

# Introduction aux obligations chinoises

## Principaux points à retenir

- Les obligations chinoises représentent désormais une part importante du marché obligataire mondial.
- La Chine offre un vaste éventail d'opportunités sur son marché offshore en hard currency, son marché offshore en devise locale « Dim Sum », et sur son marché onshore en devise locale qui connaît une expansion rapide.
- Le marché obligataire national, qui est le marché chinois le plus important, mais aussi le plus méconnu à l'international, est tourné vers les banques locales, les collectivités locales et les entreprises d'État, offrant un éventail d'opportunités différent de celui du marché obligataire offshore chinois, qui accueille de nombreuses sociétés multinationales et privées.
- Si l'impact potentiel des réformes structurelles et des nouvelles réglementations ainsi que les risques de liquidité sont préoccupants, le marché obligataire onshore chinois offre des opportunités de rendement intéressantes par rapport à la volatilité, permettant aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles sans compromettre les revenus.

Les capitaux étrangers ont joué un rôle indispensable dans l'ascension de la Chine au rang de deuxième plus grande économie du monde<sup>1</sup>. Selon nous, ils contribueront aussi grandement à la réussite de la Chine à l'avenir. Si les investisseurs connaissent bien les opportunités offertes par l'univers des actions du pays, l'évolution constante de l'univers obligataire demande que l'on s'y attarde de plus en plus.

## Définir les opportunités offertes par les obligations chinoises

Les marchés obligataires chinois se sont développés dans le sillage de l'ensemble de l'économie du pays. La croissance de l'économie chinoise a entraîné une augmentation de la capitalisation de ses marchés obligataires onshore et offshore. La rapidité de cette croissance et le compte de capital fermé de la Chine ont créé des particularités structurelles reflétant la complexité du marché.

Offshore en hard currency	Offshore en devise locale	Onshore
Émetteurs généralement notés investment grade.	Grande majorité de produits de taux, comme des obligations souveraines et des billets de la « People's Bank of China bills (PBOC) ».	Large diversité d'émetteurs, dont une pondération croissante des entreprises.

## Un pays, trois marchés obligataires

Le marché obligataire chinois se divise en trois marchés distincts : un marché offshore en devise forte ou hard currency, un marché offshore en devise locale et un marché onshore en devise locale. Le marché offshore en devise forte offre aux émetteurs chinois la possibilité d'obtenir des devises fortes, tandis que le marché offshore en devise locale est relativement peu important et dominé par des émetteurs souverains. Quant au marché onshore en devise locale, il constitue une partie de l'infrastructure centrale du système financier domestique. A ce jour, il existe une différence d'échelle dans les volumes d'émissions entre les marchés locaux et offshore, car les collectivités locales, les banques et les entreprises locales choisissent toutes l'option domestique.

## Bond Connect

Le rôle de Bond Connect, le mécanisme national permettant de connecter les flux de capitaux internationaux à la Chine continentale, est méconnu dans le développement des marchés obligataires du pays. L'introduction de la plateforme en 2018 a facilité l'accès des investisseurs internationaux au marché obligataire domestique, permettant ainsi d'allouer davantage de capitaux internationaux aux obligations chinoises onshore. Le succès de Bond Connect, largement adopté par les investisseurs internationaux, a engendré une augmentation constante des volumes de transactions dès son introduction. En mars 2022, Bond Connect a atteint le nombre de 3 500 investisseurs pour 648 000 milliards de RMB de flux de transactions, et a battu un record de 781 000 milliards de RMB en janvier 2022<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Source : Banque mondiale, 2021. <sup>2</sup> Source : HSBC, mai 2022.



### Marché offshore chinois en devise forte

Aux yeux des investisseurs internationaux, le marché du crédit offshore chinois en devise forte est le mieux établi des trois marchés obligataires chinois. Suivi par un indice très utilisé (JACI – indice J.P. Morgan Asia Credit Index), le marché offre des opportunités sur des obligations libellées en dollar américain émises par des émetteurs souverains, quasi souverains et des entreprises asiatiques. Le marché offshore en devise forte reflète la sphère chinoise dans son ensemble et compte des émissions provenant de Chine, de Hong Kong, de Macao, des Philippines et de Taiwan. Le sous-indice particulier JACI China dédié exclusivement aux émetteurs chinois, représente près de 45 % de la capitalisation totale du marché du crédit asiatique en devise forte. Le marché compte quelque 985 émetteurs, sa maturité moyenne est d'un peu moins de sept ans et son rendement à l'échéance de 6,2 % en mai 2022<sup>4</sup>. Comme l'indice JACI dans son ensemble, le plus gros de l'indice JACI China est constitué d'émissions d'obligations d'entreprises de qualité investment grade.

USD

**558 milliards**

Volume d'émissions offshore de l'indice JACI<sup>2</sup>.



### Marché offshore chinois en devise locale (Dim Sum)

Le marché offshore en devise locale est le plus petit des trois marchés qui composent l'univers obligataire chinois. Appelé parfois le marché « Dim Sum », il est constitué d'obligations libellées en Renminbi offshore (CNH), contrairement au CNY du marché onshore. Ces dernières années, les produits de taux ont dominé le marché des émissions en CNH, les obligations souveraines et les billets de la PBOC (Banque populaire de Chine) s'arrogeant des parts de marché. Tout comme les obligations en devise locale partout ailleurs, les performances obligataires du marché Dim Sum dépendent à la fois des taux locaux et de la performance de la devise. Le fait que ce marché soit délaissé peut parfois s'expliquer par sa plus petite taille et, bien que sa taille globale diminue, il offre certaines opportunités qu'il ne faudrait pas ignorer.



### Marché onshore chinois en devise locale

Le marché obligataire onshore chinois est le plus important mais également le plus méconnu des investisseurs internationaux. C'est un marché offrant des rendements plus élevés, provenant majoritairement d'obligations de qualité investment grade et il est utilisé par des émetteurs aussi variés que des banques, des collectivités locales et des entreprises. Il reste toutefois moins performant que des marchés internationaux comparables. Sur les 135 000 milliards de RMB d'émissions totales du marché, les émissions des collectivités et des banques représentent quelque 111 000 milliards de RMB<sup>3</sup> ; la part d'entreprises connaît toutefois une croissance rapide. Grâce à un fort soutien de la part des institutions nationales, les obligations onshore chinoises offrent des opportunités de rendement intéressantes par rapport à la volatilité, ce qui permet aux institutions de diversifier les risques sans compromettre les revenus.

RMB

**135 000 milliards**

Émissions totales d'obligations onshore chinoises<sup>2</sup>.

Les obligations d'entreprises constituent peut-être l'univers le plus intéressant de ce marché onshore. À l'heure actuelle, il se compose presque entièrement d'obligations émises par des entreprises d'État, s'élevant à 20 000 milliards de RMB sur les 21 000 milliards de RMB<sup>3</sup> que représente le marché. À cet égard, le profil du marché onshore est totalement différent de celui du marché offshore chinois, dont la part

---

<sup>2</sup> Source : HSBC, mai 2022.

<sup>3</sup> Source : HSBC, décembre 2019.

<sup>4</sup> Source : JPMorgan Chase, mai 2022.

des sociétés multinationales, des sociétés privées et d'autres émetteurs est plus élevée. De nombreuses entreprises d'État onshore sont des sociétés industrielles ou des sociétés du secteur des infrastructures, ce qui reflète la priorité du gouvernement à générer de la croissance grâce au développement. Les notations de ces entreprises penchent fortement vers le segment investment grade : quelque 39 000 milliards de RMB d'émissions sont localement notés AAA, contre seulement 16 000 milliards de RMB localement notés BBB+ ou moins ; cela inclut 4 000 milliards de RMB de dette non notée localement<sup>3</sup>.

De notre point de vue, le marché obligataire domestique se développera vraisemblablement davantage, car il permet aux banques chinoises et aux entreprises d'obtenir des capitaux plus efficacement. C'est pourquoi nous pensons qu'il est probable que la Chine continuera d'accueillir les investisseurs étrangers et les agences de notation qui les accompagnent, même si la divergence entre les notations locales et internationales devrait persister à court terme.

---



### Un profil de performance différent

La grande diversité de l'univers obligataire en Chine reflète la différence des investisseurs et induit de ce fait des performances différentes, comme cela s'est vu au cours du premier semestre 2022, lorsque l'approche de tolérance zéro à l'égard de la Covid-19 du pays et les confinements stricts à Pékin et à Shanghai ont eu des conséquences sur les actifs chinois. Le corridor industriel entre Pékin et Shanghai est l'un des principaux moteurs économiques du monde, ce qui signifie que cette politique a nui à la croissance mondiale.

8%

Pondération de la Chine dans l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate<sup>2</sup>.

Les évolutions au cours du premier semestre 2022 ont eu des conséquences différentes sur les actifs obligataires chinois, et la performance en ayant découlé permet d'illustrer leurs distinctions. L'indice offshore en devise forte JACI China a reculé de 8,2 % entre le début de l'année et la fin du mois d'avril 2022<sup>4</sup>, sous-performant les obligations libellées en CNY et en CNH (« Dim Sum »), car le sentiment des investisseurs au niveau local est resté plus favorable à l'univers obligataire onshore. Le pessimisme des investisseurs semble beaucoup plus présent au sein de l'univers offshore. En effet, les investisseurs onshore ont continué à montrer de l'enthousiasme pour les obligations d'entreprises chinoises notées AAA et AA, qui ont également surperformé les obligations des collectivités locales chinoises au cours de la période. Au sein de l'univers des obligations en devise forte, le segment investment grade a fait preuve d'une plus grande résistance que les titres à haut rendement équivalents. Par conséquent, le spread entre les rendements des obligations offshore chinoises de qualité investment grade et les rendements des obligations onshore chinoises notées AA s'est élargi ; à la mi-mai 2022, les spreads avaient atteint 154 points de base (Bloomberg, mai 2022), un niveau parmi les plus élevés observé en sept ans. Cette résistance sur le marché onshore se caractérise principalement par le fait que les nouvelles émissions sur le marché se sont poursuivies, les émissions onshore en avril 2022 ayant atteint 11 000 milliards de RMB<sup>4</sup>, soit un volume à peu près équivalent à celui d'un an auparavant.

Cette divergence entre les marchés onshore et offshore crée une opportunité pour les investisseurs mondiaux. La Chine représente aujourd'hui un peu moins de 8 % de l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate, une part trop importante pour être ignorée par les investisseurs. Pour les gérants institutionnels dont les niveaux de tracking error sont relativement faibles, la Chine est un nouveau marché, parfois difficile.

Les gérants d'actifs commencent à considérer les obligations onshore chinoises comme une source de rendement attrayant avec une volatilité relativement faible, mais c'est la corrélation plus faible avec les autres composantes de l'indice qui pourrait les inciter à investir. Bien que cette qualité soit susceptible de s'éroder au fur et à mesure de l'augmentation des flux entrants, pour le moment, elle peut renforcer l'intérêt pour cet univers.

---

<sup>2</sup> Source : HSBC, mai 2022.

<sup>3</sup> Source : HSBC, décembre 2019.

<sup>4</sup> Source : JPMorgan Chase, mai 2022.

---

## Entrer dans l'univers

Pour les investisseurs cherchant à entrer sur le marché obligataire chinois, nous voyons plusieurs pistes potentielles. Compte tenu de la taille, de la complexité et de la méconnaissance de l'univers onshore, nous pensons qu'il est logique d'accéder à ce marché par le biais de stratégies de gestion active ou de stratégies quantitatives.

Pour de nombreux investisseurs, la difficulté d'obtenir un compte avec Bond Connect peut renforcer l'attrait d'une stratégie commune ou d'un fonds. Bien que cette approche réduise la capacité de l'investisseur à adapter le bêta disponible, la possibilité d'accéder rapidement au marché peut l'emporter.

Pour les investisseurs particuliers souhaitant s'exposer à cet univers, nous pensons qu'une stratégie qui donne la possibilité de choisir parmi les trois composantes principales peut constituer un moyen intéressant d'y entrer. Pour les investisseurs institutionnels, une stratégie globale axée sur des émetteurs plus liquides notés à l'échelle internationale devrait s'avérer bien placée pour s'adapter aux évolutions futures, d'autant que le marché des obligations d'entreprises chinoises continue de grandir.

### Quel avenir pour les obligations chinoises ?

De notre point de vue, les marchés obligataires chinois continueront vraisemblablement à se développer rapidement. L'un des objectifs politiques officiels de la Chine est de hisser le pays à un niveau de revenu de classe moyenne d'ici 2050, un rythme de croissance qui nécessite des niveaux d'investissement importants pour y parvenir. Dans cette optique, la Chine souhaite devenir la plus grande économie du monde, un objectif qui nécessite de doubler son PIB par habitant au cours de la prochaine décennie. Par conséquent, la Chine soutiendra les secteurs à forte croissance de l'économie tout en adoptant des réformes dans d'autres secteurs qui doivent faire l'objet de restrictions. Les responsables politiques chinois reconnaissent l'importance des marchés obligataires tout comme celle des investissements étrangers de portefeuille pour atteindre ces objectifs.

S'il existe des arguments de poids en faveur de l'investissement dans les obligations chinoises, celui-ci comporte des risques. Les principaux facteurs susceptibles d'influencer nos hypothèses à long terme concernant les actifs chinois sont notamment : le rythme des réformes structurelles, les politiques visant à rééquilibrer l'efficacité et l'égalité dans l'économie, la liquidité et l'environnement extérieur. Pour les investisseurs cherchant à obtenir une exposition obligataire durable, la Chine demeure un univers sélectif, même si les nouvelles émissions créent davantage d'opportunités. Dans le domaine ESG (environnemental, social et gouvernance), les politiques chinoises ont fait quelques progrès. Aussi, de plus en plus d'entreprises locales cherchant à obtenir des notations internationales, la sensibilisation aux questions ESG devrait se renforcer.

---

Cette communication commerciale et les opinions qu'elle contient ne constituent en aucun cas un conseil ou une recommandation en vue d'acheter ou de céder un quelconque investissement ou intérêt y afférent. Toute décision fondée sur la base des informations contenues dans ce document sera prise à l'entière discrétion du lecteur. Les analyses présentées dans ce document sont le fruit des recherches menées par J.P. Morgan Asset Management, qui a pu les utiliser à ses propres fins. Les résultats de ces recherches sont mis à disposition en tant qu'informations complémentaires et ne reflètent pas nécessairement les opinions de J.P. Morgan Asset Management. Sauf mention contraire, toutes les données chiffrées, prévisions, opinions, informations sur les tendances des marchés financiers ou techniques et stratégies d'investissement mentionnées dans le présent document sont celles de J.P. Morgan Asset Management à la date de publication du présent document. Elles sont réputées fiables à la date de rédaction. Elles peuvent être modifiées sans que vous n'en soyez avisé. Il est à noter par ailleurs que la valeur d'un investissement et les revenus qui en découlent peuvent évoluer en fonction des conditions de marché et que les investisseurs ne sont pas assurés de recouvrer l'intégralité du montant investi. La performance et les rendements passés ne préjugent pas forcément des résultats présents ou futurs. Aucune certitude n'existe quant à la réalisation des prévisions. J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Dans les limites autorisées par la loi, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et vos communications électroniques contrôlées dans le but de vérifier leur conformité à nos obligations juridiques et réglementaires et à nos polices internes. Les données personnelles seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité disponible sur le site [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy). Cette communication est publiée en Europe (hors Royaume-Uni) par JPMorgan Asset Management SARL (Europe), 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand-Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000. Publié en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris – 14 place Vendôme, 75001 Paris. Capital social : 10 000 000 euros – Inscrite au RCS de Paris : n° 492 956 693.

LV-JPM53764 | 07/22 | FR | 099221907151628

---