

## 4 La Chine est-elle en train de façonner un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans ?

MO JI, *Stratégie et Recherche Économique*

En matière d'investissement, la stabilisation de l'économie chinoise en 2016 plaide en faveur d'une exposition aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents, mais cela n'implique pas nécessairement d'investir directement en Chine. Comme selon nous **la stabilisation de l'économie chinoise va durer** au moins jusqu'à la fin de l'année 2017, les positionnements qui ont fonctionné en 2016 continueront à porter leurs fruits en 2017. Nous prévoyons donc une **poursuite de la hausse des valeurs cycliques, des matières premières et des marchés émergents**. La stabilisation de l'économie chinoise pendant toute l'année 2017 ne fait toujours pas l'objet de consensus. Les prévisions de poursuite du rebond jusqu'à la fin 2017 des secteurs cycliques, des matières premières et des marchés émergents font toujours débat, et les investisseurs restent peu exposés à ces secteurs. C'est pourquoi nous entrevoyons un potentiel haussier pour ces trois segments.

Nous pensons que la Chine est en train de façonner un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans (de 2016 à 2018), et que ce cycle est actuellement en train de se matérialiser. Notre prévision d'une hausse continue des secteurs cycliques, des matières premières et des marchés émergents au moins jusqu'à la fin de l'année 2017 n'est pas partagée par le consensus.

### Pourquoi prévoir une poursuite du rebond des secteurs cycliques ?

**1. La stabilisation de l'économie chinoise entre 2016 et 2018 est favorable à un cycle d'expansion mondial.** Le cycle conjoncturel mondial a été court et peu étoffé, en particulier entre 2011 et 2015 lorsque les effets marginaux de l'assouplissement des politiques monétaires et budgétaires ont diminué. La stabilisation de l'économie chinoise en 2016 a semblé-t-il surpris tout le monde, mais pas nous. Entamée depuis un an, cette stabilisation participe à la mise en place d'un modeste cycle d'expansion pour l'économie mondiale et les marchés internationaux. Mais comme nous prévoyons que la stabilisation de l'économie chinoise va se poursuivre pendant toute l'année 2017, le cycle d'expansion va lui aussi se prolonger. Bien que nous ne soyons qu'en février et que d'habitude nous ne formulons nos prévisions sur 12 mois qu'en septembre, nous pensons que la stabilisation de l'économie chinoise va se poursuivre jusqu'à la fin 2018. Quelles sont les conséquences de cette prévision ? Les trois années de stabilisation économique que va connaître la Chine sont largement suffisantes pour enclencher un cycle d'expansion mondial bien plus vigoureux que lors des années précédentes. **Le cycle d'expansion mondial pourrait donc durer 3 ans (entre 2016 et 2018) grâce à la stabilisation de l'économie chinoise.**

**2. À l'échelle mondiale, les secteurs cycliques restent bon marché par rapport aux secteurs défensifs.** Malgré la baisse de leur ratios cours/valeur comptable (de 4x en 2016 à 2,5x en 2017), les valorisations des secteurs défensifs restent élevées par rapport aux secteurs cycliques.

**3. Des positionnements modestes :** le marché ne semble pas encore prêt pour un cycle d'expansion : en effet, l'idée d'une stabilisation de la Chine continue à susciter le débat et les niveaux de participation sont très faibles (les secteurs cycliques, comme la finance et l'énergie, restent sous-pondérés à hauteur de -2,5 % par rapport aux indices de référence, les matériaux de -1 % et les valeurs industrielles de -0,8 %).

**4. Conséquences en matière d'investissement :** les secteurs cycliques vont continuer à performer au niveau mondial en 2017 et les matières premières qui sont cycliques devraient continuer de surperformer dans les pays émergents.

### L'essentiel

**Selon nous, la stabilisation de l'économie chinoise, qui va finalement s'étaler entre 2016 et 2018, contribue à l'émergence d'un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans qui, lui aussi, est plus long et plus dynamique que prévu. Ce cycle d'expansion sera clairement favorable aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents. Ces secteurs ont porté leurs fruits en 2016 et devraient encore contribuer aux performances en 2017 et en 2018.**

La remontée des prix de production en Chine va entraîner les taux réels en territoire négatif, de nouvelles révisions à la hausse des bénéfices et un recul des ratios de créances douteuses, qui sont toutes des tendances très favorables. De plus, les surprises positives en provenance de Chine (croissance soutenue des investissements privés, des investissements publics et déstockage des biens immobiliers) ne sont pas encore intégrées dans les prix de marché. Ce qui donne l'occasion d'entrer sur le marché et de s'exposer aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents.



Un nouveau cycle d'expansion mondial se profile !



Le consensus ne croit toujours pas à une stabilisation de l'économie chinoise en 2017



Mars 2017

## Pourquoi une poursuite du rebond des matières premières ?

**1. Demande locale en matières premières découlant de la stabilisation de la Chine :** la demande en matières premières tient surtout aux infrastructures (croissance des dépenses publiques), à l'immobilier (la faiblesse des stocks **dope** les nouveaux investissements et les mises en chantier) et à l'accélération des capacités du secteur manufacturier (forte croissance des investissements du secteur privé que le marché n'a pas intégrée).

**2. Pourquoi importer des matières premières et ne pas les produire sur le territoire, ce qui est plus efficace ?** Pour atteindre ses objectifs de réduction des surcapacités dans un contexte marqué par la détérioration de l'environnement, la Chine doit importer des matières premières pour répondre à la demande locale, qui est bien plus importante que prévu en raison de l'augmentation des capacités de production des secteurs public et privé. Ces tendances ont entraîné des importations historiques dans toutes les catégories de matières premières (minerai de fer, acier, charbon, etc.). Les autorités chinoises ont encore réduit les surcapacités en 2016, notamment pour l'acier (-65 millions de tonnes contre un objectif de 45 millions de tonnes) et pour le charbon (-290 millions de tonnes contre un objectif de 250 millions de tonnes). Les nouveaux objectifs de réduction de la production d'acier et de charbon sont de 140 et 800 millions de tonnes respectivement lors des 3 à 5 prochaines années.

**3. Conséquences en matière d'investissement :** Comme la perspective d'une stabilisation de l'économie chinoise fait toujours débat parmi les investisseurs, et que le cycle d'expansion pourrait durer jusqu'à la fin 2018, **les secteurs de l'énergie et des matériaux, notamment dans les pays émergents, vont encore réserver des surprises positives en 2017.**



Dans les secteurs cycliques, les matières premières vont continuer à surperformer



## Pourquoi une poursuite du rebond des marchés émergents ?

**1. Chine.** Concrètement, trois facteurs essentiels déterminent s'il est pertinent d'investir dans les pays émergents : il s'agit du sentiment des marchés à l'égard de la Chine, du pétrole et du dollar. En ce qui concerne la Chine, nous continuons à penser que la stabilisation de l'économie va se poursuivre tant sur un plan micro que macroéconomique. Le principal indicateur que nous suivons depuis le début de la stabilisation de l'économie en octobre 2015 est l'indice des prix à la production (IPP). **Quelles sont les conséquences des 14 mois d'amélioration de l'IPP ?**

- **Désormais négatifs en Chine, les taux d'intérêt réels ont baissé de plus de 10 %, ce qui est considérable.** Le facteur le plus encourageant est le coût réel de financement, qui est désormais négatif. Le taux d'intérêt réel est calculé par rapport au taux de prêt de référence à un an ; il est passé de 10,3 % en octobre 2015 [4,35 % - (-5,9 %)] à -2,6 % en janvier 2017 [4,35-6,9 %].

- **Le rebond des bénéfices surprend agréablement.** Depuis le début de la remontée de l'IPP, le ratio des révisions des bénéfices en Chine ne cesse d'être supérieur aux attentes, avec un chiffre qui s'établit désormais à 0,92. Le seuil de 1 (qui témoigne de l'entrée dans un marché haussier) est donc proche. Comme nous tablons sur un IPP en territoire positif en 2017, nous pensons que le ratio des révisions va continuer à augmenter, comme en 2016.

- **Baisse inattendue des ratios de créances douteuses.** Le marché ne l'a pas encore intégré, mais le ratio des créances douteuses des banques a diminué au 4<sup>e</sup> trimestre 2016. Pourquoi ? Grâce au rebond de leurs bénéfices, les entreprises sont davantage en mesure de rembourser leur dette/les intérêts. Cette baisse des créances douteuses est plus qu'encourageante.

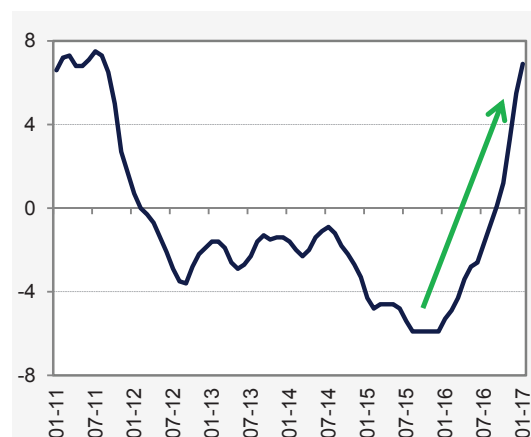
**2. Pétrole.** Les prix du pétrole vont rester stables en 2017 en raison de la réduction/du gel de la production et de la demande structurelle en provenance de Chine, ce qui se répercutera aussi sur de nombreux marchés tant développés qu'émergents.



Les taux d'intérêt réels sont désormais négatifs en Chine !



1 Indice des prix à la production en Chine (en %)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

Mars 2017

**3. Dollar.** La vigueur relative de l'économie américaine devrait entraîner des relèvements de taux de la Fed et une certaine fermeté du dollar. Le dollar devrait plutôt se stabiliser en comparaison de son dynamisme des années précédentes en termes de taux de change effectif réel 6,8 % (2014), +9,4 % (2015) et 4,35 % (2016).

### Quelles surprises positives en provenance de Chine peuvent soutenir ces mouvements de hausse ?

Les surprises économiques positives en Chine ne peuvent plus échapper aux investisseurs, mais elles ne sont toujours pas intégrées dans les prix, ou simplement sous-estimées. Ces surprises positives, tant micro que macroéconomiques, vont contribuer à la stabilisation de l'économie chinoise et à l'émergence d'un cycle d'expansion mondial plus long que prévu initialement (trois ans, de 2016 à 2018).

**1. Augmentation des capacités de production du secteur privé:** ce facteur a été le tout premier signe d'une reprise soutenue de l'économie. Il s'agit d'une première depuis 5 ans. Mais ces capacités commencent bel et bien à augmenter en Chine. Alors que la hausse de l'IPP s'est répercutée sur l'IPC, les secteurs économiques en amont ont sensiblement accru leurs capacités de production (de 60 %). Pourquoi ? Car avec les deux derniers plans quinquennaux (les 11<sup>e</sup> et le 12<sup>e</sup>), le secteur privé en Chine a connu une véritable recomposition/restructuration ; le rebond de leurs capacités montre que leur processus transformation est désormais terminé, ce qui est favorable à l'économie mondiale. Nous devrions maintenant observer une augmentation des dépenses de R & D et des gains de productivité.

**2. Augmentation des capacités de production du secteur public :** sur le plan macroéconomique, les investissements en infrastructures ont été l'un des catalyseurs de la stabilisation globale de l'économie chinoise. Les ventes de pelleuses pour le secteur de la construction sont soutenues depuis septembre 2016 (+60 % en glissement annuel) et étaient toujours élevées en janvier 2017. Cette augmentation des capacités de production du secteur public ne serait pas aussi marquée sans les nombreux projets de construction prévus pour les deux ou trois prochaines années (dans les infrastructures ou l'immobilier). Cette tendance positive va aussi dans le sens d'une poursuite de la stabilisation de l'économie chinoise jusqu'en 2018 et au-delà.

**3. Forte baisse des stocks dans l'immobilier:** les villes de 1<sup>re</sup> et 2<sup>e</sup> catégories (Tier 1 et Tier 2) ont enregistré un très fort déstockage. Le déstockage prononcé dans les villes de 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> catégories (Tier 3 et Tier 4) est en revanche beaucoup plus surprenant. Qui sont les acheteurs ? Il s'agit de travailleurs des villes de 1<sup>re</sup> et 2<sup>e</sup> catégories qui reviennent dans les villes de 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> catégories pour y faire des acquisitions. Compte tenu de la faiblesse globale des stocks, les mises en chantier et les investissements immobiliers seront certainement supérieurs aux attentes en 2017. Ce qui contribuera fortement à la stabilisation de l'économie chinoise.

### Conclusion

Selon nous, la stabilisation de l'économie chinoise, qui va finalement s'étaler entre 2016 et 2018, contribue à l'émergence d'un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans qui, lui aussi, est plus long et plus dynamique que prévu. Ce cycle d'expansion sera clairement favorable aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents. Ces secteurs ont porté leurs fruits en 2016 et devraient encore contribuer aux performances en 2017 et en 2018.



Le secteur privé est de nouveau en mesure d'augmenter ses capacités de production !



Le déstockage des biens immobiliers est plus prononcé que prévu !





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



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

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

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

## Publications récentes

### Working Papers

- **Portfolio optimisation in an uncertain world**  
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**  
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHO, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**  
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

### Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs : les choix essentiels en matière de placement**  
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme ?**  
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**  
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now ?**  
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**  
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*

### Spécial Focus

- **Les banques : le maillon faible de la reprise européenne**  
VALENTINE AINOZ — *Stratégie et Recherche Économique* — YASMINE DE BRAY — *Analyse Actions*
- **Afrique du Sud : le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance ?**  
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique* — GWENDOLINE IBRE — *Stratégie et Recherche Économique*

## Correspondants

### Rédacteur en chef

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

### Rédacteurs en chef adjoints

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

### Support

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

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

## AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock by Getty Images - mfiatt / batdelfuego99 / aiblec