

7 Investir en Chine : quelle importance ont les fondamentaux macroéconomiques à long terme ?

MO JI, *Stratégie et Recherche Économique*

Les opinions macroéconomiques claires, à rebours du consensus et portées par des convictions fortes sont de plus en plus rares, mais leur valeur est immense

Les facteurs macroéconomiques (« top-down ») influent sur les décisions en matière de construction de portefeuille. Lorsque l'on tient compte de ces facteurs, il convient de garder trois choses à l'esprit :

1. l'orientation de l'opinion macroéconomique ;
2. le calendrier et l'horizon de temps considéré ;
3. le degré de conviction.

Si vous êtes convaincu de l'orientation de votre opinion et de l'horizon de temps considéré, l'inclusion de ces facteurs dans votre décision permettra de protéger votre portefeuille contre les turbulences et lui donnera de bien meilleures chances de surperformer : en effet, nous entrons dans une nouvelle ère où il devient extrêmement difficile d'émettre des prévisions sur les facteurs macroéconomiques, notamment leur impact sur la construction de portefeuille, et donc les performances d'investissement. Les opinions macroéconomiques claires, à rebours du consensus et portées par des convictions fortes sont de plus en plus rares, mais leur valeur est immense.

L'opinion que l'on se fait de la Chine est en train de devenir une prévision macroéconomique cruciale pour l'avenir des investissements

Depuis des années, le marché est divisé en ce qui concerne la Chine. Les investisseurs qui ont adopté un point de vue baissier n'ont jamais révisé leur position, et par conséquent les positions de portefeuille sont alignées sur cette perspective.

À nos yeux, il devient de plus en plus important de se faire une opinion claire de la Chine dès à présent, car cette opinion va influencer radicalement sur les prévisions macroéconomiques mondiales des années à venir étant donné le poids de l'économie chinoise aujourd'hui (10 000 milliards USD) et demain (avec la possibilité de détrôner les États-Unis au rang de première puissance économique mondiale). La partie a déjà commencé, et selon nous, le marché ne l'anticipe pas encore.

Il est nécessaire d'adopter un point de vue sur la Chine à plusieurs horizons de placement, et ce même si vous n'y investissez pas directement.

1. Il faut avoir une opinion claire sur la trajectoire de la croissance économique chinoise. Compte tenu de la baisse du dividende démographique et de la croissance de la productivité, la Chine est de toute évidence sur la voie du ralentissement.
2. Ralentissement, oui, mais sous quelle forme ? Les implications en matière d'investissement seront différentes selon les horizons de temps. Nous pensons que cette forme sera la suivante : ralentissement, stabilisation, autre ralentissement suivi d'une stabilisation, etc. jusqu'à ce que la croissance s'établisse à son potentiel. Pourquoi cet enchaînement ? Parce que la Chine a pris des mesures de soutien économique qui retardent l'arrivée des problèmes.
3. Prochaine question : quand aura lieu la prochaine phase de ralentissement ? À notre avis, ce sera quand la bulle immobilière finira par éclater. Et quel sera l'élément déclencheur ? Selon nous, cela surviendra quand les prix immobiliers seront plus élevés que le taux de performance potentielle pour les promoteurs, d'abord dans les villes de 1^{re} catégorie, puis

L'essentiel

Les opinions macroéconomiques claires, à rebours du consensus et portées par des convictions fortes sont de plus en plus rares, mais leur valeur est immense. L'opinion que l'on se fait de la Chine est en train de devenir une prévision macroéconomique cruciale pour l'avenir des investissements. En particulier, il est important d'avoir un avis sur les tendances à long terme liées au dérèglement climatique et à la démographie en Chine.

Les investissements dans la lutte contre le changement climatique en Chine sont encore rares, en particulier sur le marché asiatique ; et pourtant, la situation devrait évoluer beaucoup plus vite que prévu compte tenu de l'aggravation de la pollution dans l'Empire du Milieu. En ce qui concerne la démographie chinoise, les marchés ne voient pas au-delà du « long terme rapproché » en considérant le dividende démographique ; cependant, les perspectives sont prometteuses à « long terme éloigné » en raison de l'assouplissement de la politique de l'enfant unique, source d'une transformation dynamique qui ne doit pas être négligée.



Les opinions macroéconomiques claires ont une immense valeur



Février 2017

de 2^e, 3^e, etc. L'éclatement de la bulle immobilière s'étendra ensuite au crédit, avant de provoquer un atterrissage forcé de la Chine, puis de l'économie mondiale. Notre scénario central anticipe un éclatement de la bulle, qui est actuellement retardé.

Par conséquent, la prévision d'une stabilisation de l'économie chinoise à court terme (2016 et 2017) engendre des opportunités d'investissement sur les marchés émergents, ainsi qu'au niveau des valeurs cycliques et du secteur des matières premières. Toutefois, en tant qu'investisseurs, nous devons être assez prudents pour repérer le moment où les prix de l'immobilier dépasseront le taux de performance potentiel offert aux promoteurs, car notre opinion à long terme n'a pas changé : la croissance économique chinoise va diminuer.

Il est important d'avoir un avis sur les tendances à long terme liées au dérèglement climatique et à la démographie en Chine

Pourquoi le dérèglement climatique ?

Depuis 2005, la Chine tente de rééquilibrer la part de la consommation au sein de son économie (jusqu'alors très tributaire des exportations), au moyen de deux plans quinquennaux. Cependant, il manque quelque chose pour limiter le potentiel de croissance : quelque chose qui fasse de la demande le premier moteur de l'économie, la demande étant alors considérée à la fois sous l'angle de la consommation et de l'investissement. Concernant l'investissement, le meilleur potentiel se trouve dans le domaine de l'environnement et de la lutte contre le dérèglement climatique. C'est pourquoi cet aspect doit absolument être pris en compte parmi les facteurs macroéconomiques qui influent sur la construction d'un portefeuille ; dans le cas contraire, l'investisseur risque de se priver d'opportunités énormes dans les thèmes liés à l'environnement, qui présentent un excellent potentiel à long terme.

On le voit tout à fait avec l'exemple du « smog » de début janvier 2017. Partie de Pékin avec un taux de particules fines PM2,5 supérieur à 500 (contre un niveau recommandé inférieur à 40), la vague de pollution s'est étendue à plus de 100 villes du pays (même Hong Kong a connu un taux de PM2,5 supérieur à 150) pendant plus de 7 jours (alors que les précédents n'avaient jamais duré plus de 4 à 4 jours), ce qui en dit long sur l'aggravation du phénomène en termes d'intensité, d'échelle et de durée. Les investissements dans l'environnement sont voués à une croissance exponentielle, car c'est la qualité même de la vie (donc la santé) des populations qui est en jeu.

Pour les investisseurs exposés à la Chine, les implications sont les suivantes : un portefeuille doit comporter un certain pourcentage d'actifs investis dans l'environnement, via des expositions directes et indirectes. La performance potentielle viendra d'abord de la Chine, qui doit s'attaquer au problème sans attendre étant donné que c'est le pays le plus confronté aux ravages de la pollution. Pourtant, les investissements sont encore très rares dans ce domaine, en particulier en Asie, bien qu'il ait été souhaitable selon nous que ceci évolue nettement plus rapidement.

Pourquoi l'évolution démographique ?

Les prévisions baissières concernant la croissance chinoise à long terme sont basées sur le recul du dividende démographique. Mais dans une perspective plus éloignée, quelle question doit-on se poser ? Il faut se demander quand le dividende démographique progressera à nouveau, et selon nous, ce sera plus tôt que le marché ne le pense puisque ce dernier n'anticipe pas cette issue à l'heure actuelle.

Il existe un début de dynamique qui peut changer la donne, mais que les marchés sous-estiment complètement : l'assouplissement de la politique de l'enfant unique. D'après le consensus initial, cette mesure ne devrait pas changer grand-chose ; et pourtant, en Chine, on constate que de plus en plus de femmes font le choix de maternités tardives (entre 40 et 50 ans), en particulier depuis 2016, et qu'elles n'ont pas l'intention de s'arrêter à un seul enfant. Elles-mêmes nées sous la politique de l'enfant unique (1980-2015), ces femmes ont souffert de la



Le thème du dérèglement climatique est sous-investi, mais cela devrait rapidement changer



L'évolution démographique est également prometteuse dans une perspective de très long terme



Février 2017

solitude et souhaitent un avenir différent pour leurs propres enfants. Le taux de natalité en 2016 (1,295 %) a atteint son plus haut niveau depuis 15 ans et le taux d'accroissement naturel de la population un plus haut sur 11 ans à 0,586 %. Si l'on considère la base de la population et la pression endogène que peut exercer l'entourage, on peut imaginer que le dividende démographique pourra de nouveau s'accroître d'ici 15 à 25 ans, c'est-à-dire aux environs de 2032-2047. C'est une issue que le marché n'anticipe pas, mais qu'il est important de prendre en compte parmi les facteurs macroéconomiques.

Conclusion

Les opinions macroéconomiques claires, à rebours du consensus et portées par des convictions fortes sont de plus en plus rares, mais leur valeur est immense. L'opinion que l'on se fait de la Chine est en train de devenir une prévision macroéconomique cruciale pour l'avenir des investissements. En particulier, il est important d'avoir un avis sur les tendances à long terme liées au dérèglement climatique et à la démographie en Chine.



Les prévisions concernant la Chine deviennent un facteur crucial pour l'avenir des investissements





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

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

- **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*
- **IORP2: A New Regulatory Framework for Pensions**
MARIE BRIERE, LING-NI BOON — *Recherche, Stratégie et Analyse*

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

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

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