



LE THÈME DU MOIS

Vers où la Chine se dirige-t-elle ?



Alessia BERARDI
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique, Amundi Institute



Claire HUANG
Macrostratégiste Senior, Marchés émergents, Amundi Institute

Les décideurs chinois adopteront une approche progressive : un assouplissement graduel des restrictions et des contretemps sont probables

Les perspectives de reprise cyclique de la Chine dépendent fondamentalement de l'évolution de la politique vis-à-vis du Covid-19. Le logement représentera un frein moins important à mesure que le secteur effectuera un atterrissage en forme de « L ». À long terme, la Chine devra faire face à de multiples obstacles structurels. Il sera difficile pour le pays de maintenir la croissance miraculeusement élevée des années passées.

Rebond cyclique conditionné par la réouverture

Le Congrès du Parti qui vient de s'achever a, une fois de plus, fait mentir les marchés. La réouverture de la Chine n'est pas liée à un événement politique particulier, bien que des restrictions supplémentaires sur les déplacements aient été imposées avant le Congrès, la plupart desquelles seront levées avant la fin de l'année.

Le Congrès du Parti n'a pas abordé directement la question de la réouverture, mais, dans une interview¹ quelques jours avant le Congrès du Parti, l'expert en santé publique Liang Wannian a déclaré qu'il n'y avait pas de calendrier pour la sortie du dispositif zéro Covid-19. Singapour et Taïwan ont montré qu'un taux de vaccination élevé ne constituait pas une protection parfaite contre le Covid-19. La possibilité de devoir affronter et gérer une multiplication des décès et un engorgement des hôpitaux est donc toujours d'actualité et nous ne sommes guère convaincus de pouvoir prédire quand la Chine rouvrira complètement son économie.

Quoi qu'il en soit, nous pensons que la politique en matière de Covid-19 de la Chine restera réactive. La stratégie « zéro COVID-19 dynamique » mise à part, les décideurs chinois adopteront une approche progressive : un assouplissement graduel des restrictions et des contretemps sont probables. Entre-temps, les investisseurs doivent s'attendre à une accélération des efforts des gouvernements qui prennent des mesures de précaution. Celles-ci comprennent, entre

autres, l'accélération de la vaccination des personnes âgées, la construction d'unités de soins intensifs supplémentaires ou de services équipés de dispositifs de support respiratoire, ainsi que des vaccins et des médicaments plus efficaces.

Les derniers communiqués des médias d'État et des experts en santé publique suggèrent que le processus de réouverture graduelle pourrait s'étendre sur une période assez longue. Une réouverture complète ne sera possible que lorsque toutes les mesures de précaution auront été mises en place et que le public sera suffisamment confiant pour vivre avec le virus. Dans ce scénario, l'économie chinoise devra faire face à différentes perturbations. À mesure que les responsables tirent les leçons des vagues épidémiques successives, ils accumulent de l'expérience et des connaissances qui leur seront utiles pour limiter les dommages causés à l'ensemble de l'économie. Nous pensons donc que les chances d'un scénario chaotique de réouverture forcée sont faibles, étant donné que Wuhan et Shanghai ont été isolés assez rapidement du reste du pays. Pour autant, si la politique du zéro Covid-19 ne paralyse pas l'économie dans son ensemble, elle reste néanmoins un frein à la croissance. **Nous nous attendons à ce que la Chine connaisse une croissance bien plus lente qu'avant la pandémie, d'environ 1% en rythme trimestriel en 2023.**

La façon dont le marché du logement atterrira donnera le ton pour la croissance à long terme

Le marché du logement est un autre sujet de préoccupation majeure pour les investisseurs. Entre le pic du quatrième trimestre 2020 et le troisième trimestre 2022, le volume des ventes de logements neufs a chuté de 40 %, effaçant toute la croissance des cinq années précédentes et le volume mensuel des ventes est retombé à son niveau de mi-2015. Les gouvernements ont continué à intensifier leurs efforts d'assouplissement. En un an, les taux hypothécaires ont baissé de 162 points de base (pb) et de 109 pb pour s'établir à 4,1 % et 4,9 %, respectivement, pour les acquéreurs de

résidence principale et de résidence secondaire. Il faut désormais 25 jours en moyenne pour qu'un particulier obtienne un accord de prêt hypothécaire et les restrictions locales d'achat sont tombées à leur plus bas cyclique.

Des signes de stabilisation apparaissent. L'enquête du troisième trimestre de la PBoC a montré que, pour la première fois depuis mi-2021, la part des ménages prévoyant d'acheter un logement a augmenté. En septembre, le volume des ventes de logements neufs, après correction des variations saisonnières, a augmenté pour le deuxième mois consécutif.

¹ SCMP: Coronavirus in China: 'No timeline' for exit from zero-Covid controls

LE THÈME DU MOIS

Notre estimation de la tendance indique que la chute s'est considérablement ralentie. En parallèle, les données préliminaires d'octobre indiquent que le marché du logement est devenu plus résistant aux chocs provoqués par les confinements, grâce aux efforts continus d'assouplissement de la PBoC et du ministère des Finances.

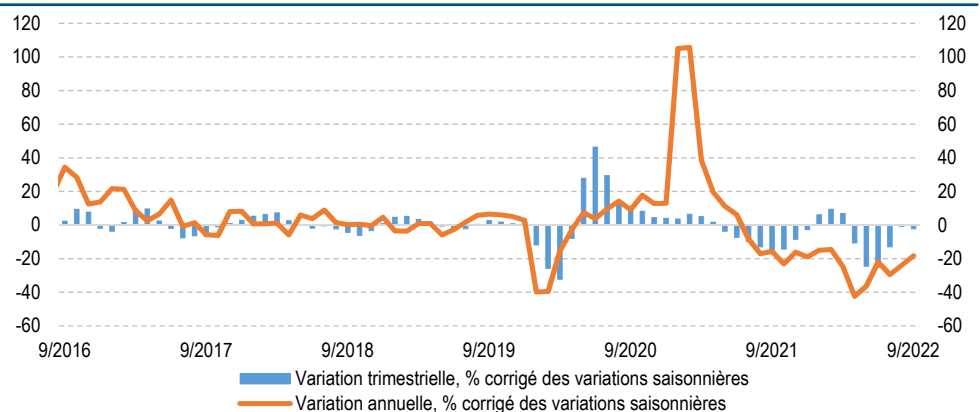
Tous ces éléments annoncent une **stabilisation des ventes de logements d'ici la fin de 2022**. Nous pensons donc que les ventes de logements sont proches de leur point bas cyclique. La transmission des mesures d'assouplissement de la politique en matière de logement s'est améliorée. En 2023, nous nous attendons à ce que les ventes de logements enregistrent une légère progression et qu'elles ne freinent plus autant la croissance. Avec l'aide des politiques d'assouplissement cyclique, les ventes de logements neufs pourraient revenir autour de 1,2 milliard de mètres carrés (m²) en 2023. Toutefois, le sort à long terme du marché sera déterminé par son profil démographique et notamment la diminution de la population, le

ralentissement de la formation des ménages et l'urbanisation croissante. Deux conclusions peuvent être tirées concernant l'équilibre à long terme du marché du logement :

- L'augmentation de la population urbaine sera d'environ 10 millions de personnes par an au cours de la prochaine décennie, soit moitié moins que dans les années 2010.
- La demande de nouveaux logements résidentiels diminuera de 40 %, passant de 1,54 milliard de m² par an en 2019-2021 à moins de 1 milliard en 2031-2035.

L'un des dommages collatéraux de l'effondrement du marché immobilier est la vente de terrains, qui a chuté de 48 % en glissement annuel au troisième trimestre 2022. Cette réduction d'une source de revenus fiscaux a remis en question la situation budgétaire des collectivités locales, qui a été temporairement couverte par une augmentation des émissions obligataires. On peut penser que si le marché du logement continue sa chute libre en 2023, la facture sera importante et cette chute aura plus de chances de se transformer en crise systémique.

1/ Ventes de logements résidentiels en Chine



Source : CEIC, Amundi Institute. Données à octobre 2022.

Persistante des obstacles structurels, mais aucune relance massive n'est à l'ordre du jour

Le problème pressant du logement ramène le marché à la question de savoir à quel rythme la Chine peut croître à long terme. Pour répondre à cette question, deux éléments bien connus contribuant au ralentissement de la croissance potentielle doivent être pris en compte : le vieillissement rapide de la population et la baisse du rendement du capital. Il n'y a pas eu, lors du Congrès du Parti, d'indication d'une volonté des dirigeants chinois de traiter les problèmes via des politiques inflationnistes comme des politiques budgétaires qui stimuleraient la demande. Lors de son discours² à la cérémonie d'ouverture du Congrès du Parti, le président Xi a énuméré plusieurs objectifs et tâches pour les cinq prochaines années et a adopté un ton plus

équilibré entre croissance, sécurité et durabilité.

En bref, la Chine poursuivra un modèle de croissance qui concentrera ses ressources sur l'augmentation de la productivité. Cependant, la productivité totale des facteurs est traitée comme un élément résiduel dans le modèle de Solow et un progrès technologique soudain ou une percée de la productivité sont hors du champ de prévision. Si on ne tient pas compte du secteur du logement alors la croissance de la Chine à long terme devrait baisser de 2 pp, en supposant que le secteur puisse réaliser un atterrissage en douceur. Pour ce qui est des investissements en infrastructures, en plus d'être moins importants en taille que le logement, ils ont un effet d'entraînement moindre sur la

² Nikkei Asia : Transcription : Rapport du président Xi Jinping lors du Congrès du parti en 2022 (18 octobre 2022)

LE THÈME DU MOIS

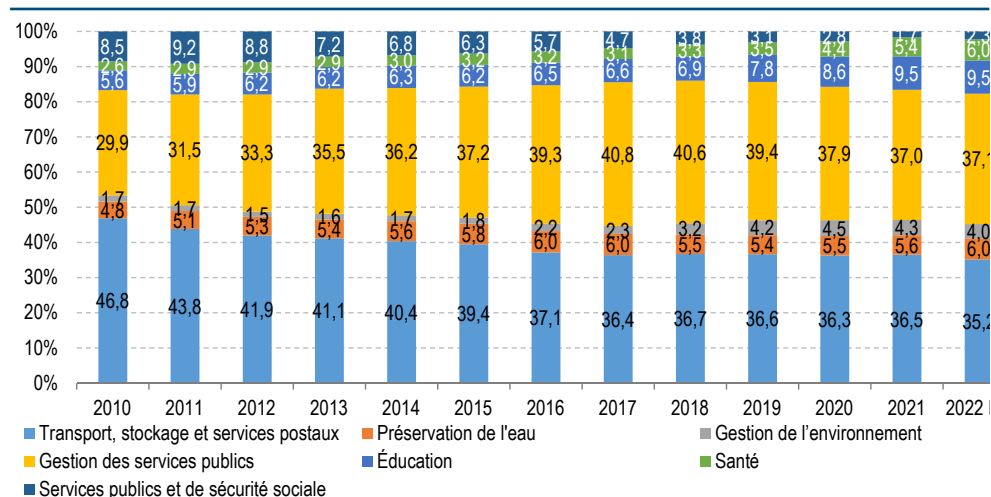
À plus long terme, la croissance de la Chine convergera davantage à la baisse, vers 3 %

croissance. D'ailleurs, en examinant les dépenses de la Chine dans les projets d'infrastructure, nous avons constaté que, de plus en plus, l'argent est dirigé vers les infrastructures immatérielles, par exemple l'éducation, les services publics et la gestion de l'environnement, tandis que la part des investissements dans les infrastructures physiques est en baisse (voir figure 2).

En 2022-2024, nous anticipons une croissance d'environ 4 % pour la Chine. L'expérience de 2022 montre comment, sans consommation de services et sans le secteur du logement, la Chine peut croître de 1% par trimestre au plus. À plus long terme, la croissance de la Chine convergera davantage à la baisse, vers 3 %.

Achévé de rédiger le 28 octobre 2022

2/ Où la Chine dépense son argent pour les projets d'infrastructure



Source : CEIC, Amundi Institute. Données à octobre 2022.

Priorités économiques de la Chine en 2022-2027

Croissance de qualité :

- Augmenter la productivité totale des facteurs
- Créer un environnement favorable pour les entreprises privées
- Parvenir à une **plus grande autonomie** et à une plus grande compétence dans le domaine de la science et des technologies
- Rendre les chaînes de production industrielle et d'approvisionnement **plus résilientes et plus sûres**
- Développer de **nouveaux moteurs de croissance** tels que les technologies de l'information de nouvelle génération, l'intelligence artificielle, les biotechnologies, les nouvelles énergies, les nouveaux matériaux, les équipements haut de gamme et l'industrie verte
- **Nouvelle industrialisation**: renforcer les atouts de la Chine dans les domaines de la fabrication, de la qualité des produits, de l'aérospatiale, des transports, du cyberspace et du développement numérique. Accélérer le développement de l'internet des objets
- **Augmenter les investissements dans la science et la technologie** par divers canaux et renforcer la protection juridique des droits de propriété intellectuelle
- Développer un système logistique efficace pour réduire les coûts de distribution
- Construire un système d'infrastructures modernes, améliorer les infrastructures urbaines et moderniser les infrastructures environnementales

Secteur financier :

- Approfondir la réforme structurelle du secteur financier
- régler tous les types d'activités financières
- Augmenter la part des financements directs
- Moderniser le système bancaire central

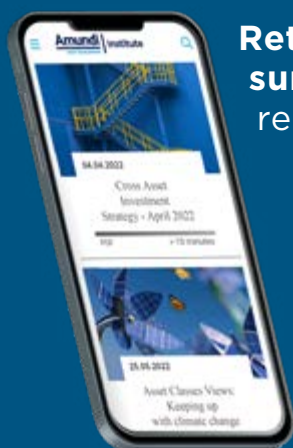
Réglementation :

- Prendre des mesures plus fermes contre les monopoles et la concurrence déloyale
- Casser les protectionnismes locaux et les monopoles administratifs
- Faire progresser l'administration gouvernementale fondée sur le droit

Salaires, revenus et patrimoine :

- Veiller à ce que les revenus personnels augmentent au même rythme que la croissance économique
- Veiller à ce que les salaires augmentent en parallèle des hausses de productivité
- Augmenter la part du revenu personnel dans la distribution du revenu national
- Donner plus de poids à la rémunération du travail dans la distribution primaire
- Renforcer le rôle de la fiscalité, de la sécurité sociale et des dépenses de transfert
- Maintenir une bonne réglementation des moyens d'accumulation de richesse

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 27 octobre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : 4 novembre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1143615555 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - martin Puddy

Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute
MORTIER Vincent, C/O Groupe

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset
DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste, Recherche Cross Asset
DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Contributeur CPR Asset Management

DRUT BASTIEN, Responsable de la Macro Stratégie Thématique

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset
ROSENBERG Anna, Responsable de la Géopolitique
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

PONCET Benoît, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier