

THÉMATIQUE



Claire HUANG,
Macrostratège Senior, Marchés émergents

Les chiffres du PIB du T1 surestiment probablement la croissance économique réelle

Maintien ferme du choc de demande en Chine : plus de confiance que de peur

Le confinement prolongé à Shanghai et dans d'autres villes a ébranlé la confiance des marchés, entraînant une nouvelle fois la baisse du marché des actions en Chine au cours du mois. Compte tenu des dommages causés à l'économie chinoise par sa politique zéro-Covid, nous anticipons une récession au second trimestre et une croissance annuelle largement inférieure à l'objectif du gouvernement (prévisions d'Amundi 3,5 % contre 5,5 % pour l'objectif officiel).

Néanmoins, une extrapolation simpliste du cas de Shanghai serait erronée. Malgré le fait qu'un quart à un tiers de l'économie est soumis à différents niveaux de restrictions, les activités en dehors de Shanghai ont commencé à se redresser depuis début avril, annonçant un ajustement de l'exécution des politiques et une réouverture progressive en mai/juin.

Plus important encore, l'hésitation à l'égard de l'assouplissement général des politiques a diminué. Le 26 avril, le Comité central des finances et de l'économie a appelé à ouvrir des chantiers d'infrastructures globales, ouvrant la voie à un regain d'optimisme. Trois jours plus tard, le Politburo a rassuré les marchés en réaffirmant ses objectifs économiques annuels et en demandant la fin des mesures de répression réglementaires sur l'économie de plate-forme.

Le casse-tête de la croissance - quelle décote doit-on faire à la baisse ?

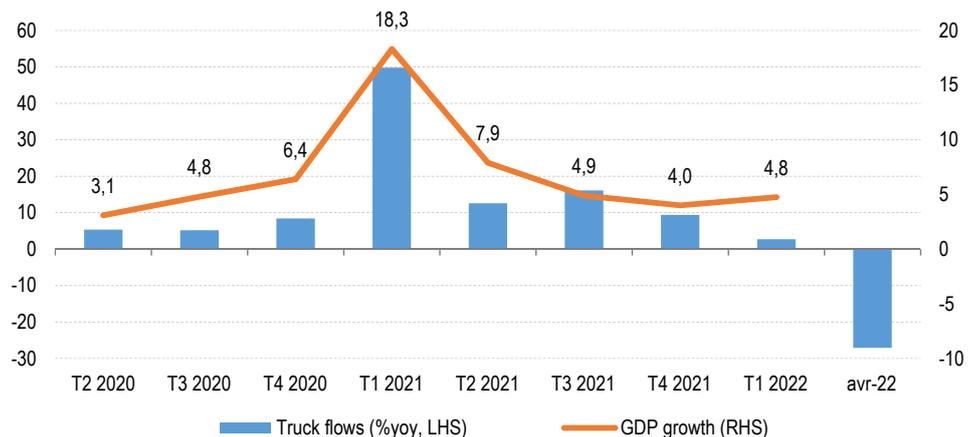
La croissance a été plus forte que prévu, à 4,8 % en glissement annuel au premier trimestre, malgré de forts effets de base négatifs. Un examen plus approfondi des chiffres révèle une divergence statistique accrue entre les données officielles et les données alternatives, en particulier dans les secteurs de l'industrie et du logement. Selon nous, ces chiffres optimistes surestiment probablement la croissance économique réelle.

Au 2^e trimestre, la prolongation du confinement à Shanghai et l'élargissement des restrictions dans d'autres régions entraîneront la Chine dans une récession transitoire. Les faits sont éloquentes. Le trafic national de marchandises, un indicateur qui suit de près la croissance chinoise, a reculé de 27 % en glissement

annuel en avril (graphique 1). Shanghai et Jilin ont montré que le coût économique de la politique zéro-Covid est élevé et qu'il ne fera qu'augmenter avec des variantes plus transmissibles, car une ville a besoin de réduire davantage la mobilité lors d'une épidémie d'Omicron que pour des épidémies de variants non-Omicron.

À partir des données sur les flux de camionnage, les économistes universitaires Chen et al., 2022 ont estimé qu'un confinement durant un mois complet à Shanghai, Pékin et Shenzhen réduirait respectivement le PIB national de 4 %, 3,6 % et 2,8 %. Actuellement, le confinement à grande échelle de Shanghai s'est prolongé au début du mois de mai et le ministère des Transports prévoit une baisse de 60 % en glissement annuel des déplacements

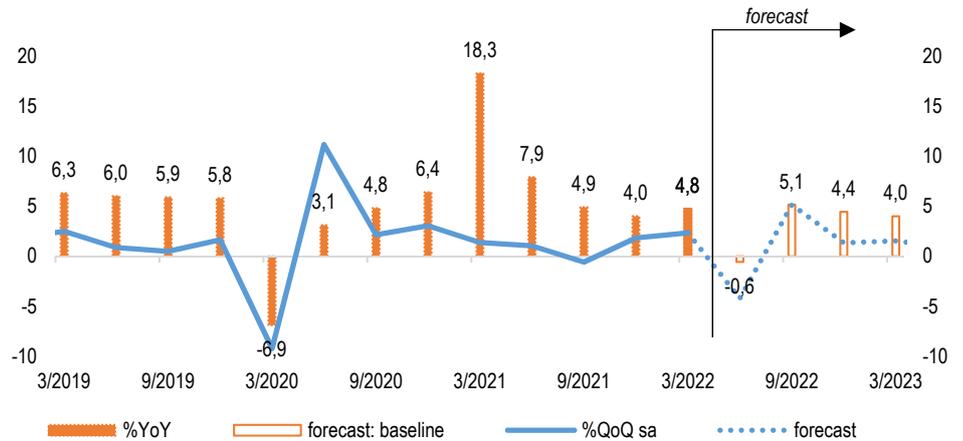
1/ Flux de camionnage en Chine et croissance du PIB



Source : Wind, Amundi Institute, données au 29 avril 2022

THÉMATIQUE

2/ Prévisions de croissance du PIB en Chine



Source : CEIC, Amundi Institute, données au 29 avril 2022

Le lissage statistique nous amènera à rattraper les chiffres officiels durant le trimestre à venir

nationaux durant la Semaine d'or du jour du travail. Même si l'économie du confinement (p.ex. production d'équipements médicaux et achats en ligne) pourrait se développer à nouveau, selon nous une récession est inévitable au second trimestre, dans l'hypothèse d'une réouverture prudente en mai et juin (voir graphique 2 pour plus de détails sur les prévisions).

Néanmoins, nous ne pouvons exclure de bonnes surprises par rapport à nos prévisions. D'une part, le lissage statistique nous amènera

à rattraper les chiffres officiels durant le trimestre à venir. Au cours de la dernière semaine d'avril, un représentant de la Banque Populaire de Chine a appelé à maintenir une croissance supérieure à 5 % au 2^e trimestre, ce qui témoigne combien atteindre l'objectif de croissance annuel est important. Une autre source de hausse importante est l'investissement dans les infrastructures, qui pourrait aller au-delà de notre fourchette de prévisions et finir à un taux supérieur à 10 % sur l'ensemble de l'année.

Le casse-tête du Covid : combien de temps la politique zéro-Covid pourra-t-elle durer ?

La politique zéro-Covid reste le principal catalyseur de nos perspectives de croissance, et sa mauvaise exécution pourrait contrecarrer d'autres mesures de relance. La réunion du Politburo d'avril a clairement indiqué son intention de s'en tenir à une approche dynamique zéro-Covid. Avec un calendrier politique chargé à l'horizon, y compris des remaniements de leadership locaux dans

dix-sept provinces au deuxième trimestre et les élections du Politburo et du Comité central en novembre, on peut s'attendre à ce que les responsables adhèrent à la politique zéro-Covid tout au long de l'année.

Cependant, il serait faux d'extrapoler l'impact de Shanghai à d'autres villes. Au niveau de l'exécution, un ajustement est en cours pour répondre à la demande de logistique, par

3/ Impulsion du crédit en Chine



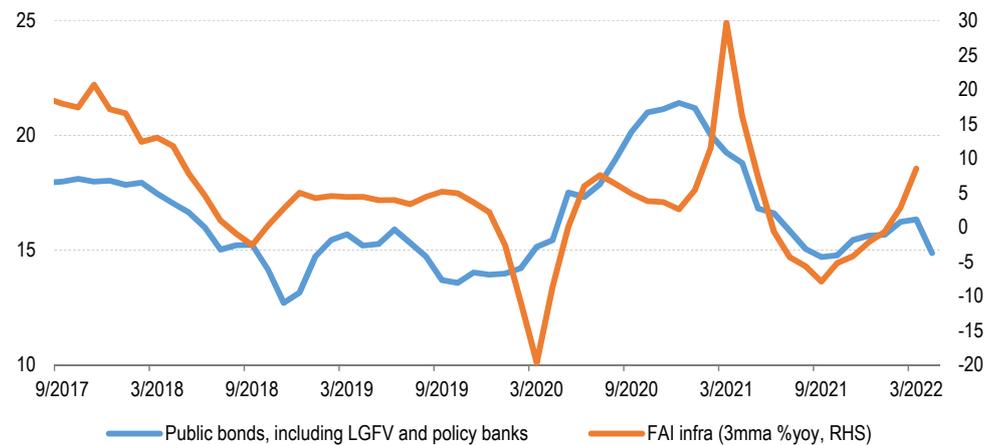
Source : CEIC, Amundi Institute, données au 29 avril 2022

THÉMATIQUE

L'impulsion de crédit devrait redevenir positive en avril et continuer à progresser tout au long du mois de septembre

À l'issue de la réunion du Politburo en avril, nous devrions assister à un suivi plus rapide des mesures de soutien

4/ Croissance de la dette publique et investissements en infrastructures



Source : CEIC, Amundi Institute, data as of 29 avril 2022

exemple un processus de demande simplifié pour les conducteurs de camions pour obtenir leur passeport-santé. En conséquence, nous avons observé une reprise régulière

des activités en dehors de Shanghai et au niveau national, ouvrant la voie à une reprise économique en mai/juin et au troisième trimestre.

Le casse-tête politique - les responsables politiques manqueront-ils à leurs engagements ?

Les marchés ont été déçus par le manque de continuité suite aux promesses des politiques, en particulier en matière d'assouplissement monétaire. En effet, la Banque Populaire de Chine a de nouveau déçu en avril en maintenant ses taux directeurs inchangés pour le quatrième mois consécutif et en réduisant moins que prévu les RRR (taux de réserves bancaires obligatoires). Les conditions de liquidité interbancaire se sont encore assouplies, avec une chute des ratios prêt-revenu. Dans le même temps, la Banque Populaire de Chine s'est tournée vers la transmission, incitant les banques à accorder des prêts et à assouplir leurs exigences de crédit. Compte tenu de la montée des pressions à la baisse sur la croissance, nous pensons qu'il faut procéder à de nouvelles baisses des taux et nous anticipons une nouvelle baisse des taux de 10 pb dans les mois à venir.

Bien que la Banque Populaire de Chine soit en retard sur la courbe des taux dans l'univers traditionnel de l'assouplissement monétaire, ses directives d'encadrement semblent fonctionner. La croissance du crédit a regagné le terrain perdu et s'est redressée en mars. D'après nous, l'impulsion de crédit devrait redevenir positive en avril et continuer à progresser tout au long du mois de septembre (graphique 3).

En revanche, les mesures de relance budgétaire se font davantage sous la forme de baisses des impôts et des commissions, ce qui explique probablement l'écart entre les marchés et les autorités. En outre, avec l'accélération de la croissance de la dette publique, les dépenses d'infrastructure devraient également augmenter. La croissance des investissements en infrastructures s'oriente désormais vers un taux plus élevé de 5 à 10 % en 2022, contre notre prévision précédente de 0 à 5 %. Cette croissance sera supportée par l'assouplissement des exigences en matière de qualité des projets d'infrastructure et des émissions d'obligations publiques. Les versements en espèces ou les subventions aux consommateurs, le cas échéant, constitueraient des surprises positives par rapport à nos prévisions.

À l'issue de la réunion du Politburo en avril, nous devrions assister à un suivi plus rapide des mesures de soutien. Ces mesures de soutien, bien qu'elles répondent directement aux principales inquiétudes du marché, ne suffiront pas à annuler les dommages causés par les restrictions liées au Covid. Toutefois, étant donné que le ralentissement de la croissance chinoise nous apparaît de manière claire, nous pensons que les politiques ne seront que plus souples au lieu d'être plus strictes, confortant ainsi un regain d'optimisme.

Achevé de rédiger le 29 avril 2022

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 Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
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 3 mai 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: 3 mai 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 - AndreyPopov

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*

FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

PERRIER Tristan, *Global Views*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*