

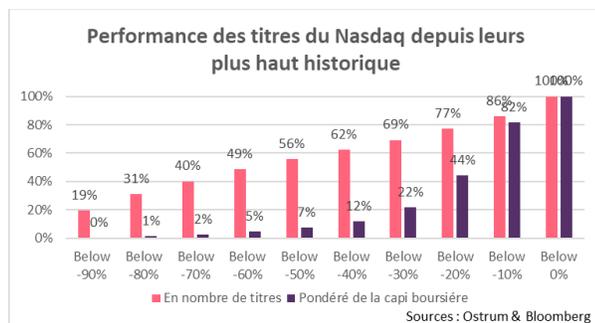
## ● Le thème de la semaine : Chine 2022 : dans les « yeux du tigre ».

- La « prospérité commune » a eu comme effet immédiat un ralentissement de l'activité et des distorsions sur les marchés financiers chinois en 2021 ;
- La priorité pour 2022 est la sta-bi-li-té, qui devrait se traduire par des politiques économiques pro-croissance et des actions réglementaires moins agressives, sauf pour le secteur immobilier ;
- Les marchés financiers chinois devraient être moins volatils en 2022, mais le risque immobilier devrait continuer de peser sur le sentiment des investisseurs ;
- Le principal défi pour la Chine est démographique, car il menace le statut du pays comme puissance mondiale ;
- La Chine compte sur l'intégration de sa population rurale, afin d'élargir sa classe moyenne et augmenter la productivité d'un travail.

## ● La revue des marchés : La Fed siffle la fin de la partie

- Powell annonce une hausse en mars, puis la réduction du bilan ;
- Volatilité extrême sur les actions ;
- Les taux américains oscillent fortement, pression à l'aplatissement ;
- Le high yield continue de s'écarter.

## ● Le graphique de la semaine



Plus de la moitié des valeurs du Nasdaq, 56 % pour être précis, ont perdu 50 % ou plus par rapport à leur plus haut historique. Ces valeurs ne représentent néanmoins que 7 % de la capitalisation boursière de l'indice.

Ceci explique que, malgré la correction très marquée pour une grande majorité de valeurs, l'indice a plutôt bien tenu en comparaison. Il reste porté à bout de bras par les quelques « méga-cap » qui ont beaucoup mieux résisté.

Il n'en demeure pas moins que la correction des excès est en cours et que la dispersion des performances est très marquée.

## ● Le chiffre de la semaine

# 6,2 %

Source : Ostrum AM

Le drawdown (drawdown = perte depuis le précédent plus haut historique) actuel d'un portefeuille de Bund avec maturité 7 à 10-ans. C'est le troisième pire depuis le lancement de l'Euro en 1999.



**Stéphane Déo**

Head of markets strategy  
stephane.deo@ostrum.com



**Axel Botte**

Stratège international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**

Stratège pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguénès**

Stratège pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

• **Thème de la semaine**

## Chine 2022 : dans les « yeux du tigre »

**Les actions réglementaires agressives, mises en place en 2021 dans le cadre de la « prospérité commune », ont provoqué un ralentissement de l'activité. Cela pose un dilemme pour Xi Jinping qui s'apprête à briguer un troisième mandat à la tête du pays. Les politiques économiques sont devenues pro-croissance, afin d'éviter que la crise immobilière se transforme en crise économique et financière. Cependant, le défi majeur pour la Chine est le piège démographique.**

## 2021 : une année de politiques agressives

### La Chine régule les nouveaux secteurs économiques

Les actions réglementaires menées par les régulateurs chinois ont pour but de rectifier une absence ou un manque de régulation dans les nouvelles industries et secteurs. Des risques financiers commençaient à apparaître, mais la pandémie de Covid-19 avait retardé la mise en place de nouvelles réglementations. Les autorités chinoises ont donc profité de l'embellie conjoncturelle sur la première partie de l'année 2021 pour engager ces actions.

Ainsi, le premier secteur à avoir été touché de plein fouet par ces actions a été celui des fintech. En novembre 2020, le régulateur boursier chinois avait annulé l'introduction en bourse de Ant Group, le géant du paiement en ligne, d'un montant inédit de 34 milliards de \$ ! Le développement de services financiers à l'extérieur du secteur bancaire préoccupe les autorités chinoises qui craignent de perdre le contrôle. Les entreprises qui se financent en ligne doivent être mieux encadrées, afin d'éviter un risque financier qui menacerait la stabilité du système bancaire-financier et sociale du pays.

Tout au long de l'année 2021, des actions réglementaires sans précédent ont été menées contre le secteur. Des centaines d'entreprises ont été condamnées à des amendes de plus de 3 milliards de dollars et des applications ont été retirées des magasins. Cela s'est suivi d'une série de règles

et de directives antitrust appliquées aux plateformes de commerce électronique, aux fournisseurs de médias sociaux et aux services de diffusion en direct. Le cadre réglementaire d'Internet va donc changer, car la digitalisation est aussi au cœur de la stratégie du développement économique chinois.

Cependant, derrière cette répression réglementaire contre le secteur technologique se cache un changement de paradigme de la politique économique chinoise : celui de la « prospérité commune ».

### « La prospérité commune »

L'objectif de ces actions réglementaires est également de casser les monopoles.

« Être riche ensemble » est désormais la nouvelle priorité du parti communiste chinois qui met fin à « la prospérité modérée », objectif de l'ancien dirigeant suprême Deng Xiaoping, atteinte grâce aux réformes de marché, à l'ouverture de l'économie chinoise, aux réformes partielles mises en place au cours des quarante dernières années.

Désormais, la croissance chinoise doit être plus sociale et plus égalitaire. Pour cela, d'autres actions réglementaires ont également été menées dans les secteurs de l'éducation (l'enseignement privé), des jeux en ligne et de l'immobilier.

La flambée des prix a poussé les jeunes familles chinoises en dehors des grandes villes. Les prix de l'immobilier sont 13,4 fois supérieurs au revenu annuel moyen dans les 50 premières grandes villes chinoises. Pour Pékin, ce taux est de 36,6 fois supérieur ! À titre de comparaison, ces multiples sont de l'ordre de 5 aux États-Unis. Le secteur de l'immobilier consomme beaucoup de capital, ainsi que des matières premières, et donc élargit les inégalités de revenus en augmentant le coût de la vie.

## Le ralentissement économique pose un dilemme à Xi Jinping

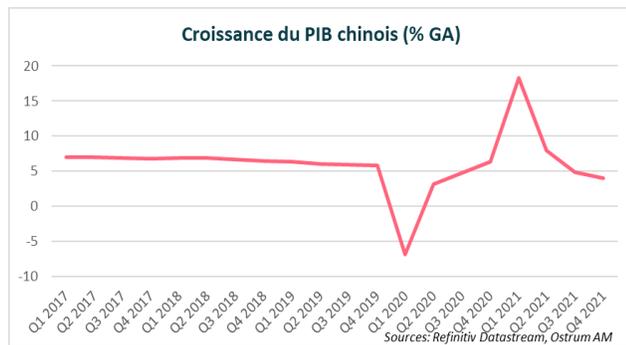
Toutes ces mesures, pour lutter contre les inégalités de revenus, s'inscrivent dans une stratégie de long terme qui vise à rendre plus équilibrée et plus soutenable la croissance chinoise. Cependant, elles engendrent des distorsions fortes sur l'activité et sur les marchés financiers chinois, posant un dilemme pour Xi Jinping qui s'apprête à briguer un troisième mandat à la tête du pays.

### Effet immédiat de « la prospérité commune » : le ralentissement économique

L'effet immédiat de l'objectif de « prospérité commune » a

été un ralentissement de l'activité chinoise sur la seconde partie de l'année 2021, exacerbé par la résurgence d'un nouveau virus, le ralentissement du marché de l'immobilier et la crise énergétique.

Ainsi, sur le dernier trimestre 2021, la croissance du PIB a été de 4 % en glissement annuel, alors qu'elle était de 8,1 % sur l'année.



La croissance chinoise en 2021 a donc dépassé l'objectif de 8 %, fixé par les autorités. Cependant, ce chiffre reflète un effet rattrapage par rapport à l'année 2020 où la croissance du PIB n'était que de 2,3 %, pénalisée par la pandémie. Lors de ses perspectives économiques de janvier 2022, le Fond monétaire international a revu à la baisse sa prévision de croissance pour l'économie chinoise à 4,8 %, soit - 0,8 ppt par rapport à sa prévision d'octobre 2021. Cela tient en partie au ralentissement du secteur immobilier, ainsi qu'à la politique de tolérance zéro vis-à-vis du Covid-19, qui pénalise la consommation des ménages.

L'économie chinoise devra donc faire face à de nombreux défis en 2022, en particulier gérer sa crise immobilière, afin qu'elle ne se transforme pas en crise économique et financière.

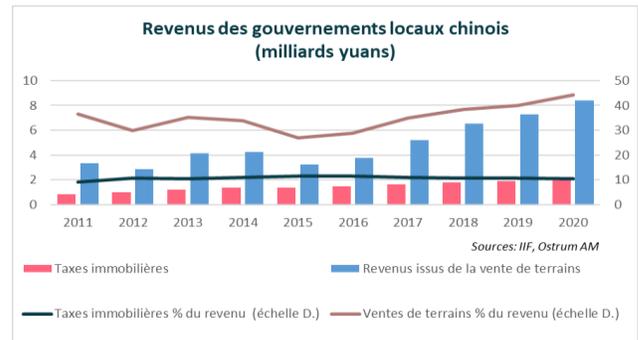
**L'immobilier : le principal risque pour la croissance chinoise en 2022**

L'immobilier, qui a été l'un des principaux moteurs de la croissance chinoise, pose désormais un risque sur les perspectives. Or, les actions réglementaires sur le secteur ne sont pas nouvelles. Depuis 2016, la Chine a resserré sa politique du logement, car « les maisons sont faites pour y vivre et non pour la spéculation ».

La crise immobilière chinoise impacte l'immobilier résidentiel. Son poids dans le PIB chinois a doublé sur les 20 dernières années pour atteindre 14,5 % du PIB. C'est aussi le secteur le plus connecté à l'économie chinoise, car de nombreux autres secteurs lui sont liés (acier, ciment et fournitures d'ameublement). L'immobilier est également une importante source de travail, puisqu'il représente 20 % des emplois en Chine. C'est aussi 1/3 des investissements

chinois.

Le ralentissement du secteur pose principalement un risque pour les gouvernements locaux. L'immobilier représente plus de la moitié de leurs revenus, comme le montre le graphique ci-dessous.



Les ventes de terrains représentent 44,3 % de leurs revenus et les taxes foncières 10,4 %. Ces revenus sont essentiels pour financer les services locaux, tels que les soins de santé, l'éducation, la police, les infrastructures, l'embellissement de la ville et plus encore.

Ainsi, le ministre des Finances avait clairement indiqué que la collecte et l'utilisation des taxes foncières se feront par les gouvernements locaux. Cependant, le gouvernement central décidera des zones pilotes pour la mise en place de la « réforme de la taxe foncière ». Le but de cette réforme est de créer une source de revenus alternative pour les gouvernements locaux, afin de réduire leur dépendance aux revenus issus de la vente de terrains et de compenser la perte de revenus qui en résulte.

Les actions réglementaires visant le secteur devraient continuer en 2022. Cependant, le risque immobilier sur l'économie chinoise paraît contenu. En effet, le taux d'urbanisation est de 64,7 % en 2021, ce qui est faible par rapport aux autres pays avancés où ce taux est supérieur à 80 %. L'urbanisation devrait se poursuivre, car 35,3 % de la population chinoise demeure encore rurale. L'urbanisation permettrait à la Chine de créer une classe moyenne plus large et plus prospère et qui serait capable d'absorber le choc fiscal à venir lié au vieillissement de sa population.

**Les difficultés économiques amènent les jeunes chinois à se poser la question d'une alternative politique**

Le nouveau paradigme de « prospérité commune » répond aussi à une perception du régime différente de la part des jeunes chinois par rapport à leurs aînés. Pour la personne âgée, le parti communiste chinois c'est l'essor économique

qui s'est accompagné de l'amélioration de son niveau de vie et de la fin de la pauvreté. La Chine a officiellement tiré près de 800 millions de personnes de l'extrême pauvreté depuis la mise en place des réformes et d'ouverture économique, il y a quarante ans. Pour les jeunes, c'est la censure, la stagnation économique, la hausse d'impôts. Et les jeunes chinois se posent une question : N'y a-t-il pas une alternative ?

## La priorité de 2022 est la sta-bi-li-té !

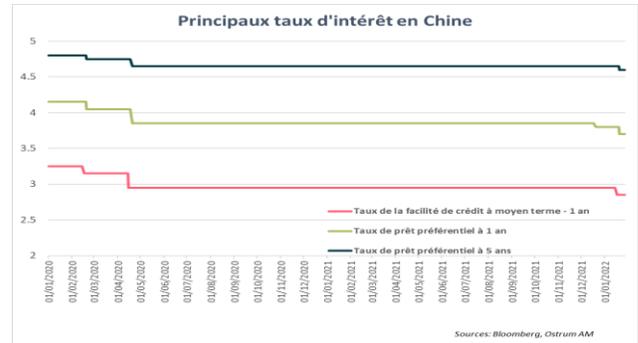
Les autorités chinoises ont clairement indiqué un virage pro-croissance de la politique économique pour 2022. Cependant, étant donné l'objectif de croissance fixé à 5 % pour l'année 2022, les stimuli économiques ne devraient pas être de très grande ampleur. Le but est uniquement de stabiliser l'activité, afin d'éviter d'exacerber les déséquilibres macroéconomiques existants.

### Un virage pro-croissance des politiques économiques en 2022

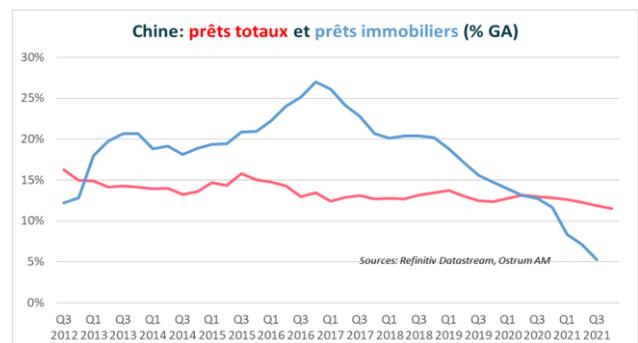
La politique monétaire avait déjà amorcé ce virage sur la deuxième partie de l'année 2021. Le taux de réserves obligatoires des banques a été baissé deux fois en juillet et décembre 2021. La Banque centrale chinoise (PBoC) et le régulateur ont également encouragé les banques à octroyer des crédits aux promoteurs immobiliers, afin de faciliter les fusions et acquisitions dans le secteur et éviter ainsi un risque financier systémique.



Face aux pressions baissières sur l'activité en ce début d'année, la Banque centrale chinoise a assoupli davantage sa politique monétaire. Pour la première fois depuis avril 2020, le taux de la facilité de crédit à moyen terme a été abaissé de 10 pnb à 2,85 %. Cette décision a été suivie dans la même semaine par la baisse du taux directeur, le taux préférentiel de prêt à 1 an à 3,7%, contre 3,8 % auparavant, et celui à 5 ans à 4,65 %, contre 4,6 %.



Cependant, baisser les taux d'intérêt ne suffit pas à soutenir la croissance du crédit. En effet, celle-ci a été faible tout au long de l'année 2021, pour atteindre 11,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre. Ceci est en grande partie lié au net ralentissement des prêts immobiliers, comme le montre le graphique ci-dessous.



La PBoC devrait donc élargir sa palette d'outils, afin de mieux cibler le secteur immobilier, car il est difficile de soutenir la croissance du crédit en pleine crise immobilière.

La politique monétaire chinoise repose également sur le taux de change. Le but est de stabiliser le taux de change du yuan, notamment vis-à-vis du dollar, dans un contexte de resserrement de la politique monétaire américaine. Le yuan est fort. Depuis son point bas du 27 mai 2020, le yuan s'est apprécié de 11,5 % par rapport au dollar et à son panier de devises (indice CFETS). Ainsi, le taux de réserves obligatoires pour les dépôts en devises étrangères a été relevé, afin de freiner l'appréciation du yuan. La PBoC pourrait laisser s'affaiblir le yuan pour soutenir les exportations chinoises. Plus la Fed resserra, plus la PBoC assouplira sa politique monétaire, en soutien à l'activité.

La politique budgétaire devrait également être accommodante en 2022. Le resserrement de la réglementation dans l'immobilier a mis à mal les finances publiques des gouvernements locaux. Ces derniers ont été incités à utiliser les fonds levés en 2021, grâce à la vente de terrains et d'obligations spéciales des administrations locales, pour financer des projets d'infrastructures, notamment dans le secteur des transports et de l'énergie. Cela devrait soutenir l'investissement.

### Des actions réglementaires moins agressives qu'en 2021, mais qui continueront pour le secteur de l'immobilier

Stabiliser l'activité signifie également moins d'actions réglementaires aussi agressives que celles mises en place en 2021. Cependant, ces actions continueront dans le secteur de l'immobilier, à l'image de la destruction par le promoteur immobilier Evergrande de 39 bâtiments dans la ville de Dhanzhou. Le but est de procéder au désendettement du secteur qui avait commencé en 2018. Il est donc probable que les entreprises immobilières soutenues par l'État prennent le contrôle de celles qui sont plus fragilisées financièrement, afin d'enrayer le risque systémique.

## Le principal défi de la Chine est démographique

Jamais un pays auparavant n'avait été touché par le vieillissement de sa population à un stade où son développement économique n'est pas assez avancé. Cela pourrait remettre sérieusement en question le statut et la montée en tant que grande puissance mondiale de la Chine.

### L'échec de la politique démographique

La croissance de la population chinoise s'est arrêtée en 2021, selon les récentes données nationales. Elle n'a été que de 0,03 % en 2021, pour une population de 1,4126 milliards d'habitants, la plus faible croissance depuis les années 1960.

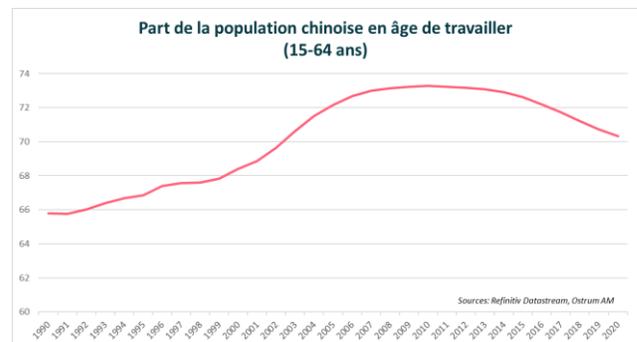
La Chine a enregistré 10,62 millions de naissances en 2021, contre 12 millions l'année précédente. En 1950, la population chinoise était de 551 960 millions, soit près de 40 % de la population actuelle. Pire, il naît aujourd'hui en Chine moins d'enfants que durant la politique de l'enfant unique mise en place en 1979 ! Ces données récentes confirment les résultats du recensement de 2020, qui avait conduit les autorités à assouplir davantage la politique de natalité en augmentant la limite à 3 enfants. Cela fut en vain et traduit l'échec de la politique démographique chinoise.

Les freins à la natalité sont nombreux en Chine. Le coût de l'éducation est élevé, notamment les frais de scolarité à l'université. D'autre part, les enfants « uniques » ont grandi

et ils doivent à la fois soutenir le coût financier de leur(s) enfant(s), ainsi que celui des parents vieillissants qui touchent de maigres retraites. Cela explique également la faiblesse de la consommation chinoise par rapport au taux d'épargne qui est élevé.

L'économiste chinois Ren Zeping avait provoqué récemment un tollé sur les réseaux sociaux, en exhortant la Banque centrale chinoise à imprimer 2 000 milliards de yuans (314 milliards de dollars) pour encourager la naissance de 50 millions de bébés au cours des 10 prochaines années ! Ses déclarations ont depuis été supprimées...

Cependant, le changement dans la structure de la population est le plus préoccupant. La part de la population en âge de travailler (hors travailleurs migrants), continue sa baisse amorcée en 2012, comme le montre le graphique ci-dessous.



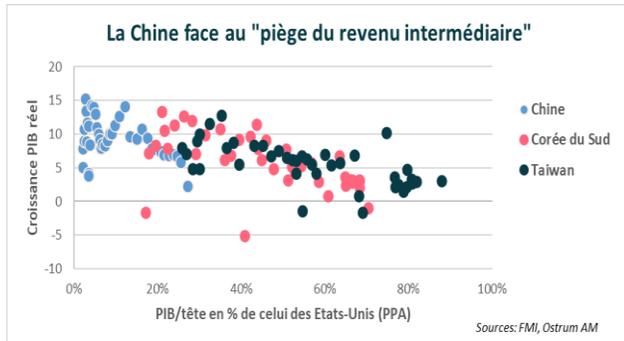
Après avoir atteint un pic en 2010 à 73,2 %, la part de la population des 15-64 ans a baissé pour atteindre 70,3 % en 2020. Les problèmes démographiques compliquent ceux évoqués dans la partie précédente. Une population plus âgée signifie moins d'épargne, moins d'investissement, moins de consommation, et donc moins de croissance économique.

### « La Chine risque d'être vieille avant d'être riche »

La Chine n'est pas la seule à être confrontée à des problèmes démographiques, mais le rythme est un des plus rapides, aggravés par son statut d'économie en voie de développement. « La Chine risque donc d'être vieille avant d'être riche », c'est-à-dire qu'elle risque de tomber dans « le piège du revenu intermédiaire »<sup>1</sup>. Le graphique ci-dessous illustre bien la problématique démographique de la Chine.

<sup>1</sup> Ce terme désigne généralement des pays qui ont connu une croissance rapide et ont donc atteint rapidement le statut d'économie à revenu intermédiaire, mais qui n'ont pas réussi à surpasser cette fourchette de revenus pour rattraper davantage les

pays développés et atteindre le statut d'économie à revenu élevé. Ce blocage s'accompagne aussi d'un ralentissement de la croissance.



Par rapport à la Corée du Sud et Taiwan, la Chine n'a pas encore convergé autant vers les États-Unis, puisque son PIB/tête représente 27,1 % du niveau américain. La Corée du Sud et Taiwan ont rapidement atteint le statut de revenu élevé, car pendant que la Chine faisait sa révolution culturelle, les ingénieurs américains formaient les taiwanais et les sud-coréens dans le domaine des nouvelles technologies.

Le ralentissement de la croissance démographique, combiné à la diminution de la génération de revenus, pourraient faire de la Chine un marché moins attrayant aux yeux des investisseurs.

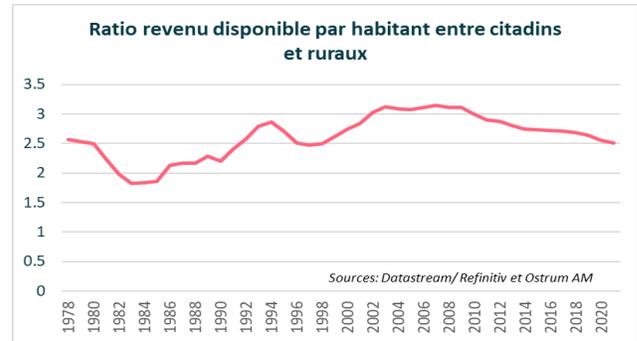
Le gouvernement chinois a proposé d'augmenter graduellement l'âge de départ à la retraite à 65 ans pour les hommes (contre 60 ans) et 60 ans pour les femmes (contre 55 ans). La campagne de lutte contre les inégalités de revenus, dans le cadre de « la prospérité commune », a réglementé le tutorat privé dans le but de réduire la charge financière des parents. Mais ces mesures ne suffiront probablement pas pour augmenter les naissances en Chine. C'est pour cela que les autorités misent sur l'augmentation de la productivité pour éviter le piège démographique.

### Le vrai défi pour la Chine est l'éducation !

Dans leur livre « La Chine invisible », Scott Rozell et Nathalie Hell explorent comment la grande disparité du capital humain entre la Chine rurale et urbaine empêche la Chine de passer d'un pays à revenu intermédiaire à un pays à revenu élevé.

L'urbanisation, qui a contribué au développement économique de la Chine sur les 40 dernières années, n'a pas permis de réduire l'écart de revenus entre urbains et ruraux qui reste encore important.

Ainsi, le ratio revenu disponible par habitant des citadins par rapport aux ruraux a augmenté entre 1978 et 2009, passant de 2,5 à 3, pour ensuite baisser à 2,5 en 2021 (graphique ci-dessous).



Cette différence de revenus a des répercussions sur l'éducation des jeunes ruraux. Pour les familles pauvres, le coût de l'école et la tentation du travail persistent encore comme des freins à l'éducation.

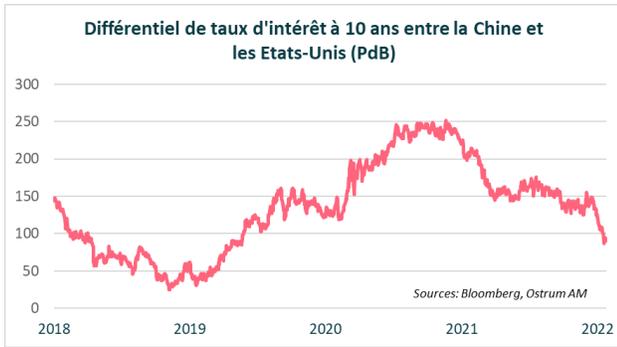
La fracture entre les citadins et les ruraux est aggravée aussi par le système de migration interne (Hukou) du pays qui lie les avantages des migrants à leur province d'origine. Ce système bloque encore les bénéfices de l'urbanisation. Selon le dernier recensement de la population, des centaines de millions de personnes sont devenues résidents urbains, mais 200 millions de personnes n'ont pas d'enregistrement local, ce qui signifie qu'elles n'ont pas le droit aux prestations locales. Cela montre le défi des autorités à intégrer ces personnes, afin d'augmenter la productivité du travail et éviter de tomber dans le piège démographique.

## Stratégie et Marchés

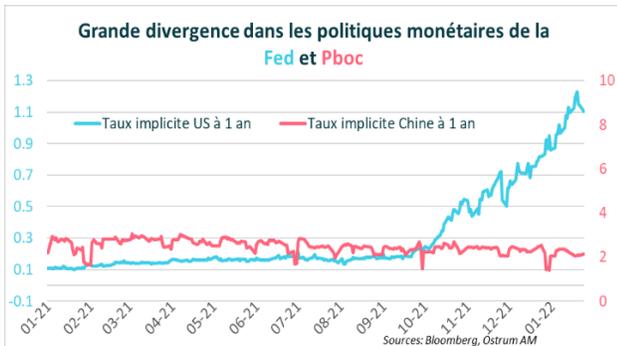
Sta-bi-li-té est le maître mot pour l'économie chinoise en 2022. Qu'en est-il pour les marchés financiers chinois ?

### Les taux d'intérêt chinois devraient être les moins volatils en 2022

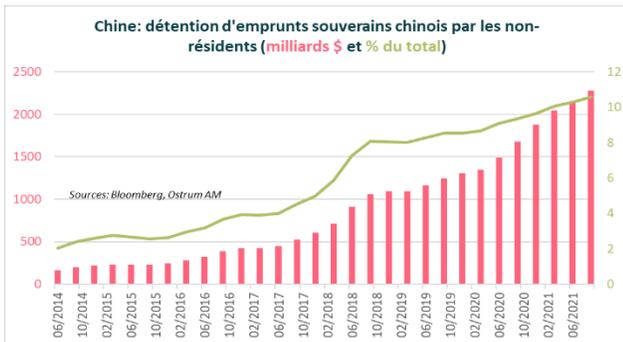
En ce début d'année, les obligations souveraines chinoises sont les seules à avoir amorcé un rallye alors que les autres places monétaires ont subi une correction, notamment aux États-Unis. La conséquence est un resserrement du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et la Chine. Ainsi, le différentiel de taux d'intérêt à 10 ans est passé sous 1 % pour la première fois depuis mai 2019, comme le montre le graphique ci-dessous.



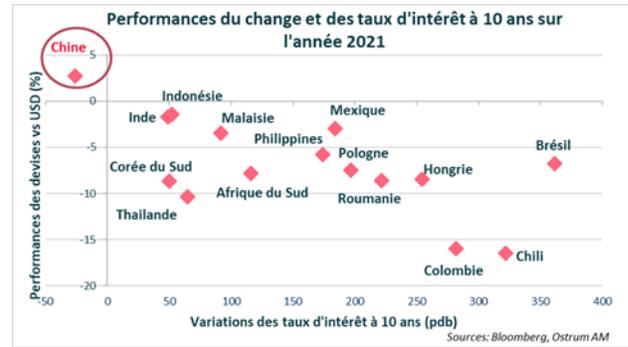
Le différentiel de taux d'intérêt devrait continuer de se réduire, à cause de la divergence des politiques monétaires entre la Chine et les Etats-Unis, comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous qui représente les anticipations des investisseurs à travers les taux implicites à 1 an.



On peut également noter l'engouement des investisseurs internationaux pour les emprunts d'État chinois. Les investisseurs étrangers détenaient 2 280 milliards de \$ d'emprunts d'État chinois au troisième trimestre 2021, soit 10,6 % du total. Cela représente une augmentation de 21 % par rapport à la fin de l'année 2020.



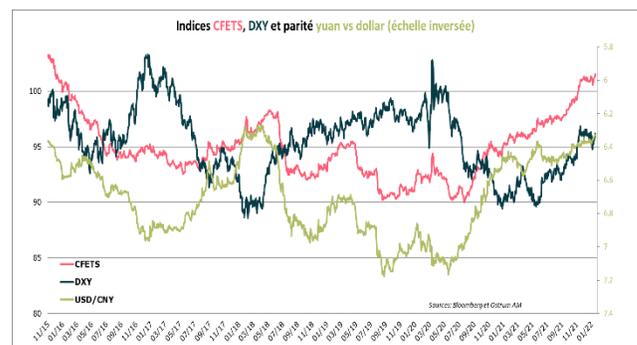
Le rôle de « valeur refuge » des obligations souveraines chinoises, dans un contexte de resserrement monétaire global, explique leur attractivité. Le graphique ci-dessous illustre bien l'idée en montrant les variations de taux locaux et les performances des devises de plusieurs pays émergents par rapport au dollar sur l'année 2021.



Le yuan et les taux locaux chinois ont été les plus stables en 2021, malgré le changement soudain de la politique économique chinoise et la hausse des taux d'intérêt américains. Le renminbi s'est apprécié de 2,69 % par rapport au dollar et le taux d'intérêt à 10 ans s'est resserré de 26 pnb. Malgré sa crise immobilière, il n'y a pas eu de sorties de capitaux sur le marché chinois. Les taux d'intérêt chinois semblent isolés de la volatilité des autres marchés, notamment américains, ce qui explique l'attrait des investisseurs dans un objectif de diversification. Plus la Fed resserra, plus la Chine assouplira, afin de soutenir sa demande domestique.

**Quid du yuan ?**

Le resserrement du différentiel de taux devrait, toutes choses égales, par ailleurs, pénaliser le yuan contre le dollar américain. Or, la devise chinoise est la devise émergente qui enregistre, depuis le début d'année, les meilleures performances contre le billet vert à plus de 3 %. La parité du yuan contre dollar a atteint un plus haut depuis 2018. Le yuan a également atteint un plus haut depuis 2016 par rapport à son panier de devises (indice CFETS), comme le montre le graphique ci-dessous.



Plusieurs facteurs expliquent l'appréciation de la devise chinoise, malgré le renforcement du dollar :

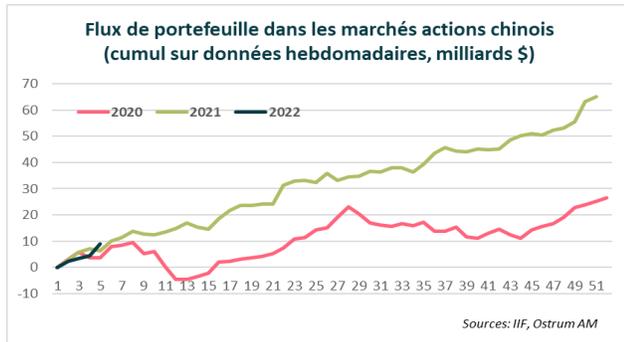
**1/ Des taux réels positifs**

C'est la principale raison qui explique l'appréciation du yuan. Le taux réel de référence (taux directeur-taux d'inflation) chinois est positif à 2,85 %, à comparer à celui des États-Unis qui est de - 6,75 %. L'inflation est faible en Chine à 1,5 % en décembre, comparée à l'accélération à 7 % aux

États-Unis.

2/ Flux vers les marchés actions, taux et exportations robustes

Nous avons déjà évoqué l'engouement des investisseurs internationaux pour les obligations souveraines chinoises. L'attrait des investisseurs est également fort pour les marchés actions chinois, malgré les actions réglementaires qui ont pénalisé de nombreux secteurs.



Le graphique ci-dessus indique que les flux de portefeuille vers les marchés actions chinois ont quasiment doublé en 2021 par rapport à 2020, pour atteindre 65 milliards de \$. Sur les cinq premières semaines de 2022, le cumul des flux de portefeuille est de 9 milliards de \$. Cette tendance devrait continuer notamment avec la création récente de la bourse des PME dirigée par Pékin, dans le but d'aider au financement de l'innovation.

On peut citer également la robustesse des exportations chinoises sur l'année 2021. La part des paiements internationaux en yuan a augmenté en décembre 2021 à 2,7 % – un plus haut depuis 2015 – et a dépassé celle du yen ! L'entrée en vigueur, en début d'année, du Partenariat régional économique global, signé en octobre 2020 avec 15 pays autour du Pacifique, devrait augmenter les transactions en yuan et favoriser l'internationalisation de la monnaie chinoise.

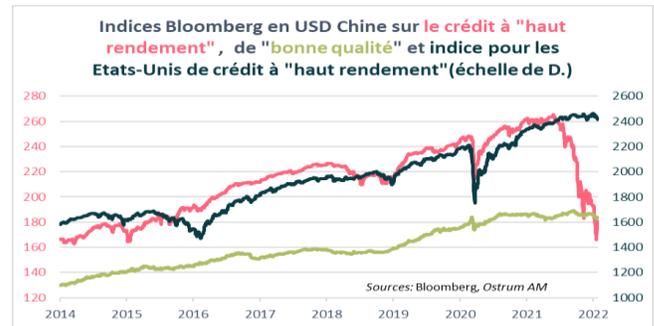
Cependant, le gouvernement chinois a plusieurs fois réitéré qu'il n'était pas à l'aise avec l'appréciation du yuan par rapport à plusieurs devises. La PBoC pourrait autoriser la devise chinoise à s'affaiblir.

**Le marché du crédit chinois devient investissable**

Comme nous l'avons évoqué dans la première partie, la campagne de désendettement vis-à-vis des promoteurs immobiliers très endettés devrait se poursuivre en 2022. Ce n'est pas si négatif que cela pour le marché du crédit chinois, car cela permet un re-pricing du risque, en rendant le marché du crédit chinois investissable.

Sur le graphique ci-dessous, on peut voir la chute spectaculaire de l'indice Bloomberg pour le crédit chinois à « haut rendement » en dollar, qui a baissé de près de 20 % sur les cinq dernières années. Cette performance est à

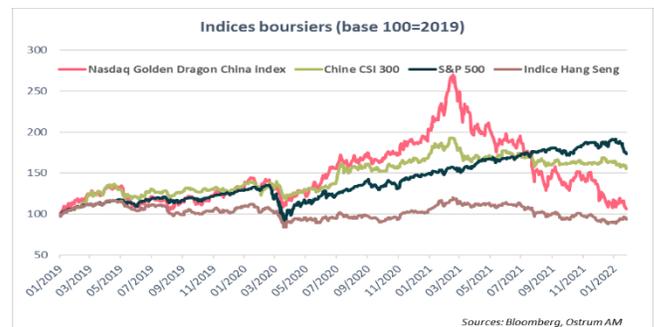
comparer avec celle du crédit chinois de « bonne qualité » de 3 %, ainsi que celle du crédit américain à « haut rendement » de 16 % (le soutien massif de la Fed post-pandémie explique en grande partie la performance).



La volatilité devrait rester élevée sur le segment du crédit à « haut rendement » en USD, même si le gouvernement chinois encourage ses promoteurs immobiliers à prendre le contrôle des privés les plus fragilisés, afin d'éviter un risque systémique. À moyen terme, le marché de crédit chinois à « haut rendement » en dollar pourrait offrir des opportunités.

**Marchés actions chinois : des valorisations attractives, mais qui devraient rester volatils à cause des craintes sur l'immobilier**

2021 a été une année tumultueuse pour les marchés boursiers « off-shore » sur fond d'actions réglementaires agressives, comme le montre le graphique ci-dessous. L'indice Nasdaq Golden Dragon China, qui représente les actions technologiques chinoises cotées aux États-Unis, a enregistré une performance de près de 180 % depuis début 2019, pour ensuite baisser de 60 % depuis son plus haut de février 2021.



Le positionnement des investisseurs et les valorisations rendent attractifs les marchés boursiers chinois. Sur l'année 2021, l'indice boursier chinois CSI 300, qui suit les plus grandes actions cotées en Chine, a sous-performé l'indice boursier américain S&P 500 de 31,1 % et l'indice boursier européen Euro Stoxx de 25,6 %. Cependant, les craintes touchant le secteur immobilier devraient continuer à peser sur les marchés actions chinois. Depuis le début de l'année 2022, l'indice CSI 300 a baissé de 4,3 %, alors que l'indice Hang Seng, qui est composé de nombreux fleurons technologiques chinois cotés à Hong Kong, a enregistré une

performance de près de 5 %. Les actions chinoises cotées à Hong Kong, très malmenées en 2021 (-14,1 %), apparaissent attractives.

## Conclusion

2022 devrait être une année moins volatile, aussi bien sur le plan économique que sur les marchés financiers chinois. La priorité des autorités chinoises est la stabilité, à la fois économique, mais également financière. Pour cela, le caractère accommodant des politiques économiques devrait être renforcé, afin de limiter l'impact du ralentissement de l'immobilier sur la croissance. L'année 2022 est aussi une année importante pour Xi

**Jinping qui se prépare à briguer un troisième mandat à la tête du pays. Le vieillissement rapide de la population chinoise accentue les problèmes actuels, menaçant de remettre en cause le statut et la montée en puissance de la Chine comme puissance mondiale. Ainsi, les autorités devraient accélérer l'intégration de la population rurale, la « Chine invisible », dans le processus économique, afin d'élargir sa classe moyenne et augmenter la productivité du travail pour ne pas tomber dans le piège du revenu « intermédiaire ». Le tigre chinois devra sauter le mur des obstacles à son essor.**

Zouhoure Bousbih

## • La revue des marchés

# La Fed siffle la fin de la partie

## Powell insiste : la situation actuelle requiert une approche différente

La décision de la Fed a engendré de forts mouvements sur les marchés. La hausse des taux s'accompagne d'un net rebond du dollar contre toute devise, d'un nouvel aplatissement de la courbe, d'une hausse de la volatilité des actions et des tensions sur les spreads, en particulier sur le high yield.

Le communiqué du FOMC, aride et succinct par rapport à décembre, ne laissait pas présager le durcissement du discours de Jerome Powell durant la conférence de presse. Certes, les Fed funds sont nuls et l'assouplissement quantitatif ne se terminera que début mars, mais cette politique est évidemment à contre-temps d'une économie revenue au plein emploi et dont la croissance nominale s'établit à 11,7 % sur l'année écoulée. Selon la plupart des indicateurs, le marché du travail américain est très tendu. Cette situation aggrave les contraintes d'offre apparues au redémarrage de l'économie mondiale, il y a bientôt 18 mois. La Fed a longtemps nié le risque inflationniste, tablant sur sa disparition rapide. Il est désormais au centre de sa réflexion. Le retrait du stimulus monétaire va donc s'accélérer. Le nombre et l'amplitude des hausses de taux à venir restent à déterminer, mais l'inclination des banquiers centraux est clairement restrictive. Le gradualisme du passé, incompatible avec une inflation supérieure à 7 %, est abandonné. Les banquiers centraux ont sans doute intérêt à instiller de l'incertitude sur la séquence monétaire, afin de restaurer une prime de risque. Ainsi, si une hausse de 25 pb est acquise en mars, la probabilité d'un mouvement de 50 pb est évaluée à 20 % par les marchés. La taille du bilan est l'autre levier monétaire à disposition de la Fed. Les modalités seront discutées lors des deux prochains FOMC, avant une mise en œuvre probable en juin. Si Powell ne semblait pas inquiet de l'aplatissement, compte tenu de la bonne santé actuelle des banques, la réduction du bilan devrait cependant freiner, sinon inverser, cette dynamique. Les ventes d'actifs semblent néanmoins exclues, de sorte que la réduction du bilan sera limitée à un montant fixe inférieur à l'amortissement passif de son portefeuille. Cet aspect de la stratégie monétaire se veut beaucoup plus prévisible que la trajectoire des taux. Cela étant, sans ventes actives, les détentions de MBS se réduiront très lentement. Ce point reste à éclaircir.

La posture de la BoC est similaire. Une première hausse paraît certaine dès le mois de mars et la réduction du bilan de la BoC s'ensuivra rapidement. L'inflation est élevée à 4,8 % et le message est clair : un cycle de hausses multiples va s'engager. À ce sujet, la forte proportion d'emprunts hypothécaires à taux variables sera un point d'attention,

mais les prix du logement excessifs laissent peu de place au doute quant à la direction des taux canadiens.

Sur le plan conjoncturel, l'économie américaine a connu en 2021 sa plus forte croissance depuis 1984. Le quatrième trimestre affiche une croissance annualisée de 6,9%. Le restockage est prédominant avec une contribution de près de 5 pp. La consommation s'est accélérée, malgré un rebond limité des dépenses en biens durables. En dépit du virus, la demande de services s'est révélée solide. L'investissement en structures est en berne ; en revanche l'investissement des entreprises en équipement et propriété intellectuelle est soutenu. La baisse de l'investissement logement devrait être révisée après le bon chiffre de ventes de maisons neuves.

Sur les marchés financiers, la volatilité s'est nettement accrue. C'est la conjonction des tensions internationales au sujet de l'Ukraine, de l'ampleur du resserrement monétaire annoncé par la Fed et de publications de bénéfices souffrant parfois d'un manque de perspectives. Les valeurs ayant bénéficié du confinement accusent désormais un ralentissement de leur croissance. Les marges sont sous pression et l'utilisation des capacités de production s'avère parfois insuffisante par manque d'intrants. Les indices américains ont parfois oscillé de 4 %-5 % en séance, pour terminer la semaine sur une note franchement négative. La correction du Nasdaq (- 14 % en 2022) est très large, de sorte que plus de la moitié de la cote accuse un recul de 50 %. L'activité sur les dérivés est intense, notamment sur les options de vente. En outre, les flux sortants des fonds d'actions américaines sont en partie réemployés en Europe. Ce soutien et le repli de l'euro réduisent la pression à la baisse des prix.

Parallèlement, les mouvements de taux sont considérables. Le T-note oscille entre 1,70 % et 1,90 % et l'aplatissement reste la norme. La partie longue de la courbe réagit au risque action et à la crise géopolitique, alors que le court intègre désormais 5 hausses des Fed funds cette année. Le spread 2 ans-10 ans plonge de 15 pb sur la semaine. En zone euro, le Bund (sous 0 %) demeure moins volatil que le T-note. L'inflation reste bien demandée avec le succès d'émission du 30 ans indexé français. Les spreads périphériques étaient étonnamment inertes dans l'attente de l'issue du scrutin présidentiel italien, ils se sont resserrés après le résultat du weekend. La Grèce sortira du mécanisme de surveillance des finances publiques, ce qui déblocuera 1,5 Mds € de transferts.

L'environnement de marché reste compliqué sur le crédit. L'absence de primaire et le soutien de la BCE limitent l'élargissement à 5 pb. Sur le high yield, les flux sortants des fonds et les achats de protection sur l'iTraxx Crossover contribuent à un fort élargissement des spreads (+ 25 pb). Enfin, les flux vendeurs sont les plus importants depuis septembre 2020 sur le segment du high yield en dollars.

## Axel Botte

Stratégiste international

## ● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	31-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	-0.54%	+12	+8	+8
EUR Bunds 10a	0.02%	+12	+19	+19
EUR Bunds 2s10s	54.7bp	+0	+11	+11
USD Treasuries 2a	1.19%	+22	+46	+46
USD Treasuries 10a	1.79%	+2	+28	+28
USD Treasuries 2s10s	59.6bp	-20	-18	-18
GBP Gilt 10a	1.29%	+17	+32	+32
JPY JGB 10a	0.18%	+4	-9	-7
EUR Spreads Souverains (10a)	31-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	41.25bp	0	+4	+4
Italie	127.13bp	-12	-8	-8
Espagne	72.94bp	0	-1	-1
Inflation Points-morts (10a)	31-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.1%	+14	+0	+0
USD 10a Inflation Swap	2.71%	+3	-6	-6
GBP 10y Inflation Swap	4.35%	+6	+17	+17
EUR Indices Crédit	31-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	106bp	+6	+10	+11
EUR Agences OAS	52bp	+3	+3	+3
EUR Obligations sécurisées OAS	50bp	+3	+3	+4
EUR High Yield Pan-européen OAS	353bp	+25	+33	+35
EUR/USD Indices CDS 5a	31-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	59bp	+2	+11	+11
iTraxx Crossover	287bp	+10	+45	+45
CDX IG	61bp	+1	+12	+12
CDX High Yield	345bp	+8	+53	+53
Marchés émergents	31-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	389bp	+2	+16	+20
Devises	31-janv.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.121	-1.033	-1.416	-1.4
GBP/USD	\$1.345	-0.260	-0.584	-0.6
USD/JPY	JPY 115	-1.179	-0.200	-0.2
Matières Premières	31-janv.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$91.0	\$4.7	\$13.2	16.93237336
Or	\$1 795.6	-\$47.5	-\$33.6	-1.8363
Indices Actions	31-janv.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 471	1.38	-6.20	-6.2
EuroStoxx 50	4 179	3.08	-2.77	-2.8
CAC 40	7 004	3.18	-2.09	-2.1
Nikkei 225	27 002	-2.13	-6.22	-6.2
Shanghai Composite	3 361	-4.57	-7.65	-7.6
VIX - Volatilité implicite	26.83	-10.27	55.81	55.8

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...31/01/2022

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)