente correction du marché chinois *onshore*.

Mesures de désendettement financier en Chine et échéancier, à fin mars 2017		
Date	Régulateur	Politique
17 avril 2017	CBRC	La CBRC a publié 7 documents pour mettre un terme aux <b>pratiques irrégulières</b> sur les marchés financiers.
12 mai 2017	CBRC	Chaque semaine, les banques commerciales sont tenues de déclarer <b>les actifs sous-jacents qui garantissent les investissements réalisés</b> .
19 mai 2017	CSRC	La CSRC (China Securities Regulatory Commission) recommande vivement aux sociétés de courtage et de gestion de portefeuille de ne pas prendre part à des <b>activités d'intermédiaires</b> qui transfèrent les obligations du superviseur.
12 juin 2017	CBRC	Toutes les banques sont tenues de soumettre un <b>rapport d'auto-évaluation</b> avant le 12 juin via les documents 46 (évaluation de transactions à triple arbitrage) et 45 (évaluation des aspects non liés la conformité).
15 juillet 2017	CBRC	Toutes les banques sont tenues de soumettre un <b>rapport d'auto-évaluation</b> d'ici le 15 juillet avec le Document 53 (" <i>improper activities</i> ").
20 juillet 2017	CBRC	Toutes les banques sont tenues de soumettre un <b>rapport d'activité pour le 1<sup>er</sup> semestre 2017</b> d'ici le 20 juillet via le Document 6 (mesures d'amélioration de la gestion du risque dans les activités bancaires).
30 nov. 2017	CBRC	Toutes les banques sont tenues de <b>rectifier les problématiques identifiées dans les rapports d'auto-évaluation</b> et réglementaire, et de soumettre un rapport via les Documents 45 et 46 d'ici le 30 novembre.

Source: CBRC, Recherche Amundi

### Quelles sont les craintes relatives au désendettement financier en Chine ?

1. Le désendettement financier se traduit par un resserrement de la **liquidité dans le système économique global**, ce qui pèse sur le PIB.

### L'essentiel

Le phénomène de désendettement en Chine semble inquiéter les investisseurs, mais cette crainte est selon nous exagérée à la fois en termes de resserrement potentiel de la liquidité et de correction des marchés. Le désendettement (deleveraging) financier engendre un durcissement des conditions de crédit pour le secteur financier, mais pas dans l'économie réelle, et il n'entraîne pas de resserrement monétaire. Nous pensons donc que les craintes des marchés concernant le désendettement financier en Chine vont se dissiper au 2<sup>nd</sup> semestre 2017 (probablement en juillet-août), avant qu'une tendance négative fasse son retour, probablement au 1<sup>er</sup> trimestre 2018 lorsque toutes les mesures auront été déployées.

Les mesures des autorités en matière de désendettement vont selon nous se répercuter sur trois aspects spécifiques : (1) le levier des marchés actions et obligataires (actuellement de 10000 Mds RMB et qui devrait baisser de 2000-3000 Mds RMB); (2) la qualité des investissements en immobilier et en infrastructures; (3) les émissions d'obligations des émetteurs de faible qualité. La réallocation pourrait être la suivante : (1) réduire les actifs de crédit non-standardisés au profit des prêts standard de bonne qualité; (2) réorienter les investissements obligataires vers les banques et privilégier les investissements dans les grandes capitalisations au détriment des petites capitalisations; (3) améliorer les pratiques de prêts (irrégulières) des banques de petite et moyenne taille et en faire des prêts standard de bonne qualité. Sur le long terme, cette réallocation sera favorable à la santé des marchés financiers et de l'économie réelle en Chine.

Juin 2017

- Il entraîne un **resserrement bien plus marqué de la liquidité sur les marchés de capitaux**, en particulier sur les marchés actions et obligataires.
- Le désendettement financier peut aussi créer des **risques systémiques, accroître les défauts et potentiellement entraîner un atterrissage forcé de l'économie chinoise**.
- La crainte est que le désendettement financier se traduise par un **durcissement excessif des conditions de crédit**.

**Quels sont les malentendus ?**

- Malentendu sur la différence entre le **resserrement attendu de la liquidité** et le **resserrement réel de la liquidité (les marchés évoluent en fonction des anticipations)**.
- Malentendu sur la différence entre le **resserrement monétaire** et le **resserrement du crédit**.
- Malentendu sur la différence entre le **resserrement du crédit pour le secteur financier** et le **resserrement du crédit pour l'économie réelle**.
- Malgré les vérifications réglementaires effectuées, les régulateurs n'ont pas spécialement l'intention de réduire la liquidité du système de manière excessive.

**Quelle est la réalité ?**

- Le désendettement financier entraîne un **resserrement du crédit (sans resserrement de la liquidité globale et monétaire) dans le secteur financier, et non dans l'économie réelle**, comme le montrent clairement les prêts de la CBRC à l'économie réelle, qui devraient rester à leur niveau actuel, voire au-dessus.
- La perspective d'un resserrement de la liquidité (crédit, monétaire et économie réelle) découlant du désendettement financier a entraîné des corrections sur les marchés d'actions et obligataires chinois. **Les anticipations sont excessives, d'où les corrections observées sur les marchés**.
- La **masse monétaire continue à augmenter à un rythme rapide** : les agrégats M1 (+18,5 %) et M2 (10,5 %) enregistrent des taux de croissance à deux chiffres et le financement social total (TSF) progresse fortement (6900 milliards RMB au 1<sup>er</sup> trimestre 2017 vs. 6700 milliards RMB au 1<sup>er</sup> trimestre 2016).
- L'**expansion de la masse monétaire** facilite le **resserrement du crédit dans le secteur financier**, ce qui va réduire sensiblement le risque systémique et éliminer les risques d'un atterrissage forcé à court terme.

**Quels seront les secteurs les plus affectés une fois le désendettement mis en œuvre ?**

Les examens réglementaires en cours portent sur trois secteurs : (1) les actifs de crédit non-standardisés (28000 milliards RMB) via les canaux de gestion d'actifs ; (2) les fonds investis en obligations et en actions (10000 milliards RMB) ; (3) le financement des banques petites et moyennes (3000-5000 milliards RMB) via des pratiques irrégulières.

Le volume total est donc supérieur à 40000 milliards RMB, soit environ 20 % du total du crédit dans le système financier. Ce qui ne veut pas dire que ces 20 % du crédit vont s'évaporer ou diminuer de manière importante. Cela signifie plutôt que cette somme gigantesque de 40000 milliards RMB sera allouée à d'autres secteurs plus transparents.

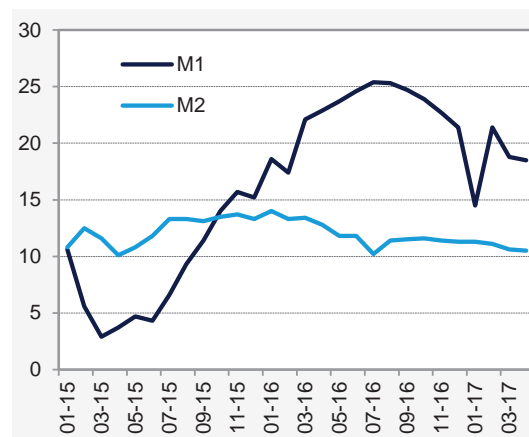
La réallocation pourrait être la suivante : (1) réduire les actifs de crédit non-standardisés au profit des prêts standard de bonne qualité ; (2) réorienter les investissements obligataires vers les banques et privilégier les investissements dans les grandes capitalisations au détriment des petites capitalisations ; (3) améliorer les pratiques de prêts (irrégulières) des banques de petite et moyenne taille et en faire des prêts standard de bonne qualité.



Un durcissement excessif ne serait pas approprié !



**1** Chine : croissance des agrégats monétaires M1 & M2, % GA



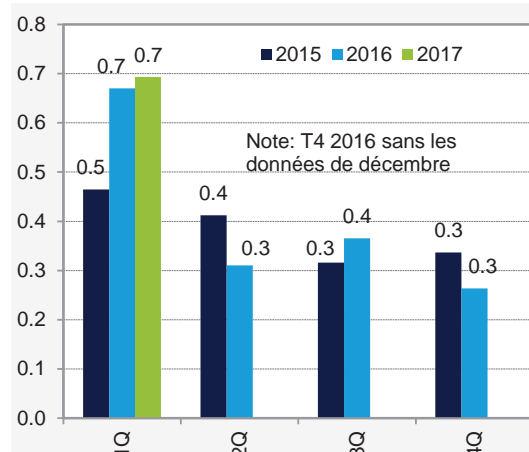
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le levier sur les marchés d'actions et obligataires devrait être réduit



**2** Chine : financement social total (TSF) trillions de CNY



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

Nous pensons donc que les mesures des autorités en matière de désendettement vont se répercuter sur trois aspects spécifiques: (1) le levier des marchés d'actions et obligataires (actuellement de 10 000 milliards RMB et qui devrait baisser de 2000-3000 milliards RMB); (2) la qualité des investissements en immobilier et en infrastructures; (3) les émissions d'obligations des émetteurs de faible qualité.

## Conclusion

1. À court terme, les marchés d'actions et obligataires chinois vont faire face à des contraintes de liquidité et pourraient donc corriger à la baisse ;
2. Selon nous, les anticipations d'un resserrement de la liquidité vont se dissiper après le 1<sup>er</sup> semestre (probablement en juillet-août) lorsque les marchés d'actions et obligataires bénéficieront d'un potentiel de valorisation grâce à une amélioration continue des bénéfices.
3. Les anticipations d'un resserrement de la liquidité pourraient à nouveau se révéler pénalisantes pour les marchés au 1<sup>er</sup> semestre 2018 lorsque toutes les mesures auront été mises en œuvre.
4. Les grandes banques et les entreprises de qualité sont les grands bénéficiaires de cette période de désendettement financier en Chine.



Régulariser les pratiques  
en matière de prêt



Renforcer la qualité globale  
des prêts





# Amundi Research Center

Top-down  
**Asset Allocation**  
Bottom-up  
**Corporate Bonds**  
**Fixed Income**



**Foreign Exchange**  
Money Markets **Equities**

**Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:**  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

**Monetary Policies**  
Forecasts  
**Investment Strategies**  
Quant  
**Emerging Markets**  
Sovereign Bonds  
**Private Equity**  
Real Estate **High Yield**

## Publications récentes

### Working Papers

- **Factor Investing: The Rocky Road from Long-Only to Long-Short**  
MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*,  
ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Longevity Risk: To Bear or to Insure?**  
LING-NI BOON, *Investor Research Center – Amundi*, MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*, BAS J.M WERKER, *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*
- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**  
THIERRY RONCALLI – *Recherche Quantitative*

### Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs: les choix essentiels en matière de placement**  
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?**  
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU – *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?**  
CATHERINE CROZAT – *Analyse ESG*

### Éditions spéciales \_ Élection présidentielle française 2017

- #10 – **Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**  
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #9 – **Macron Président : les risques disparaissent ... retour aux fondamentaux**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #8 – **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 – **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 – **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALERIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #5 – **Dette publique française: liquide et sûre**  
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 – **Les candidats et la politique budgétaire: une analyse des divergences**  
VALERIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*

## Correspondants

### Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE  
*Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

### Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,  
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

### Support

– PIA BERGER  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*  
– BENOIT PONCET  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

## AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images - wissanu01