

## 5 Le cycle d'expansion alimenté par la Chine a-t-il atteint son pic ?

JI MO, *Stratégie et Recherche Économique*

### Pourquoi l'inquiétude des marchés augmente-t-elle ?

1. Les marchés financiers ont bien réagi aux statistiques économiques de la Chine au 1<sup>er</sup> trimestre 2017 et au mois de mars. Ils restent néanmoins inquiets et doutent de plus en plus de la capacité de l'économie à conserver cette dynamique en raison de divers signes augurant un probable pic. Les prix du **minerai de fer** ont chuté de 28 % par rapport à leur plus haut de février 2017, faisant craindre aux marchés l'imminence d'un pic et une poursuite de la baisse.

Les marchés doivent toutefois garder à l'esprit que le minerai de fer a bondi de +147 % entre décembre 2015 et février 2017. La correction en cours est nécessaire en raison de l'offre excédentaire et elle sera selon nous provisoire.

2. **La croissance de l'IPP chinois** (Inflation des Prix à la Production) a légèrement reculé à 7,6 % en mars 2017 (vs. 7,8 % en février 2017). Les marchés en ont conclu que l'IPP avait atteint un pic après 18 mois consécutifs de hausse initiée avec les données de septembre 2015 (publiées en octobre 2015) qui nous avaient incités pour la première fois à affirmer que l'économie chinoise avait « passé le creux de la vague ».

Nous pensons toutefois que ce léger repli de l'IPP **sera temporaire** et qu'il est dû à la correction des prix des matières premières. Tant que la reprise généralisée de l'économie réelle chinoise se poursuivra (c'est-à-dire qu'elle se stabilisera à son niveau actuel), nous pensons que l'IPP sera en mesure de reprendre sa trajectoire ascendante.

3. Entre le début de l'année et le 23 avril, **les ventes de biens immobiliers en Chine** ont sensiblement diminué dans les 22 plus grandes villes pour lesquelles des données sont disponibles. En volume, ces ventes ont baissé de 17 % en glissement annuel, avec des replis de 31 % et 27 % dans les villes de catégorie 1 et 2, respectivement.

Elles ont toutefois remonté de 11 % dans les villes de 3<sup>e</sup> catégorie. La question est donc de savoir si la progression des ventes dans les villes de catégorie 3, 4 et 5 (et dans les villes plus petites et les villages) pourra compenser le ralentissement dans les villes de catégorie 1 et 2. Ce doute assombrit les perspectives du marché. Nous répondons par l'affirmative à cette question et présentons nos arguments dans un autre paragraphe.

Ventes immobilières			
Depuis le début de l'année, au 23 avril 2017	Nb. de villes	Volumes des ventes immobilières (ksqm*)	GA %
<b>Major cities</b>	22	45 890,5	-17 %
<b>Beijing</b>	1	1 717,3	-29 %
<b>Shanghai</b>	1	4 172	-44 %
<b>Shenzhen</b>	1	474,5	-73 %
<b>Guangzhou</b>	1	3 799,3	14 %
<b>Tier-1</b>	4	11 050,7	-31 %
<b>Tier-2</b>	8	16 394,7	-27 %
<b>Tier-3</b>	10	18 445,1	11 %

\* Milliers de mètres carrés

Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Soufun

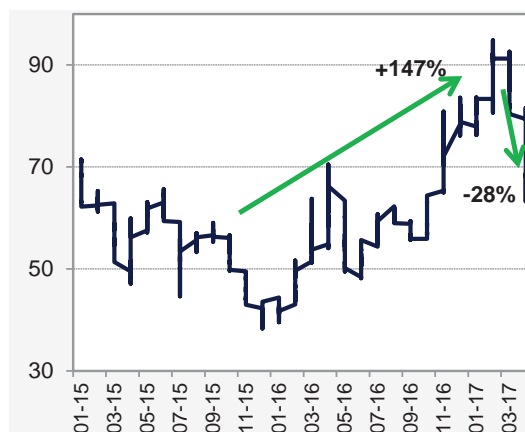
4. Le **durcissement des réglementations** va-t-il réduire la liquidité et se traduire par une nouvelle correction des prix des matières premières et, partant, par une chute des marchés financiers? Lorsque les prix des matières premières baissent, les institutions financières n'ont d'autres choix

### L'essentiel

Selon nous, le marché s'inquiète trop de la correction des prix des matières premières, du pic potentiel de l'IPP chinois (Inflation des Prix à la Production), de la baisse des ventes immobilières dans les villes chinoises de 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> catégorie (Tier 1 et Tier 2) et de la diminution de la liquidité, dans le sillage du durcissement des réglementations.

Nous pensons que le cycle d'expansion alimenté par la Chine va se poursuivre pour les raisons suivantes: 1. La reprise en cours de l'économie chinoise est généralisée et soutenue car l'augmentation des investissements des entreprises tant publiques que privées est robuste; 2. À l'image de ces derniers temps, la liquidité va continuer à soutenir l'accélération des investissements des entreprises privées et publiques, puisque la croissance de la masse monétaire M1 reste bien plus vigoureuse que celle de la masse monétaire M2; 3. Le secteur immobilier chinois, seul secteur d'activité majeur réservant encore de bonnes surprises, va rester bien orienté compte tenu d'une offre insuffisante, qui réduit les stocks; 4. L'IPP, l'indicateur de prix de référence dans le cadre de la reprise actuelle de l'économie chinoise, va continuer à évoluer dans une tendance très positive (synonyme de taux d'intérêt réels négatifs), ce qui entraînera des révisions à la hausse des résultats des entreprises et une nouvelle réduction des créances douteuses.

1 Chine : Prix du minerai de fer (dollar USD/tonne)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Mai 2017

que d'alléger leurs positions, une démarche susceptible de renforcer la tendance baissière.

Le renforcement des réglementations va selon nous réduire la liquidité de manière temporaire, probablement au 2<sup>e</sup> trimestre, mais certainement pas au 3<sup>e</sup>. En effet, le 3<sup>e</sup> trimestre interviendra juste avant la transition politique (octobre/novembre) et, à cette période, la liquidité doit être abondante pour assurer une transition aussi stable que possible. Des raisons plus fondamentales existent également.

**Pourquoi pensons-nous que le cycle d'expansion alimenté par la Chine n'a pas atteint son pic ?**

1. **La reprise économique actuelle est généralisée et dynamique.** Selon nous, sans la demande fondamentale, l'augmentation des investissements serait **généralisée** dans les secteurs privé et public.

a. **L'augmentation de l'investissement privé en Chine** est un bon exemple. Le marché s'est inquiété de l'évolution de **l'investissement privé** après son plus bas en juillet dernier, mais il a atteint de nouveaux plus hauts depuis et laisse présager une augmentation très prononcée des investissements privés.

b. Les **ventes d'excavateurs** sont un bon substitut de l'augmentation des investissements publics. Depuis le mois de mai dernier, les ventes d'excavateurs de l'entreprise Komatsu ont renoué avec une trajectoire positive (+25 %), elles se sont envolées à partir de septembre (+97 %) et ont bondi de +262 % en février. Sans des carnets de commandes aussi remplis pour les deux à trois prochaines années, une augmentation massive des investissements publics ne serait pas possible.

2. **La liquidité a et va continuer à soutenir l'augmentation des investissements des secteurs privé et public.**

a. **La croissance de l'agrégat monétaire M1 en Chine** a atteint un plus bas en mars 2015, avant de se redresser et de dépasser celle de la masse monétaire M2 en octobre 2015, au moment même où nous avons commencé à affirmer que l'économie avait passé le creux de la vague. **Quelles peuvent être les conséquences d'une croissance de M1 supérieure à celle de M2 ?**

L'agrégat monétaire M1 inclut simplement les liquidités et les dépôts à vue, alors que M2 englobe M1 et les dépôts à terme. La différence entre les dépôts à vue et les dépôts à terme témoigne clairement de la propension des ménages, des entreprises ou de l'État à utiliser leurs liquidités maintenant ou à l'avenir.

La très forte accélération de la croissance de M1 (+ 25,3 % en août 2016 par exemple) **témoigne clairement des perspectives d'augmentation des investissements privés et publics, ce qui est très important.** C'est aussi pourquoi nous prévoyons une augmentation des dépenses d'investissements depuis le mois de septembre dernier.

L'écart entre la croissance de M1 et de M2 reste élevé. Il a atteint 15,2 % en juillet dernier et s'établit actuellement à 8,2 %. **Il faudra du temps pour que cet écart se résorbe. Le principal catalyseur de cette tendance sera selon nous le ralentissement de l'augmentation des investissements (scénario sur lequel nous ne tablons pas avant très longtemps) puisque cette augmentation est actuellement bien réelle et généralisée.**

**Lorsque les taux de croissance de M1 et de M2 se rejoindront de nouveau, ce sera le signal d'une inflexion du cycle.**

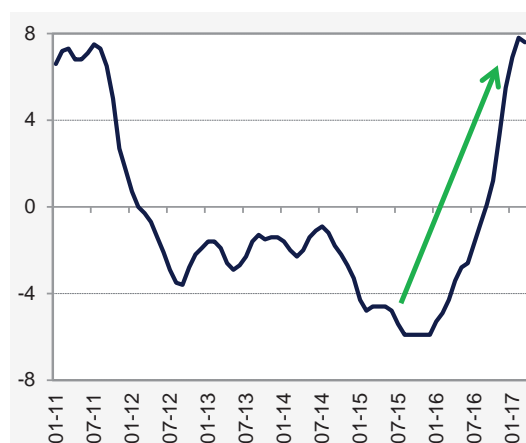
b. **Le financement social total** en Chine a atteint 6900 milliards CNY au 1<sup>er</sup> trimestre 2017 (vs. 6700 milliards CNY au 1<sup>er</sup> trimestre 2016 et seulement 4600 milliards CNY au 1<sup>er</sup> trimestre 2015). Le marché doit surtout s'intéresser à l'ampleur de ce système de financement, et pas tant à sa croissance. En effet, il est déjà suffisamment important pour procurer de la liquidité au système et contribuer à l'augmentation des dépenses d'investissement.



Les villes de 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> catégorie vont-elles compenser l'atonie des ventes immobilières dans les villes de 1<sup>re</sup> et 2<sup>e</sup> catégorie ?



2 **Chine: Indice des prix à la production (IPP, glissement annuel, %)**



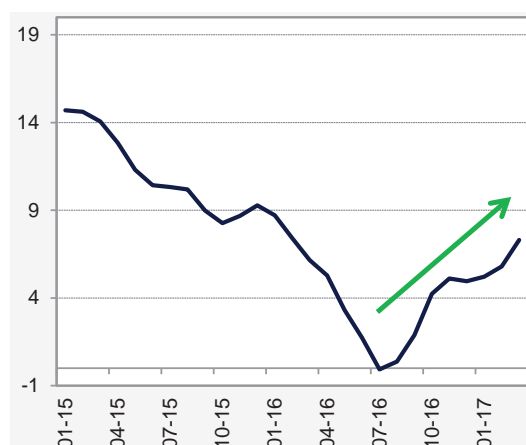
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le durcissement des réglementations va-t-il finir par amoindrir la liquidité ?



3 **Chine: Investissement privé (glissement annuel, %)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Mai 2017

**3. Le secteur immobilier chinois est le seul secteur d'activité majeur réservant encore de bonnes surprises.** En octobre dernier, sur fond de durcissement des réglementations, le marché avait anticipé un ralentissement **des investissements immobiliers en Chine**, mais il s'est trompé. En mars 2017, leur croissance a même été très soutenue, à 9,4 % en glissement annuel. Pourquoi ?

Comme nous l'affirmons depuis septembre 2016, les stocks de biens immobiliers dans les villes de catégorie 1 et 2 sont bas. En outre, compte tenu du déstockage important au 1<sup>er</sup> trimestre 2017 dans les villes de catégorie 3, 4 et 5, les stocks y sont également faibles.

Selon les données existantes sur les **mois de stocks disponibles**, la plupart des villes de catégorie 1 et 2 sont face à une offre insuffisante (Shanghai, Guangzhou, Hangzhou, Nanjing), Beijing est proche d'un équilibre et seul Shenzhen connaît une offre légèrement excédentaire.

Selon nous, cette faiblesse des stocks est le principal déterminant des investissements en capital fixe dans l'immobilier, des nouvelles mises en chantier, voire des ventes. Le rebond des ventes dans les villes de catégorie 3, 4 et 5 est robuste et devrait compenser le léger ralentissement des ventes dans les villes de catégorie 1 et 2. Il convient également de s'intéresser aux volumes (mètres carrés vendus) et pas seulement à la valeur des biens, car les prix dans les villes de catégorie 1 et 2 sont trop élevés, même s'ils augmentent dans toutes les villes d'environ 10 % depuis le début de l'année (au 23 avril 2017).

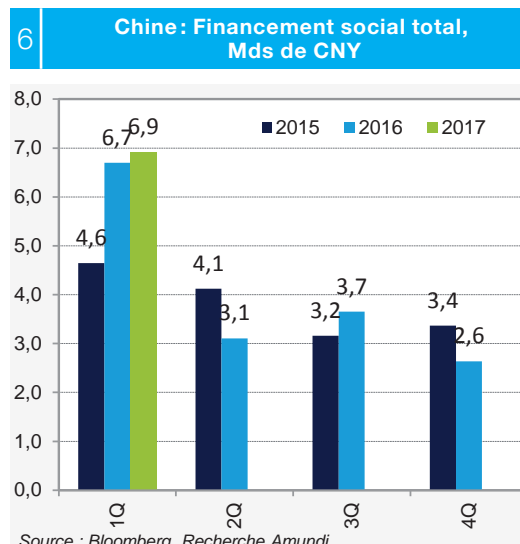
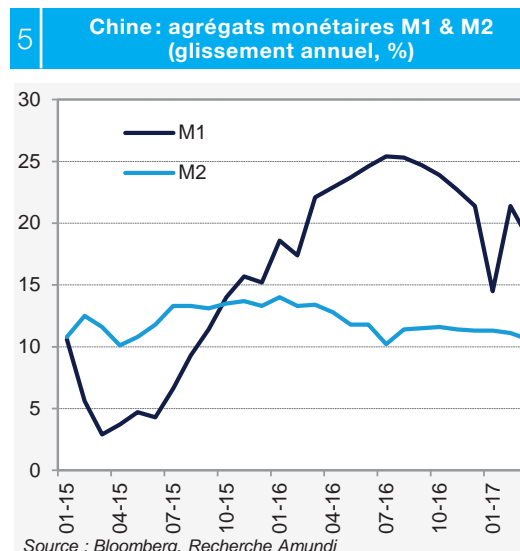
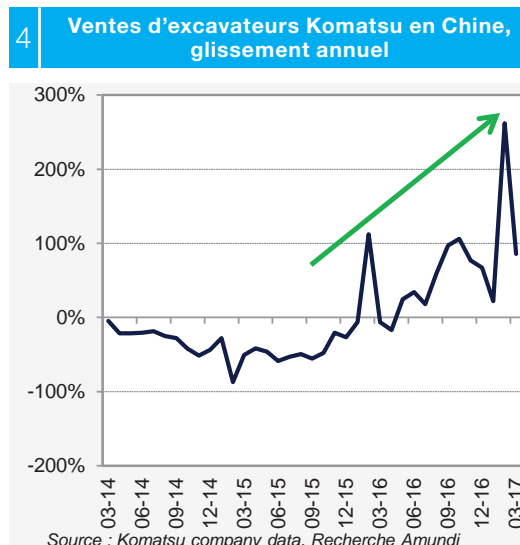
Biens immobiliers en Chine, stocks restants (en mois)						
		Pic	Moyenne*	Actuel (mars 2017)	Écart à la moyenne	Interprétation
Tier 1	Beijing	50,4	12,8	13,7	0,9	Autour de l'équilibre
	Shanghai	20,2	7,5	5,7	-1,8	Insuffisance de l'offre
	Shenzhen	75,8	13	23,8	10,8	Excédent d'offre
	Guangzhou	35,7	10,1	5,3	-4,8	Insuffisance de l'offre
Tier 2	Hangzhou	23,3	6	2,7	-3,3	Insuffisance de l'offre
	Nanjing	42,2	9,1	4	-5,1	Insuffisance de l'offre
Tier 3	Ningbo	129,6	24,7	3,5	-21,2	Insuffisance de l'offre
	Suzhou	34,3	9,5	7,3	-2,2	Insuffisance de l'offre
Tier 4	Huizhou	42,2	9,1	5,5	-3,6	Insuffisance de l'offre

\* Sur 2007-2017

Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Soufun

**4. L'IPP, l'indicateur de prix de référence dans le cadre de la reprise actuelle de l'économie chinoise, va continuer à évoluer dans une tendance très positive.** Il a surtout entraîné une forte baisse des **taux d'intérêt réels** (de +10,3 % à -3,25 %, soit un recul de 13,6 %!).

Selon nous, tant que l'IPP reste supérieur à 4,35 % (le taux de référence des prêts à 1 an en Chine), le taux d'intérêt réel chinois restera négatif ou proche de zéro. Cette tendance restera très positive et se traduira par des révisions à la hausse des résultats des entreprises et une nouvelle diminution des créances douteuses.



Mai 2017

Taux de prêt référence à 1 an	-	IPP	=	4,35%	-	7,60 %	=	-3,25%
Taux de prêt référence à 1 an	-	ICP	=	4,35%	-	0,90 %	=	3,45%
Taux de dépôt référence à 1 an	-	ICP	=	1,50%	-	0,90 %	=	0,60%

Source: Bloomberg, Recherche Amundi

## Conclusion

Selon nous, le marché s'inquiète trop de la correction des prix des matières premières, du pic potentiel de l'IPP chinois, de la baisse des ventes immobilières dans les villes chinoises de 1<sup>re</sup> et 2<sup>e</sup> catégorie (Tier 1 et Tier 2) et de la diminution de la liquidité, dans le sillage du durcissement des réglementations. Nous pensons quant à nous que le cycle d'expansion alimenté par la Chine va se poursuivre pour les raisons suivantes: 1. La reprise en cours de l'économie chinoise est généralisée et soutenue car l'augmentation des investissements des entreprises tant publiques que privées est robuste; 2. À l'image de ces derniers temps, la liquidité va continuer à soutenir l'accélération des investissements des entreprises privées et publiques, puisque la croissance de la masse monétaire M1 reste bien plus vigoureuse que celle de la masse monétaire M2; 3. Le secteur immobilier chinois est le seul secteur d'activité majeur réservant encore de bonnes surprises compte tenu d'une offre insuffisante, qui réduit les stocks; 4. L'IPP, l'indicateur de prix de référence dans le cadre de la reprise actuelle de l'économie chinoise, va continuer à évoluer dans une tendance très positive (synonyme de taux d'intérêt réels négatifs), ce qui entraînera des révisions à la hausse des résultats des entreprises et une nouvelle réduction des créances douteuses.



# 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

- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**  
THIERRY RONCALLI — *Recherche Quantitative*
- **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 BENICHOU, *Portfolio Manager*, 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*

### Éditions spéciales\_ Élection présidentielle française 2017

- #8 — **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 — **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 — **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #5 — **Dette publique française: liquide et sûre**  
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 — **Les candidats et la politique budgétaire: une analyse des divergences**  
VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #3 — **Les problèmes structurels de l'économie française vus par les organisations internationales et les 4 principaux candidats**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #2 — **Économie française: un état des lieux**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #1 — **Élections françaises\_ État des lieux et décryptage**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

## 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 - Essentials