

# La Chine sous les projecteurs : ce que les marchés doivent regarder



**Pascal BLANQUE**  
Directeur des Gestions



**Vincent MORTIER**  
Directeur Adjoint des Gestions

- **Evergrande : pas de risque systémique, mais un signal d'alarme dans un monde surendetté.** Au cours des derniers jours, les marchés financiers ont été secoués par la saga Evergrande (le deuxième plus grand promoteur immobilier de Chine) qui rencontre des difficultés à assurer le service de son énorme dette. La menace que représente une restructuration de cette envergure pèse sur les marchés asiatiques du crédit, poussant les obligations d'autres entreprises du secteur immobilier (qui représentent une part importante du segment à haut rendement) à se négocier à la baisse. **Si l'on replace cet événement dans un contexte plus large, on s'aperçoit que l'effet de contagion aux marchés mondiaux est, jusqu'à présent, resté limité,** avec une certaine volatilité des actions (l'indice VIX a atteint un pic intrajour de 28,8 le 20 septembre 2021) et un modeste repli par rapport aux sommets historiques (baisse de 2 % du S&P 500). Evergrande devra très probablement restructurer son stock de dette (un autre paiement d'intérêts était dû le 23 septembre et le non-respect de cette obligation dans les 30 jours est susceptible de déclencher une défaillance plus formelle).
- **Les autorités chinoises ont montré leur volonté d'éviter un effondrement :** la Banque populaire de Chine a injecté 460 milliards de renminbis (71 milliards de dollars) en liquidités à court terme dans le système bancaire au cours des cinq derniers jours ouvrables et le gouvernement pourrait intervenir dans le processus de restructuration, empêchant Evergrande de faire défaut de manière désordonnée. Pour autant, les autorités ont également signalé clairement au marché leur volonté de **mettre un terme à la spéculation immobilière et la nécessité de désendetter le secteur.** Ce processus risque d'être chaotique. En effet, l'immobilier étant un secteur à haute intensité de capital, une baisse du niveau d'endettement se traduira par une forte réduction des volumes. Nous pensons donc que le secteur sera sous pression à court terme, même si à moyen terme le processus de désendettement devrait être bénéfique.
- **Evergrande est un signal d'alarme pour les investisseurs et nous rappelle que le système compte des secteurs fortement endettés,** dans lesquels les valorisations sont en ébullition. **À terme, il est probable que des problèmes d'endettement refassent surface, exigeant une attention accrue sur la sélection des crédits dans tous les domaines.**
- **Les répercussions sur la croissance sont significatives :** le ralentissement de l'immobilier est l'un des facteurs négatifs à l'origine de notre révision à la baisse des prévisions du PIB chinois. L'activité dans le secteur est rapidement en train de se tasser et la pression sur les liquidités restera élevée en l'absence de changement de politique. De manière plus générale, **les données relatives à l'activité en Chine ont largement surpris à la baisse au troisième trimestre, l'export étant la seule exception.** Le durcissement des politiques, les restrictions volontaires (tolérance zéro face au Covid-19, décarbonisation, réductions de la production, rationnement de l'électricité) et la pénurie mondiale de semi-conducteurs ont contribué à ce ralentissement. Nous n'anticipons plus le retour de la croissance à la tendance au quatrième trimestre 2021. **Nous tablons sur une croissance moyenne du PIB réel de 8,3 % en 2021, contre 8,7 % précédemment et de 4,9 % en 2022, contre 5,4 % précédemment.** Les perspectives de consommation restent difficiles à quantifier, compte tenu de la faiblesse de la demande et du désendettement en cours. Le ralentissement de la Chine par rapport à ses principaux partenaires commerciaux doit être surveillé de près.
- **Conséquences plus générales sur les investissements :** nous prévoyons une **accentuation de la volatilité sur les marchés mondiaux dans les mois à venir, celle-ci n'étant pas uniquement le fait de la Chine.** En effet, les négociations en cours sur le plafond de la dette américaine et la montée en flèche des prix de l'énergie en Europe sont autant de sources d'incertitude supplémentaires. **Tous ces phénomènes interviennent à**

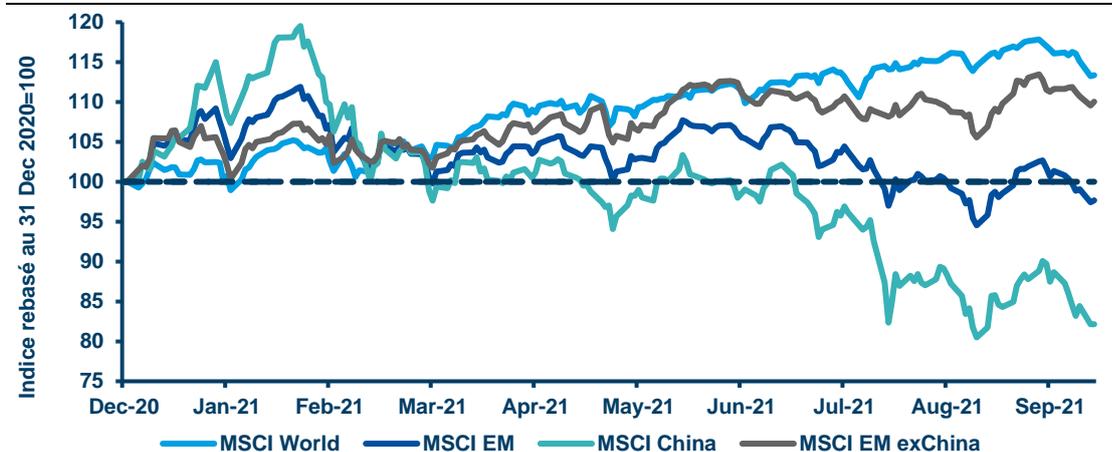
*un moment où les valorisations des marchés financiers sont tendues. Nous pensons donc qu'en ce moment la neutralité est de rigueur en termes d'allocation des risques et qu'il convient de renforcer la surveillance des secteurs susceptibles d'être impactés par effet de contagion (comme les obligations asiatiques à haut rendement ou les prix des matières premières liés à la construction). De manière générale, bien que la perception du risque chinois reste élevée à court terme, **nous restons constructifs vis-à-vis des actifs chinois sur le long terme pour des raisons structurelles** (rééquilibrage de la croissance vers la demande intérieure, montée en puissance des secteurs stratégiques, internationalisation et rayonnement mondial du renminbi).*

« Nous pensons que le gouvernement chinois pourrait intervenir dans le processus de restructuration, empêchant un défaut désordonné d'Evergrande. »

### Evergrande : pas de risque systémique, mais un point de vigilance

Au cours des dernières semaines, les marchés financiers ont été secoués par la saga Evergrande (le deuxième plus grand promoteur immobilier de Chine) qui rencontre des difficultés à assurer le service de son énorme dette (l'entreprise doit rembourser quelque 7,4 milliards au titre d'obligations arrivant à échéance en 2022). Cette situation a eu un impact sur les marchés financiers mondiaux, poussant les valorisations des actions à la baisse et la volatilité à la hausse (l'indice VIX a atteint un pic intrajour de 28,8 le 20 septembre 2021).

### Performances des marchés actions en cumul annuel



Source : Amundi, Bloomberg. Données au mercredi 22 septembre 2021.

La menace que représente une restructuration de cette envergure pèse sur les marchés asiatiques du crédit, poussant les obligations d'autres entreprises du secteur immobilier à se négocier à la baisse, tandis que l'exposition du système bancaire au secteur immobilier a diminué (les prêts au secteur immobilier sont passés de 37 % en 2016 à 26 % en 2021) limitant les répercussions des problèmes de l'immobilier sur les banques.

Au moment de la rédaction de cet article (24 septembre 2021), la situation semble s'être quelque peu calmée, car Evergrande a procédé au paiement des intérêts d'une obligation nationale le 22 septembre. Toutefois, un autre paiement d'une valeur de 83,5 millions de dollars était attendu le 23 septembre sur son obligation en dollars à cinq ans. Le non-respect de cette échéance dans les 30 jours peut entraîner un défaut formel. En même temps, la PBoC a injecté des liquidités dans le système bancaire, apaisant les craintes de contagion imminente par le promoteur immobilier. En tout état de cause, ces événements confirment ce que le marché anticipait depuis un certain temps : **Evergrande va devoir restructurer sa dette**. Les autorités chinoises ont prouvé leur détermination à réduire les risques financiers. Elles ont interrompu leur mouvement de resserrement et nous pensons qu'elles surveillent de près la situation et qu'elles pourraient finalement **prendre des mesures de soutien pour assurer la stabilité du marché et prévenir tout risque systémique**.

**Le cas d'Evergrande démontre la volonté de Pékin de poursuivre sa politique de réduction des risques financiers et de diminution de l'endettement du secteur du logement**. L'ampleur des pertes que subiront les investisseurs reste incertaine. Toutefois, la réévaluation des prix, en cours depuis un certain temps, permet aux marchés de s'adapter. Nous pensons donc que l'effet de contagion peut être contenu et que le gouvernement chinois s'est montré capable de prendre les mesures nécessaires pour préserver la stabilité de ses marchés. Nous pensons que le gouvernement pourrait intervenir dans le processus de restructuration, empêchant un défaut désordonné d'Evergrande. L'entreprise prépare un plan de réorganisation et profite de ce laps de temps pour vendre ses actifs non essentiels.

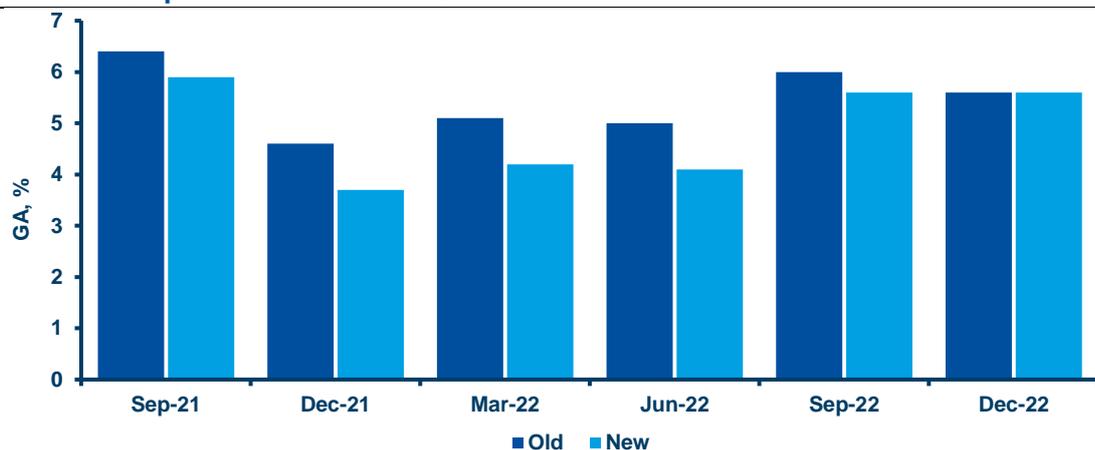
### Conséquences sur les perspectives de croissance de la Chine

**Le ralentissement du secteur du logement est l'un des facteurs négatifs à l'origine de notre révision à la baisse de la croissance chinoise**. L'activité dans ce secteur est rapidement en train de se tasser et la pression sur les liquidités restera élevée dans le secteur

« **Nous tablons désormais sur une croissance moyenne du PIB réel de 8,3 % en 2021, contre 8,7 % précédemment et de 4,9 % en 2022, contre 5,4 % précédemment.** »

en l'absence de changement de politique. De manière plus générale, les données relatives à l'activité ont largement surpris à la baisse au troisième trimestre, l'export étant la seule exception. Le durcissement des politiques, les restrictions volontaires (tolérance zéro face au Covid-19, dé-carbonisation) et la pénurie mondiale de semi-conducteurs ont contribué à ce ralentissement. **Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance** et ne nous attendons plus à ce que la croissance séquentielle retrouve sa tendance au quatrième trimestre 2021, en raison du ralentissement du logement et des réductions de production liées à la dé-carbonisation. **Nous tablons désormais sur une croissance moyenne du PIB réel de 8,3 % en 2021, contre 8,7 % précédemment et de 4,9 % en 2022, contre 5,4 % précédemment.**

### Croissance prévisionnelle de la Chine



Source : Amundi Research. Données au mercredi 22 septembre 2021.

Nous attendons 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 également un certain ajustement de la politique de tolérance zéro pour faciliter les déplacements intérieurs au début de 2022, ce qui devrait réduire la pression sur le secteur des services. Nous pensons en outre que la croissance du crédit atteindra son plus bas et se stabilisera au quatrième trimestre. Les conditions de crédit vont s'assouplir. Enfin, la PBoC soutiendra la croissance en maintenant des liquidités interbancaires souples et pourrait même abaisser à nouveau le ratio des réserves obligatoires (RRR) en octobre.

### Conséquences en matière d'investissement

**Nous pensons que la contagion au reste du marché devrait être limitée, même si une certaine volatilité pourrait se manifester dans les mois à venir. Nous pensons que la situation d'Evergrande ne présente pas de risque systémique pour les marchés financiers.** Toutefois, les marchés financiers sont tendus, ce qui justifie une grande vigilance de la part des investisseurs, notamment sur les segments susceptibles d'être touchés par les effets de contagion, comme les obligations à haut rendement des pays émergents, en particulier celles des émergents d'Asie (le secteur de l'immobilier représente environ 50 % de l'indice BofA). Nous estimons que les émetteurs moins bien notés (en particulier ceux notés B) sont les plus touchés par le resserrement des liquidités et les événements liés à Evergrande. La pénurie de financement, l'incertitude concernant les ventes d'actifs et le ralentissement de la croissance sur le marché physique peuvent déclencher quelques défauts dans le secteur, mais, à ce stade, nous n'anticipons pas de défaillance de promoteurs de premier plan.

**Evergrande n'est pas le seul problème auquel les marchés financiers mondiaux sont confrontés aujourd'hui** (par ex. plafond de la dette américaine, prix de l'énergie en Europe, évolutions géopolitiques) et **nous pensons donc qu'une exposition neutre au risque est de mise pendant cette phase.** De plus, la Chine est confrontée à d'autres défis macroéconomiques à court terme, ce qui devrait inciter le gouvernement à assurer une résolution ordonnée de cet événement perturbateur. Étant donné que le gouvernement chinois exige une certaine responsabilité financière de la part de ses entreprises, l'impact sur la

« **Nous pensons que la contagion au reste du marché devrait être limitée, même si une certaine volatilité pourrait se manifester dans les mois à venir.** »

durabilité des marchés du crédit en Chine devrait être positif à long terme. De manière générale, bien que la perception du risque chinois soit actuellement élevée, **nous restons constructifs vis-à-vis des actifs chinois pour des raisons structurelles** (rééquilibrage de la croissance vers la demande intérieure, montée en puissance des secteurs stratégiques, internationalisation et rayonnement mondial du renminbi).

## 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](http://www.amundi.com)



### Définitions

- **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.
- **VIX** : le VIX est l'indice de volatilité du CBOE. L'indice VIX est une mesure des anticipations du marché en matière de volatilité à court terme du S&P 500 (actions américaines).

### 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 base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'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 (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. ([www.msclub.com](http://www.msclub.com)). Dans l'Union européenne, ce document s'adresse uniquement aux investisseurs « professionnels » tels que définis dans la Directive 2014/65/CE 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.

Ce document est communiqué à titre purement informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou d'un quelconque autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. En outre, rien dans ce 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 **jeudi 23 septembre 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, d'une prévision ou prédiction. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques 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 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 pourra en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, immatériel ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, pour perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **vendredi 24 septembre 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](http://www.amundi.com).

### Directeurs de la publication

**Pascal BLANQUÉ**

*Directeur des Gestions*

**Vincent MORTIER**

*Directeur Adjoint des Gestions*