

Evergrande et ses répercussions : ajustements en cours, le point d'inflexion pourrait être proche



Vincent MORTIER
CIO Adjoint Groupe et
Asia ex Japan supervisor



Claire HUANG
Stratégiste macro ME,
Global Research



Andriy Boychuk
Responsable de la
recherche ME

- **Crise Evergrande** : bien qu'Evergrande ait versé le coupon dû le 23 septembre, un jour seulement avant la fin du délai de grâce de 30 jours, la crise de la société n'est toujours pas résolue. Elle paraît toutefois idiosyncrasique et non systémique, car son impact s'est principalement fait sentir sur l'indice HY de la Chine, ses répercussions sur le reste du segment HY des pays émergents étant limitées. La situation, en revanche, met clairement en évidence la faiblesse de l'ensemble du secteur immobilier en Chine, d'autres promoteurs ayant récemment connu des difficultés comme Fantasia Holdings Group et Sinic Holdings Group qui ont été dégradés en « défaut sélectif » par S&P. La prochaine échéance critique pour Evergrande est celle du 29 octobre, mais de manière générale, nous n'anticipons pas d'issue désordonnée pour le promoteur, car, le cas échéant, les politiques devraient intervenir pour éviter que la crise ne provoque un choc économique trop important.
- **Conséquences pour le secteur de l'immobilier** : l'activité dans le secteur du logement se contracte rapidement, car le durcissement de la réglementation du marché de l'immobilier a réduit les financements dans le secteur et entraîné une baisse des constructions. Le désendettement du secteur du logement et la stabilisation des prix du logement sont des priorités du programme politique à long terme de la Chine, mais compte tenu du poids du secteur (qui représente 25 à 30 % du PIB de la Chine), un désendettement ordonné est essentiel. Nous pensons que le gouvernement continuera à focaliser sur la gestion du risque systémique, en minimisant les effets de contagion, en assurant la stabilité sociale et en protégeant les acheteurs de logements. Une communication plus claire de la part de la PBoC et une coordination accrue entre le gouvernement central et les autorités locales devraient apporter une certaine stabilité au secteur.
- **Perspectives économiques** : Le ralentissement du secteur du logement n'est qu'un des freins à la croissance du PIB réel chinois au troisième trimestre. Nous avons récemment revu à la baisse nos projections pour le PIB de la Chine, de 8,3 % à 7,7 % en 2021 et de 4,9 % à 4,7 % en 2022. La dynamique de la croissance et des politiques depuis le début de l'année laisse penser que Pékin ne s'inquiète pas trop de la plus grande volatilité des chiffres de la croissance pour mettre en œuvre les changements sociaux nécessaires. Toutefois, à long terme, une croissance de 4 à 5 % est encore atteignable. La priorité des pouvoirs publics chinois sera la viabilité à long terme au détriment de la stabilité à court terme.
- **Répercussions en matière d'investissement** : de manière générale, nous pensons que les investisseurs devront faire face à une forte volatilité, non seulement en ce qui concerne les données macroéconomiques, mais aussi en ce qui concerne les actifs financiers chinois (en particulier, les actions et le crédit). C'est là le remède nécessaire à court terme qui devrait permettre de stabiliser les actifs chinois et de renforcer les perspectives structurelles à moyen terme.

Crise Evergrande : répercussions faibles sur les marchés HY des ME

Malgré le règlement de dernière minute du coupon en attente de l'obligation libellée en USD qui a permis à la société d'éviter un défaut de paiement, la crise du Groupe chinois Evergrande n'est toujours pas résolue. La société reste confrontée à sa crise de liquidités, même si, au cours du délai de grâce (un mois après la première échéance manquée), elle a pu verser le coupon de deux obligations en RMB, le 23 septembre et le 19 octobre. Le promoteur doit encore honorer le versement des intérêts de quatre obligations libellées en dollars en 2021 et, au cours de l'année à venir, il devra gérer l'arrivée à échéance de 7,4 milliards de dollars

« *L'impact global sur le marché HY des ME est resté assez limité, ce qui témoigne de la nature idiosyncrasique du cas Evergrande.* »

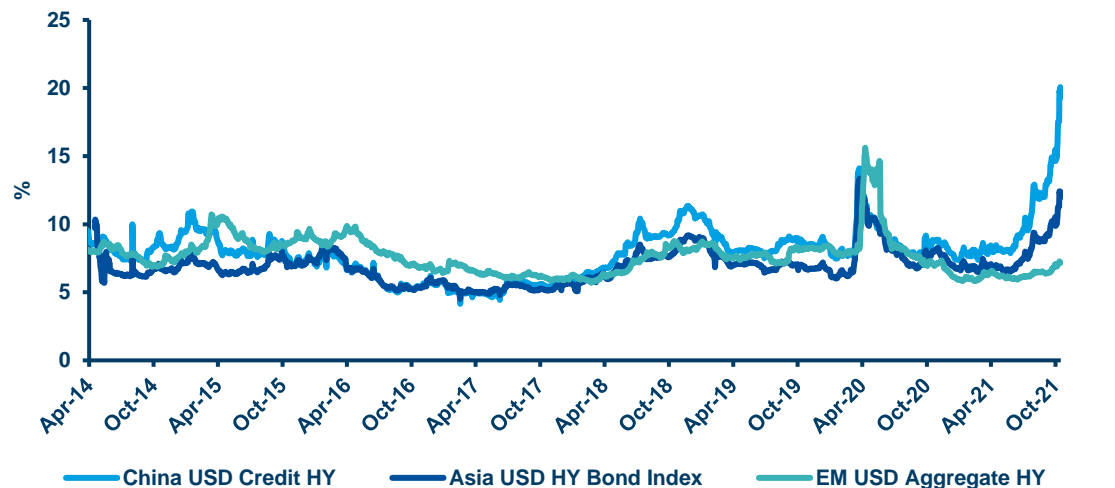
d'obligations onshore et offshore. La prochaine date critique est celle du 29 octobre, lorsque le délai de grâce réinitialisé expirera, ce qui pourrait déclencher un cas de défaut.

Si Evergrande reste sous haute surveillance, **les investisseurs internationaux sont focalisés sur les éventuelles répercussions de ce cas idiosyncrasique.**

Les pénuries de crédit et les problèmes de liquidités touchent également d'autres promoteurs, ce qui augmente le nombre de défauts sélectifs et les difficultés pour les sociétés immobilières chinoises. C'est le cas notamment de Fantasia et de Sinic Holding, qui ont fait couler beaucoup d'encre. La première n'a pas réussi à rembourser 206 millions de dollars le 4 octobre et la seconde est en difficulté. Les deux ont été dégradées en catégorie « défaut sélectif » par S&P (la période de grâce pour le non-paiement d'un coupon est de 30 jours consécutifs).

Le rendement de l'indice obligataire chinois HY en dollars américains (dans lequel les sociétés immobilières représentent plus de 50 %) a grimpé en flèche à 20 %, atteignant son plus haut en 10 ans. La faiblesse du marché chinois a également affecté les marchés HY asiatiques, dont les rendements sont désormais proches de leurs pics de 2020. Toutefois, **l'impact global sur les segments HY des marchés émergents est resté assez limité, ce qui témoigne de la nature idiosyncrasique de ce choc, de l'amélioration générale des fondamentaux et de la faible sensibilité de ces segments aux taux d'intérêt américains.**

Rendement du HY chinois, asiatique et des ME (US\$)



Source : Amundi, Bloomberg. Données au lundi 18 octobre 2021. Indices Bloomberg Asia Ex-Japan USD Credit China High Yield, Bloomberg Asia USD High Yield Bond et Bloomberg EM USD Aggregate High Yield.

« *De manière générale, nous n'anticipons pas d'issue désordonnée pour Evergrande, grâce aux interventions politiques.* »

Les évolutions récentes dans le secteur de l'immobilier en Chine sont un choix délibéré des autorités qui entendent réduire les niveaux d'endettement et minimiser les menaces à la stabilité financière à moyen terme. Après les récentes turbulences sur les marchés, un ajustement des politiques est en cours.

La Banque populaire de Chine (PBoC) a commenté vendredi dernier (15 octobre) la crise de la dette d'Evergrande, soulignant que les risques pour **le système financier découlant des difficultés du promoteur sont contrôlables et peu susceptibles de se propager**. Le vice-Premier ministre Liu He, pour sa part, a également précisé mercredi que le risque global dans le secteur de l'immobilier est contrôlable, malgré quelques cas problématiques et que les besoins de financement raisonnables étaient satisfaits. Pour ce qui concerne spécifiquement le cas d'Evergrande, l'entreprise et le gouvernement ont engagé des spécialistes des procédures de restructuration de la dette pour trouver des solutions.

Nous pensons que la politique est à son point d'inflexion et que les valorisations de certains crédits devraient être attractives après la correction des prix.

La consolidation du secteur immobilier va se poursuivre, accompagnée d'une politique de stabilisation

Le secteur immobilier est un pilier essentiel de l'économie chinoise et représente 25 à 30 % du PIB, si l'on inclut les secteurs en amont et en aval. Il représente près de 50 % des recettes fiscales des administrations locales, la majorité des dépenses publiques provenant de Chine. Enfin, elle constitue une réserve de richesse pour la classe moyenne chinoise : les prêts immobiliers représentent environ un tiers du total des prêts accordés par les banques. **Nous pensons donc que ce secteur revêt une importance systémique pour la stabilité du pays et de son économie.**

Le secteur immobilier chinois est en mode consolidation depuis la mise en place des « trois lignes rouges » en 2020. Les principaux objectifs étaient de réduire l'endettement financier et d'empêcher une surchauffe du marché. Mais, l'environnement opérationnel du secteur immobilier était déjà devenu très difficile en raison d'une concentration de facteurs :

- Ralentissement d'ensemble de l'économie
- Pressions sur les marges dues à l'inflation des coûts et à la baisse des prix de vente
- Pressions sur les financements pour les promoteurs
- Hausse des coûts d'emprunt immobilier pour les consommateurs
- Orientation restrictive de la politique

La détérioration des fondamentaux du marché immobilier chinois s'est accélérée dernièrement. Au cours de la période allant de début août à la première semaine d'octobre, le volume des transactions foncières a chuté de plus de 40 % par rapport à la même période de l'année dernière, les taux de retrait des ventes aux enchères de terrains augmentant dans tout le pays et le volume des ventes de propriétés chutant de 15 à 20 %. Outre les facteurs fondamentaux susmentionnés, les situations de détresse parmi les promoteurs immobiliers ont eu une incidence négative sur la confiance des consommateurs.

Une évolution à la marge des politiques est en cours. Vendredi dernier, la PBoC a exhorté les banques à cesser de supprimer les lignes de crédit des promoteurs immobiliers et à éviter les excès dans l'application des politiques macroprudentielles. Les retards de décaissement des prêts aux promoteurs et les délais prolongés pour l'approbation des prêts hypothécaires devraient se réduire. Parallèlement, de plus en plus d'administrations locales ont rejoint le camp des partisans d'un assouplissement des politiques en matière d'achat de logements, notamment dans les villes où les prix sont en chute.

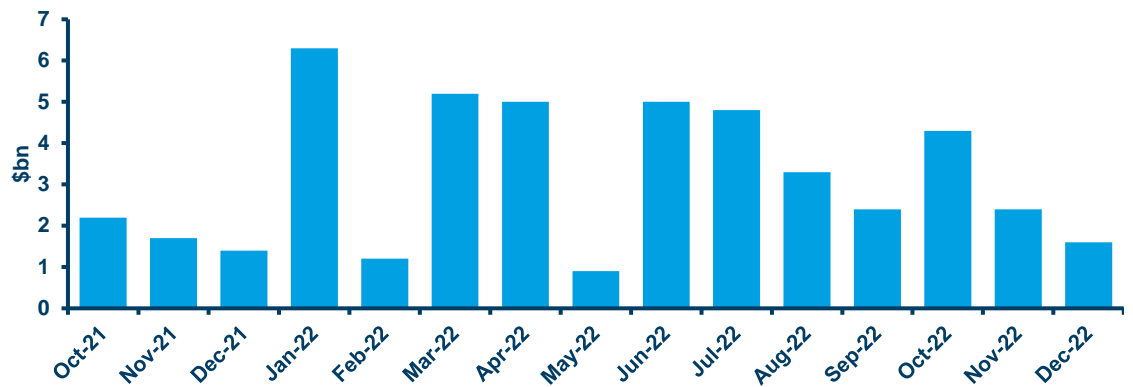
Nous pensons que le gouvernement continuera à focaliser sur la gestion du risque systémique, en minimisant les effets de contagion, en assurant la stabilité sociale et en protégeant les acheteurs de logements. Les promoteurs moins solides pourraient se voir contraints de restructurer leur dette, mais les propriétaires d'entreprises sont tenus de s'acquitter de leurs obligations en matière de dette conformément à la règle de droit.

Les valorisations des obligations immobilières chinoises à haut rendement reflètent les pressions sur leurs fondamentaux et environ 50 % d'entre elles se négocient avec une décote d'au moins 20 % par rapport à leur valeur nominale. **Le marché s'inquiète également du mur de dette** qui se profile en janvier 2022, lorsque 6,3 milliards de dollars d'obligations arriveront à échéance, suivis de 5 milliards de dollars en mars et avril.

Pour autant, **une communication plus claire de la part de la PBoC et une coordination accrue entre le gouvernement central et les autorités locales devraient apporter une certaine stabilité au secteur.**

Obligations HY du secteur immobilier chinois arrivant à échéance chaque mois

« Une communication plus claire de la part de la PBoC et une coordination accrue entre le gouvernement central et les autorités locales devraient apporter une certaine stabilité au secteur. »



Source : Amundi à partir de données Bloomberg et Goldman Sachs. Données au vendredi 15 octobre 2021.

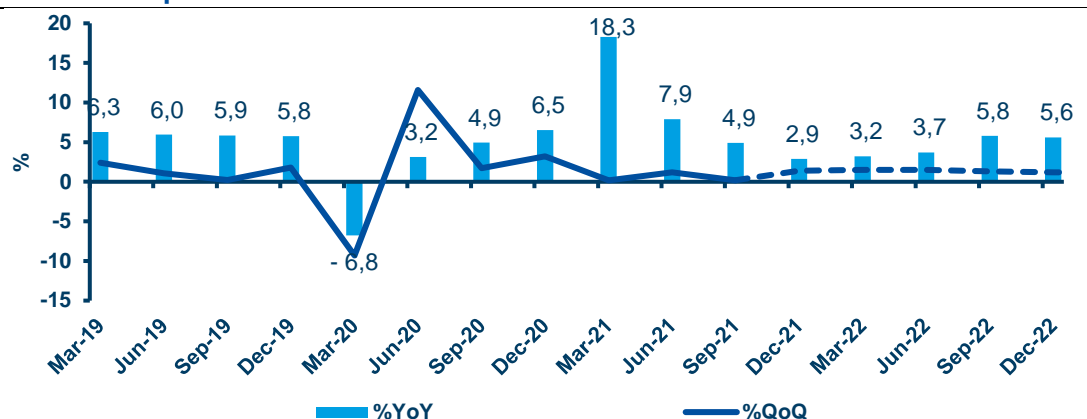
Prévoir un recul de la croissance chinoise en 2022

Le ralentissement du secteur du logement n'est qu'un des freins à la croissance du PIB réel chinois au troisième trimestre. Malgré l'assouplissement des règles de distanciation sociale, une combinaison de facteurs continue de peser sur la reprise économique, notamment le contrôle de la consommation d'énergie par la NDRC¹, qui s'est révélé être une contrainte d'approvisionnement et a pesé sur la production industrielle, ainsi que la hausse des coûts de production et le tassement du secteur de la construction. Les chiffres publiés cette semaine font état d'un ralentissement du PIB, qui est passé de 7,9 % en glissement annuel au deuxième trimestre à 4,9 % au troisième trimestre (+0,2 % en glissement trimestriel), ce qui a entraîné une révision générale à la baisse des perspectives de croissance de la Chine pour 2021 et 2022. **Nous anticipons désormais une croissance du PIB de la Chine de 7,7 % et 4,7 % en 2021 et 2022, respectivement, contre 8,3 % et 4,9 % il y a un mois.**

Compte tenu de la base élevée de l'année dernière, la croissance annuelle globale devrait baisser à environ 3 % en glissement annuel au quatrième trimestre et rester inférieure à 4 % au premier semestre 2022. Nous tablons sur un rebond de la production au premier trimestre 2022, lorsque les contraintes de l'offre mondiale s'atténueront et que les quotas d'utilisation de l'énergie seront renouvelés. Nous anticipons toujours un certain ajustement de la politique de tolérance zéro pour faciliter les déplacements intérieurs en début 2022, ce qui devrait réduire la pression sur le secteur des services. La consommation de services et les investissements en infrastructures devraient rebondir, entraînant une hausse de l'activité.

« Les investisseurs sont invités à revoir leurs anticipations de croissance du PIB chinois : l'époque des taux de croissance annuelle à 8 % est révolue. Il faut s'attendre à des chiffres bien moins élevés et à une réaction moindre des pouvoirs publics, l'accent étant mis sur la stabilité à long terme. »

Croissance prévisionnelle de la Chine



¹ La Commission nationale du développement et de la réforme (National Development and Reform Commission - NDRC) est chargée de la planification macroéconomique de la Chine.

Source : Amundi Research. Données au lundi 18 octobre 2021.

Toutefois, au-delà des publications récentes, **ce qu'il faut noter, c'est que les marchés découvrent une nouvelle fonction de réaction politique** : la dynamique de la croissance et de la politique depuis le début de l'année suggère que Pékin ne s'inquiète pas trop d'une hausse de la volatilité des chiffres de la croissance afin de pouvoir procéder aux changements sociaux nécessaires.

À l'avenir, nous devrions constater une réaction modérée de la part des autorités face à la faiblesse record des chiffres de la croissance. Il convient de reconnaître que nous sommes désormais entrés dans une nouvelle ère caractérisée par une croissance moins soutenue. La priorité des pouvoirs publics chinois sera la viabilité à long terme au détriment de la stabilité à court terme.

À court terme, les chances d'un assouplissement monétaire généralisé ont diminué : une réduction supplémentaire de 50 points de base du ratio des réserves obligatoires (RRR) en octobre semble moins probable et nous n'anticipons aucune baisse du taux directeur. Un programme de prêts ciblés pour les projets de neutralité carbone ou les PME² à des taux préférentiels semble plus probable (c'est-à-dire des réductions de taux ciblées). Quelques interventions sont attendues sur le plan budgétaire. Entre-temps, la politique budgétaire est devenue plus favorable. Les émissions d'obligations d'État ont pris de la vitesse, augurant d'un rebond des dépenses publiques.

De manière générale, nous pensons que les investisseurs devront faire face à une forte volatilité, non seulement en ce qui concerne les données macroéconomiques, mais aussi en ce qui concerne les actifs financiers chinois (en particulier, les actions et le crédit). C'est là le remède nécessaire à court terme qui devrait permettre de stabiliser et de renforcer les perspectives structurelles des actifs chinois à moyen terme.

² Petites et moyennes entreprises.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



Définitions

- **Haut rendement** : obligation offrant un rendement élevé, mais dont la cote de crédit est faible en raison du risque élevé de défaut de l'émetteur.
- **Liquidité** : capacité d'acheter ou de vendre des actifs suffisamment rapidement pour prévenir ou minimiser une perte.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice boursier donné. Habituellement, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

Informations importantes

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de fondement ou de composante d'un quelconque instrument, produit financier ou indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (ci-après dénommées collectivement les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris, mais sans s'y limiter toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, la qualité marchande et l'adéquation à un usage particulier) relative à ces informations. Sans limiter ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de quelconques dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif, un manque à gagner), ou de quelconques dommages-intérêts punitifs et autres. (www.msicibarra.com). Dans l'Union européenne, ce document s'adresse uniquement aux investisseurs « professionnels » tels que définis dans la Directive 2014/65/EU du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (« MIF »), aux prestataires de services d'investissement et à tout autre professionnel du secteur financier, et le cas échéant, conformément à la réglementation locale de chaque pays membre. En ce qui concerne l'offre en Suisse, il s'adresse aux « investisseurs qualifiés » selon la définition fournie dans les dispositions de la loi suisse du 23 juin 2006 sur les placements collectifs (LPCC), de l'ordonnance suisse du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 « Appel au public — 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. 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.

Le présent document est fourni à titre purement informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice. En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du mercredi **mercredi 20 octobre 2021**. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations de ce document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, prévision ou prédiction. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **jeudi 21 octobre 2021**.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée au capital de 1 086 262 605 € — Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Directeur des Gestions

Vincent MORTIER

Directeur Adjoint des Gestions