



**EDMOND
DE ROTHSCHILD**

CHINE

Livre blanc



PRÉAMBULE : Ce livre blanc synthétise les vues de certains de nos meilleurs experts internes et externes sur la Chine.

Ce document peut contenir des points de vue qui ne sont pas nécessairement alignés, reflétant dans une certaine mesure l'absence de consensus aujourd'hui dans le marché, sur l'orientation de l'économie chinoise et/ou sur la position de la Chine sur la scène géopolitique.

Nous souhaitons ainsi offrir à nos lecteurs une perspective riche et une vision équilibrée sur un sujet qui reste complexe mais riche en opportunités.

COMMUNICATION PUBLICITAIRE : Ceci est une communication marketing.

EDMOND DE ROTHSCHILD, [L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.](#)

CHINE : UN DRAGON INCONTOURNABLE ET IMPOSSIBLE À IGNORER



**JACQUES-AURÉLIEN
MARCIREAU**

Co-responsable de la
gestion actions

Vous voulez semer la discorde entre les investisseurs ? Rien de plus simple : interrogez-les sur leurs perspectives à l'égard de la Chine. Les Cassandre sont venus gonfler les rangs des investisseurs occidentaux, tandis que les plus optimistes attendent des catalyseurs pour faire leur retour sur le marché chinois. Il y a encore quelques années, c'était l'inverse.

Pour les investisseurs à long terme, prendre position vis-à-vis de la Chine est devenu une nécessité. En effet, l'évolution de l'économie chinoise et les interactions du pays avec le reste du monde façonneront clairement l'avenir des échanges commerciaux, mais aussi le tissu même de l'économie mondiale et notre capacité à lutter contre le changement climatique dans les décennies à venir.

C'est la raison pour laquelle nous avons décidé de faire un panorama des scénarios possibles pour l'économie chinoise et de leurs conséquences en matière d'investissement. Pour cela, nous nous sommes appuyés sur les travaux de recherche interne issus de notre équipe de gestion sur les actions chinoises et de nos experts thématiques. Nous avons également repris les résultats de notre sondage propriétaire, qui repose sur les connaissances de notre vaste réseau d'experts indépendants (experts géopolitiques, spécialistes sectoriels et universitaires). Notre objectif est ambitieux et nous savons que les probabilités attribuées aux divers scénarios peuvent sembler théoriques, dans la mesure où les mécanismes internes de l'élite du parti communiste sont difficiles à décrypter depuis l'extérieur. D'ailleurs, avec le recul, même les prévisionnistes les plus sérieux n'avaient pas su anticiper l'effondrement de l'Union soviétique...

Pour simplifier l'analyse, il vaut mieux considérer la Chine en fonction de quatre paramètres interdépendants :

- ▶ (1) la prospérité économique,

- ▶ (2) les prévisions liées aux échanges commerciaux,
- ▶ (3) la stabilité politique/les tensions sociales,
- ▶ (4) le conflit avec Taïwan.

Comme le montre le schéma ci-dessous, il est important de préciser que cette relation décrit une « influence » et non une « causalité » et que toute détérioration du commerce affectera bien sûr la prospérité économique du pays.



Toutefois, la Chine n'est ni Singapour ni Taïwan, du fait d'un marché intérieur bien plus profond. Une dégradation de l'économie pourrait entraîner des tensions sociales. Cependant, la capacité du régime à lutter contre l'adversité ne doit en aucun cas être sous-estimée,

notamment en raison de sa maîtrise des technologies de surveillance et des spécificités de la culture chinoise. Enfin, ces tensions sociales pourraient pousser le gouvernement à utiliser en dernier recours des arguments nationalistes pour expliquer les déceptions économiques du « Rêve chinois » et accroître les tensions dans le détroit de Taïwan, afin de démontrer l'unité de la Chine contre un pays considéré comme un « ennemi ». Cette éventualité reste toutefois très incertaine. En effet, jusqu'à présent, le réalisme politique favorisait la guerre économique plutôt qu'un conflit militaire conventionnel, car même les membres les plus radicaux du parti communiste savent que la Chine n'est pas encore prête pour une telle confrontation.

Selon nous, les conditions de marché actuelles offrent de réelles opportunités d'investissement. En revanche, comme la situation est encore assez instable, une gestion active reste indispensable pour s'adapter à l'évolution du contexte.

	Probabilité	Prospérité économique	Prévisions relatives aux échanges	Stabilité interne	Conflit avec Taïwan
La Chine est le nouveau Japon... avec une certaine nuance	48%	✗	✓	✓	✓
Montée du multilatéralisme, à la faveur de l'isolationnisme des États-Unis	18%	✓	✓	✓	✓
La fin du monde tel que nous le connaissons	15%	✗	✗	✗	✗
Seule, mais paisible et prospère	9%	✓	✗	✓	✓
Tirer parti du chaos mondial	5%	✗	✗	✓	✗
Émergence de tensions sociales internes	3%	✗	✓	✗	✓
Rébellions des gouvernements locaux	2%	✓	✓	✗	✓

SCÉNARIO 1 :

LA CHINE EST LE NOUVEAU JAPON... AVEC UNE CERTAINE NUANCE (48%)

Description :

Les États-Unis reproduisent la stratégie qui a conduit à l'endiguement du Japon. L'économie domestique chinoise peine à éliminer ses excès, à l'image du Japon qui avait dû résorber les difficultés de son marché immobilier et ses investissements improductifs. Cependant, même une Chine « apprivoisée » continue de présenter des opportunités d'investissement : la Chine peut d'ores et déjà mettre à profit sa position de *leader* dans les secteurs exportateurs et à forte valeur ajoutée, comme l'automatisation, les équipements de santé, l'énergie solaire, les véhicules électriques, entre autres.

Conséquence en termes d'investissement :

Privilégier les exportateurs, les *leaders* mondiaux et les entreprises chinoises bien gérées, en profitant de la faiblesse actuelle des valorisations. Rester à l'écart des acteurs domestiques de faible qualité ainsi que des entreprises d'État.

Prospérité économique	Stabilité politique/ Tensions sociales	Prévisions relatives aux échanges	Conflit avec Taïwan
✗	✓	✓	✓

SCÉNARIO 2 :

MONTÉE DU MULTILATÉRALISME, À LA FAVEUR DE L'ISOLATIONNISME DES ÉTATS-UNIS (18%)

Description :

La Chine parvient à maintenir le statu quo vis-à-vis de Taïwan, s'engage à lutter contre le dérèglement climatique et réussit à établir des relations multilatérales avec les pays européens, tandis que l'instabilité politique aux États-Unis, avec le retour d'un candidat « trumpiste » au pouvoir, fissure le bloc occidental. Dans ce scénario, les autorités chinoises s'efforceraient d'assurer une gestion très pragmatique de l'économie et contribueraient à une reprise globale.

Conséquences en matière d'investissement :

La grande majorité des actions chinoises deviendraient attractives, mais certains champions nationaux du secteur industriel pourraient pâtir d'une concurrence accrue des acteurs étrangers dans le sillage de cette réouverture de la Chine.

Prospérité économique	Stabilité politique/ Tensions sociales	Prévisions relatives aux échanges	Conflit avec Taïwan
✓	✓	✓	✓

SCÉNARIO 3 :

LA FIN DU MONDE TEL QUE NOUS LE CONNAISSONS (15%)

Description :

La dégradation de l'économie domestique menace la stabilité interne et l'arrivée au pouvoir d'un parti nationaliste se traduit par une invasion potentielle de Taïwan. Les échanges commerciaux se détériorent sensiblement sauf avec quelques alliés internationaux, ce qui pourrait accélérer les stratégies de relocalisation et nuire aux sociétés exportatrices, avec une montée en puissance des entreprises d'État.

Conséquences en matière d'investissement :

Priorité aux champions nationaux dans les secteurs stratégiques et surpondération marquée des entreprises d'État. Découplage potentiel à surveiller entre la Chine et les marchés financiers. Ce scénario est beaucoup plus risqué car il porterait préjudice aux alliés potentiels de la Chine et nuirait à la plupart des pays étrangers.

Prospérité économique	Stabilité politique/Tensions sociales	Prévisions relatives aux échanges	Conflit avec Taïwan
×	×	×	×

SCÉNARIOS ALTERNATIFS :

Seule, mais paisible et prospère (9%)

Description : Plus qu'un pays, la Chine est un « continent » sur le plan économique, dont la dépendance à l'égard du monde extérieur va continuer à se résorber - en dehors de certains domaines de pointe comme les semi-conducteurs - grâce à sa puissance technologique.

Conséquences en matière d'investissement : éviter les sociétés exportatrices ; privilégier les entreprises domestiques de qualité dont le poids dans les indices va progressivement augmenter.

Prospérité économique	Stabilité politique/Tensions sociales	Prévisions relatives aux échanges	Conflit avec Taïwan
✓	✓	×	✓

Tirer parti du chaos mondial (5%)

Description : variante du scénario 3, dans lequel les États-Unis - occupés dans d'autres régions - sont incapables de répondre à la menace qui pèse sur Taïwan.

Dans ce scénario, la Chine étend son influence en Asie-Pacifique, sans que cela ne résolve ses difficultés économiques internes ; le parti communiste

pourrait s'en trouver affaibli.

Conséquences en matière d'investissement : priorité aux entreprises d'État et aux secteurs stratégiques.

Émergence de tensions sociales internes (3%)

Description : les difficultés économiques et le chômage des jeunes entraînent des manifestations à grande échelle qui contraignent le gouvernement à engager des réformes radicales.

Conséquences en matière d'investissement : se positionner massivement à l'achat sur les actions chinoises avec un horizon d'investissement à très long terme, la première phase du scénario étant susceptible d'être extrêmement volatile.

Rébellions des gouvernements locaux (2%)

Description : variante du scénario 5, dans lequel les collectivités locales s'opposent au gouvernement central afin de restaurer la vitalité économique de leur région.

Conséquences en matière d'investissement : se positionner massivement à l'achat sur les actions chinoises, avec une sélection des valeurs tenant compte des spécificités des entreprises locales.

PARÉ AU DÉCOLLAGE - DE RETOUR DE VOYAGE EN CHINE



XIADONG BAO

Gérant de portefeuille,
spécialiste de la Chine

Cette année, nous nous sommes rendus deux fois en Chine, en mai et en septembre. L'indice MSCI China poursuit sa tendance baissière à l'approche du 4^{ème} trimestre 2023 par rapport à son niveau du mois de mai, mais le sentiment ressenti sur place s'est nettement amélioré si l'on compare les deux périodes.

Les faits marquants que nous relatons ici sont ceux de notre dernier voyage en Chine, qui a été jalonné pendant plus de 300 heures de plus de 60 réunions avec des entreprises, 20 visites sur site, dans des villes de catégorie 1/2/3 comme Hong Kong, Shenzhen, Shanghai, Fuzhou, Hangzhou et Pékin.

UNE FOIS ROMPUE, RÉTABLIR LA CONFIANCE PREND DU TEMPS

Impossible de le nier : la reprise de l'économie chinoise patine après 3 ans de restrictions imposées par le gouvernement chinois pour lutter contre la Covid, un processus de désendettement initié depuis plusieurs années et un sérieux durcissement de la réglementation de nombreux secteurs, le tout dans un contexte géopolitique complexe.

Grâce à nos échanges et à nos conversations avec les investisseurs institutionnels locaux et des dirigeants d'entreprise, nous avons ressenti une forme de soulagement du fait de l'intérêt retrouvé des investisseurs étrangers, malgré un sentiment d'inquiétude face aux défis structurels à venir, comme le vieillissement de la population et les incertitudes géopolitiques.

La plupart de nos interlocuteurs s'accordent à dire que la pandémie a été mal gérée : si les mesures administratives globales ont été très efficaces pour contenir assez rapidement la pandémie dans un pays de 1,4 milliard d'habitants, l'absence

ultérieure de retour d'information ascendant a été plus longue que prévu et a occasionné des craintes durables pour l'économie. La transition brutale du « zéro Covid » à la suppression totale des restrictions il y a un an (octobre 2022) était très plausible, mais elle est probablement intervenue trop tard pour inverser la tendance. La diversification des chaînes d'approvisionnement est bien là et la Chine doit regagner la confiance des multinationales et des investisseurs étrangers.

LA TRANSITION QUE TRAVERSE LA CHINE EST DOULOUREUSE MAIS NÉCESSAIRE DANS UNE LOGIQUE DE LONG TERME

L'opinion publique chinoise estime que les campagnes de lutte contre la corruption dans les secteurs de l'éducation, de l'Internet et de la santé ont été nécessaires à la poursuite des réformes jugées essentielles pour trouver un équilibre entre les objectifs de croissance à long terme de la Chine et les défis sociaux à court terme, compte tenu du rôle majeur du secteur public (entreprises d'État) et des entrepreneurs privés. Ces deux secteurs ont joué un rôle déterminant dans la trajectoire historique de la Chine, qui s'est hissée au deuxième rang mondial en termes de PIB.

Les efforts volontaires de désendettement déployés au fil des années dans le secteur de l'immobilier ont aussi été essentiels. Presque tous nos interlocuteurs *buy-side* estiment que les prix de l'immobilier dans les villes de catégorie 1 (Tier 1) commencent à être hors de portée pour les familles de la classe moyenne. Cependant, de nouvelles mesures de soutien sont primordiales pour stabiliser la perception du secteur par le grand public, l'effet de richesse dans la classe moyenne étant étroitement lié au prix de l'immobilier, et ce en raison de la rareté des autres sources d'investissement en Chine. Il devient donc de

plus en plus évident que le gouvernement veut faciliter les travaux de modernisation du parc immobilier dans le cadre d'un processus normal d'urbanisation, mais aussi stabiliser les prix plutôt que de sauver les promoteurs immobiliers en défaut, en l'absence de risque systémique immédiat.

APPRENDRE DES ÉCHECS DES AUTRES, AFIN DE SAVOIR LES ÉVITER (PRINCIPE DE LA CULTURE CHINOISE)

Toutes les entreprises et tous les investisseurs que nous avons rencontrés ont étudié les « décennies perdues » du Japon après sa tentative infructueuse, dans les années 1980, de prendre le dessus sur les États-Unis. Ils constatent des pressions croissantes à court terme sur la PBoC pour qu'elle défende la devise du pays, compte tenu de l'écart croissant entre les taux réels chinois et américains. Il sera pratiquement impossible d'inverser la trajectoire démographique sans une politique d'immigration pertinente.

Cependant, la plupart d'entre eux sont convaincus que la Chine est capable d'éviter la longue spirale déflationniste qu'a connue le Japon : en effet, son marché intérieur est beaucoup plus vaste, le revenu par habitant est nettement plus faible et les disparités entre régions développées et sous-développées sont plus fortes. L'ampleur et la diversité de son économie et de sa population sont plus favorables que celles du Japon, et le mécanisme de prise de décision est considéré comme plus efficace par rapport à celui du Japon.

LES AFFAIRES, SONT... LES AFFAIRES

En matière de géopolitique, les opinions locales commencent à diverger sensiblement

des points de vue conventionnels des investisseurs étrangers. Les Chinois conviennent que la confrontation entre la Chine et les États-Unis est difficile à gérer (en plus d'être inévitable, comme l'a décrit Graham Allison avec son « piège de Thucydide »). Ils estiment toutefois que leur pays peut faire mieux sous l'égide de la nouvelle direction du parti, les tensions géopolitiques étant devenues un frein aux ambitions d'expansion des entreprises chinoises à l'international.

Les investisseurs et les entreprises chinoises s'estiment déjà suffisamment éloignés de la Russie et suffisamment ouverts vis-à-vis de Taïwan pour que l'Occident ne compare pas la situation Russie-Ukraine à la relation entre la Chine continentale et Taïwan. Et selon eux, la voie à suivre serait un *statu quo*, voire un environnement plus favorable aux affaires dans le détroit de Taïwan.

Les entreprises chinoises présentes à l'étranger nous ont même demandé des conseils pour éviter les erreurs de novices lors de la création de *joint-ventures* dans des pays géopolitiquement hostiles, pour étoffer leur production outre-mer ou pour choisir des partenaires étrangers en dépit des tensions géopolitiques.

LA CLASSE MOYENNE CONSERVE UN POUVOIR D'ACHAT RÉSILIENT, MAIS SES PRIORITÉS ONT CHANGÉ

Inutile de montrer une photo de SUV électriques pris dans un embouteillage dans une grande ville en pleine semaine ou une photo d'une gare moderne de trains à grande vitesse où des milliers de passagers font la queue pour partir en week-end. Les statistiques de la dernière Golden Week parlent d'elles-mêmes : les Chinois ont repris leurs déplacements, tant au niveau national qu'international.

Cependant, la résilience de la classe moyenne

chinoise s'exprime différemment depuis la pandémie par rapport aux pays occidentaux, en raison de l'absence d'aides financières directes, de l'augmentation limitée des salaires et des offres restreintes de VISA en matière de voyages. Ils ont repris leurs dépenses, mais sans excès. Leur pouvoir d'achat reste élevé, mais sans surconsommation.

Cela s'explique notamment par la faiblesse du marché immobilier que nous avons évoquée plus haut. On observe donc une transition naturelle et salutaire de leurs habitudes de consommation, comme dans tous les pays développés, d'un mode de vie axé sur l'abondance à une quête de *richesse spirituelle*. Les achats plus sélectifs, axés sur la valeur immatérielle et la notion de service ou d'expérience ont pris le dessus sur les achats de biens matériels, ce qui devrait ouvrir un âge d'or pour les sociétés publicitaires.

Autre exemple intéressant : après le succès des SUV familiaux, c'est le segment des monospaces qui est aujourd'hui la cible des constructeurs chinois de véhicules électriques les plus compétitifs. Les représentants des constructeurs de véhicules électriques que nous avons rencontrés ont dressé le portrait d'une famille chinoise typique de la classe moyenne : 1 à 2 enfants avec une nounou à temps plein, 2 à 3 véhicules par ménage, véhicules à 4 places pour la semaine, à 6-7 places pour les trajets courts le week-end avec les grands-parents.

LA COMPÉTITIVITÉ DE LA CHINE REPOSE SUR SA CAPACITÉ D'ADAPTATION

Les entreprises chinoises ont réussi à s'affranchir de leurs homologues très compétitifs d'Asie du Sud-Est (japonais, coréens et taïwanais), qui ont longtemps été *leaders* en matière de coûts et d'efficacité, et sont désormais hyper compétitives.

La Chine a adopté un modèle différent de

celui de l'Occident. Les acteurs chinois se sont appuyés sur l'expérience de leurs concurrents d'Asie du Sud-Est pour innover à grande échelle, avec une multitude de projets qui montent en puissance rapidement grâce à un marché intérieur suffisamment vaste, à des politiques publiques favorables et à une chaîne d'approvisionnement compétitive bénéficiant de la grande qualité des infrastructures énergétiques, logistiques et numériques du pays. À l'inverse, les entreprises occidentales s'appuient généralement sur la recherche fondamentale et dimensionnent progressivement leur activité au niveau local, puis régional, avant de rechercher des économies d'échelle à l'international.

Les entreprises que nous avons rencontrées cette fois-ci couvrent presque tous les secteurs. Concernant la concurrence à l'échelon local, elles ont toutes eu le même mot à la bouche : 内卷 (nèi juǎn) ou « involution », c'est-à-dire une concurrence acharnée entre pairs pour un gain minime. Cette tendance a été considérée comme un facteur déflationniste négatif pour, au final, une concurrence vaine (les entreprises japonaises ont connu une période similaire) en raison d'un potentiel de croissance insuffisant. Nous pensons néanmoins qu'il s'agit du principal moteur de l'innovation à grande échelle de la Chine.

Sur fond de concurrence persistante sur les prix, un nombre croissant d'entreprises chinoises recherchent des opportunités à l'étranger. Elles contribuent activement à la diversification des chaînes d'approvisionnement, plus encore que leur clientèle multinationale. Selon leurs représentants, après les confinements anti-Covid et l'épisode de guerre commerciale avec les États-Unis, la tendance à la relocalisation était devenue inexorable.

Elles ne pouvaient que tenter de ralentir ou participer de manière proactive à cette période de réorganisation des chaînes d'approvisionnement : départ de Chine des sites de fabrication bas de gamme à faible valeur

ajoutée, maintien des capacités de production dédiées au marché chinois et conservation/développement des chaînes d'approvisionnement à forte valeur ajoutée par des acteurs chinois dans d'autres régions.

La compétitivité de la Chine repose sur sa capacité d'adaptation, en particulier dans ses secteurs de prédilection comme les *sportswears*, l'électronique grand public, l'énergie solaire, les batteries et les véhicules électriques. Hors de toute considération géopolitique, la Chine aide clairement la planète à accélérer la transition énergétique de la manière la plus efficace de l'histoire de l'humanité.

CONCLUSION : « UN CHAMEAU MAIGRE EST TOUJOURS PLUS IMPOSANT QU'UN CHEVAL »

Lorsque nous avons pris notre vol de retour de Pékin vers l'Europe, le service au frontière exigeait encore un pass sanitaire anti-Covid via un QR code traçable. Aussi étonnant que cela puisse paraître, les agents frontaliers ont plutôt eu tendance à faciliter le processus d'enregistrement de tous les voyageurs étrangers, conscients qu'il s'agissait d'une simple formalité provisoire avant une suppression définitive.

La reprise chinoise sera elle aussi progressive, et les craintes durables accumulées ces trois dernières années dans le domaine économique ne disparaîtront peut-être pas totalement à court terme. Toutefois, nous restons convaincus que les dernières mesures de soutien auront progressivement des répercussions positives sur le niveau de richesse des quelques 400 millions de personnes de la classe moyenne chinoise et, à elle seule, cette tendance nous incite à rester investis en Chine.

Les actions chinoises peuvent faire l'objet d'une décote géopolitique ou d'une prime



de risque liée à la décélération de la croissance ou à une stagnation à la japonaise. En revanche, une chose est sûre : les entreprises chinoises - désormais extrêmement compétitives - sont toujours en quête de perfection, elles cherchent à se développer à l'international, elles s'adaptent aux nouvelles normes géopolitiques et elles continuent à créer de la valeur pour leurs investisseurs.

Il nous reste encore beaucoup de choses à

suivre pour mieux décrypter la deuxième économie mondiale dans le cycle de reprise actuel, mais nous restons très optimistes. Les actions chinoises présentent des valorisations très attractives et bénéficient du positionnement modeste des investisseurs, de politiques favorables et du décalage entre la perception extérieure et l'amélioration concrète des fondamentaux réels. À l'image d'un ressort tendu, le marché chinois pourrait bientôt décoller.

POINT DE VUE



MARC JULIENNE

Chercheur, responsable des activités Chine, Centre Asie de l'Ifri (*Institut Français des Relations Internationales*)

PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

- ▶ La probabilité d'un conflit initié par Taïwan est proche de zéro. Toutefois, les États-Unis pourraient déclencher une crise en franchissant une ligne rouge par inadvertance, dans la mesure où la Chine n'explique ce qu'elle entend par lignes rouges.
- ▶ Dans ce contexte, nous estimons que la probabilité d'un conflit à court terme reste très faible, notamment en raison du coût humain et financier gigantesque que devrait supporter la Chine. Un tel conflit compromettrait l'ambition de la Chine de devenir une superpuissance dans tous les domaines et la placerait face à des critiques internationales importantes.
- ▶ D'un point de vue militaire, l'armée chinoise ne sera pas en mesure de mener une opération contre Taïwan (en raison d'équipements insuffisants et d'un manque d'expérience militaire) avant au moins 2027.
- ▶ Un facteur déstabilisateur qui pourrait mener à une telle issue serait une détérioration massive de l'environnement économique chinois qui inciterait Xi Jinping à envahir Taïwan pour affirmer sa domination et détourner l'attention de la population des difficultés économiques sur le plan intérieur. Le président chinois concentre tous les pouvoirs et n'hésite pas à éliminer ses opposants au sein du PCC.
- ▶ **Une guerre hybride a déjà commencé**, mêlant opérations militaires, mesures de coercition économique, guerre de l'information, etc.. 103 survols de l'espace aérien taïwanais au cours de la seule journée du 18 septembre, contre une moyenne de 20 survols par jour ces dernières semaines et l'absence totale de survols il y a quatre ans.
- ▶ La prochaine élection présidentielle américaine (et la victoire potentielle d'un candidat trumpiste) ne changera ni les perspectives à court terme ni le consensus bipartisan vis-à-vis de la Chine. Le président Donald Trump était entouré de conseillers compétents sur la situation taïwanaise et sur le rôle à tenir face à la Chine. Les États-Unis ne peuvent pas se permettre à ce stade d'abandonner Taïwan, qui est une pièce maîtresse de leur périmètre d'influence économique (usines de semi-conducteurs) et stratégique. La perte de Taïwan donnerait à la Chine un accès libre au Pacifique et aux côtes occidentales pour la dissuasion nucléaire océanique chinoise.

QUELLE EST LA PROBABILITÉ D'UN CONFLIT ENTRE LA CHINE ET TAÏWAN ?

En déclenchant un conflit dans le détroit de Taïwan, la Chine devrait supporter un coût humain, financier et politique colossal. Un tel conflit pourrait même saper les efforts diplomatiques déployés par la Chine pour devenir la première puissance mondiale d'ici 2049. En outre, l'Armée populaire de libération (APL) ne disposera pas avant 2027 des capacités indispensables à une opération d'une telle ampleur. Cela dit, si l'on ajoute à la radicalisation idéologique du parti communiste chinois ces 11 dernières années la concentration de tous les pouvoirs entre les mains de Xi Jinping, le durcissement de ton et des actes à l'encontre de Taïwan et, enfin, les graves défis économiques sur le front domestique, il serait tout aussi imprudent de ne pas anticiper un tel scénario. S'il faut retenir un enseignement de la guerre en Ukraine, c'est que l'idéologie peut très bien prendre le dessus sur la logique économique dans un régime politique autoritaire. En outre, la Chine mène déjà une guerre hybride contre Taïwan via des opérations militaires aux alentours de l'île, des mesures de coercition économique et une vaste campagne de désinformation. Le 18 septembre, l'APL a déployé un nombre record de 103 avions autour de Taïwan.

LE RÉSULTAT DE L'ÉLECTION PRÉSIDENTIELLE AMÉRICAINNE (AVEC UNE VICTOIRE RÉPUBLICAINE) PEUT-IL INFLUENCER LES RELATIONS SINO- AMÉRICAINES ?

Il existe un solide consensus bipartisan vis-à-vis de la Chine à Washington. Donald Trump

a en effet mené une politique assez dure contre la Chine (guerre commerciale, lutte contre les fournisseurs chinois de 5G, soutien militaire à Taïwan, etc.), qui a été maintenue et même renforcée sous la houlette de Joe Biden dans les domaines des semi-conducteurs, de l'IA et du quantique. Même si sa présidence s'est révélée imprévisible, Donald Trump était entouré d'une équipe de conseillers avisés et semblait avoir compris la valeur des intérêts stratégiques des États-Unis en Asie. La crédibilité du réseau d'alliances des États-Unis, l'approvisionnement vital en semi-conducteurs et la position géographique de Taïwan qui empêche les sous-marins chinois d'accéder librement au Pacifique et de menacer le territoire américain avec des missiles balistiques nucléaires restent des points de vigilance.

LA CHINE POURRAIT-ELLE S'INTÉRESSER À LA PARTIE ORIENTALE DE LA SIBÉRIE EN PROFITANT DE LA FAIBLESSE ACTUELLE DE LA RUSSIE ?

Le débat sur la présence passée de la Chine en Sibérie orientale s'est longtemps limité au cercle des historiens chinois. Toutefois, la publication en août dernier par le ministère des ressources naturelles de la RPC de la nouvelle carte officielle de la Chine, incluant une partie du territoire russe (l'île Bolchoï Ussuriysky), a suscité de vives inquiétudes. Jusqu'à présent, Pékin ne revendique pas ouvertement de territoires russes, et l'ensemble des différends frontaliers a d'ailleurs été réglé. En outre, la Chine a actuellement d'autres préoccupations intérieures et internationales pour ne pas déclencher un nouveau conflit avec un prétendu pays « ami ».

ENQUÊTE TRIMESTRIELLE SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS

Les faits marquants de l'enquête du 3^{ème} trimestre 2023

Grâce à notre partenariat avec le cabinet GLG, nous soumettons chaque trimestre un questionnaire géopolitique à une centaine d'experts des marchés émergents, universitaires, anciens dirigeants d'entreprise, consultants, etc. Ce sondage nous permet de recenser l'opinion de spécialistes afin d'identifier et d'évaluer les risques potentiels qui sont souvent sous-estimés par les marchés. Lancée pour la première fois il y a cinq ans, cette enquête s'est révélée être un outil précieux pour faire face à l'évolution des marchés émergents et pour mieux anticiper les risques. Réalisée entre le 22 et le 28 septembre, cette dernière enquête était entièrement consacrée à la Chine. Il est à noter que les conclusions de ces enquêtes trimestrielles ne sont pas nécessairement alignées avec nos convictions.

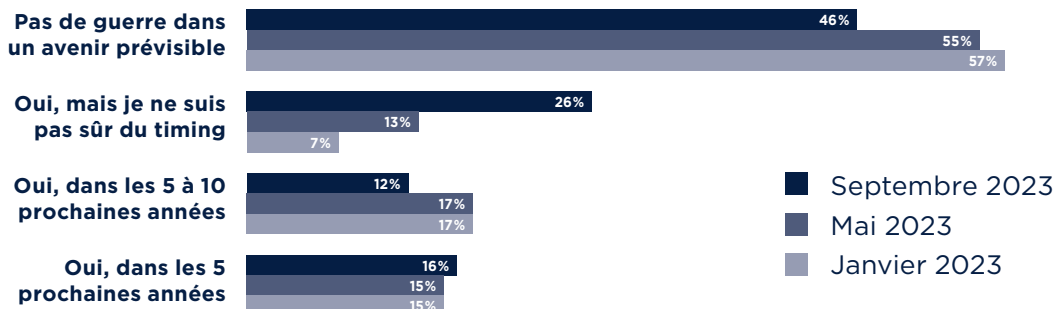
Les premières remontées de l'enquête sur les marchés émergents se sont révélées plus pessimistes que nous ne l'avions prévu, près de la moitié des personnes interrogées anticipant un conflit militaire entre Taïwan et la Chine.

Si, à l'inverse, seuls 20% des sondés estiment que la Chine va connaître une stagnation à la japonaise, les défis domestiques restent leur principale préoccupation (33% d'entre

eux ont cité les difficultés liées à la demande intérieure, à la consommation et au marché immobilier, et 23% l'incertitude réglementaire, tandis que seulement 4% s'inquiètent de l'instabilité sociale).

Vous trouverez ci-dessous les principales conclusions de notre enquête du 3^{ème} trimestre sur les marchés émergents réalisée en collaboration avec le cabinet GLG.

ANTICIPEZ-VOUS UNE GUERRE ENTRE LA CHINE ET TAÏWAN ?



<p>La Chine pourrait connaître une période de stagnation prolongée rappelant les « décennies perdues » du Japon si les États-Unis parviennent à déployer contre la Chine une politique d'endiguement similaire.</p>	<p>20%</p>
<p>La Chine réussit à recomposer l'ordre mondial en assumant un rôle de premier plan dans les organisations internationales, en ralliant les nations européennes aux principes du multilatéralisme, occasionnant un isolement des États-Unis, en particulier si Donald Trump est réélu.</p>	<p>23%</p>
<p>La Chine déploie des mesures à l'encontre de Taïwan, dans un contexte marqué par des difficultés économiques domestiques et la montée de l'instabilité sociale et du nationalisme.</p>	<p>45%</p>
<p>Autre scénario</p>	<p>12%</p>

Les tensions géopolitiques restent une préoccupation majeure (pour un tiers des experts interrogés) et la Chine n'est pas encore devenue le « prochain Japon »

- ▶ Une stagnation « à la japonaise » est considérée comme une issue peu probable (anticipée par seulement 20% de nos experts).
- ▶ 60% de nos experts estiment que la Chine ne pourra pas reproduire le modèle d'exportation nippon. Cette incapacité est davantage le résultat d'un contexte géopolitique défavorable que d'un manque de technologies ou d'une qualité insuffisante des produits.
- ▶ 80% des personnes interrogées ne pensent pas que les États-Unis pourront « contenir » la Chine comme ils l'ont fait avec le Japon dans les années 1980 : l'influence et l'envergure de la Chine sont en effet beaucoup plus vastes à l'échelle mondiale.

À court terme, le statu quo géopolitique devrait prévaloir

- ▶ Une majorité des sondés prévoient un statu quo dans les relations Chine/Taïwan

et Chine/États-Unis à très court terme, et très peu d'entre eux anticipent une quelconque embellie.

- ▶ La probabilité d'un conflit militaire entre la Chine et Taïwan est de 50/50, à la fois sous l'effet de facteurs internes et externes.
- ▶ Il n'existe pas de consensus clair concernant le découplage du monde par rapport à la Chine, qui semble toutefois plus négatif que nous ne l'avions prévu (nous pensions qu'une simple réduction des risques était plus probable qu'un découplage prononcé).

Les réformes politiques sont plus puissantes que les politiques de relance

- ▶ 90% de nos experts estiment que la Chine doit absolument améliorer son dialogue avec ses principaux partenaires sur le plan diplomatique/commercial et mettre en œuvre des réformes en interne pour sortir de l'impasse actuelle. Seule une minorité (10%) des sondés pense que des mesures de soutien au secteur immobilier ou d'autres types de projets de relance peuvent parvenir à ce résultat.



La diversification des chaînes d'approvisionnement mondiales va se poursuivre

- ▶ Selon 2/3 des experts sondés, les entreprises de l'UE devraient diversifier leurs chaînes d'approvisionnement afin de réduire leur dépendance vis-à-vis de la Chine, même si 20% d'entre eux estiment que la plupart des entreprises européennes ne sont pas encore prêtes.
- ▶ 2/3 des experts pensent que d'autres pays émergents pourraient bénéficier de ce découplage, en particulier l'Inde (à 64%) et, dans une moindre mesure le Mexique (23%).

La situation actuelle offre quelques lueurs d'espoir

- ▶ Les politiques peuvent être réorientées beaucoup plus rapidement en Chine et avec un niveau d'acceptation plus élevé que dans les autres pays occidentaux. En matière de capital humain, la Chine dispose d'une main-d'œuvre qualifiée parmi les plus importantes au monde.

- ▶ La Chine parvient également à conserver sa compétitivité sur des exportations stratégiques comme les véhicules électriques, l'énergie solaire, etc.

Les problématiques les plus ignorées/surestimées sur la Chine selon nos experts

Les plus ignorées :

- ▶ L'endettement élevé des entreprises d'État
- ▶ Le pragmatisme insuffisant du pays dans ses relations internationales
- ▶ L'avance technologique du pays
- ▶ La résilience et la capacité d'adaptation de l'économie

Les plus surestimées :

- ▶ Immédiateté d'un conflit militaire impliquant la Chine, en particulier avec Taïwan
- ▶ L'expertise des autorités pour influencer l'ordre économique mondial
- ▶ La crise immobilière
- ▶ Les divergences d'opinion sur les droits de l'Homme et les systèmes politiques

LA CHINE, ACTEUR DOMINANT DU MARCHÉ DE L'ÉNERGIE SOLAIRE



BING YUAN

Gérante de portefeuille
- spécialiste de la lutte
contre le changement
climatique

COMMENT LA DOMINATION DE LA CHINE SUR LA CHAÎNE D'APPROVI- SIONNEMENT SOLAIRE A-T-ELLE INFLUENCÉ L'ACCESSIBILITÉ ET LE COÛT DES TECHNOLOGIES SOLAIRES AU NIVEAU MONDIAL ?

Au cours des décennies qui viennent de s'écouler, la Chine s'est imposée comme la plaque tournante mondiale de la fabrication de panneaux solaires photovoltaïques, avec une part de plus de 80% du marché. Le pays éclipse complètement ses homologues occidentaux, avec des investissements qui se montent à 50 milliards de dollars et 300 000 créations d'emplois. Grâce à ces investissements massifs, à la modernisation des processus de fabrication et à des avancées technologiques majeures, le coût par watt a considérablement diminué et l'efficacité a augmenté. Le coût de l'énergie solaire photovoltaïque a chuté, passant de 376 dollars par watt en 1976 à 0,18 dollar en 2023, dont 90% après 2010. Selon une étude de Goldman Sachs, le coût actualisé (LCOE) de l'énergie solaire est de 40 euros/MWh en Europe, soit la moitié du coût de l'énergie éolienne en mer et un quart du prix de l'électricité à terme à un an en Europe.

LA TENDANCE À LA RÉDUCTION DES RISQUES DE DÉPENDANCE À LA CHINE VA-T-ELLE PESER SUR L'INDUSTRIE SOLAIRE CHINOISE ?

La Chine devrait encore dominer l'offre mondiale de panneaux solaires jusqu'en 2025, avec près de 95% de la production. Le pays abrite les cinq plus grandes entreprises du secteur intervenant à chaque étape de la chaîne de valeur, de l'extraction de la matière première, le polysilicium, jusqu'à la



construction des modules finaux. Cette forte concentration témoigne de la vulnérabilité des pays développés en matière de souveraineté énergétique durable.

Aux États-Unis, les subventions fiscales prévues par la loi IRA encouragent la production domestique d'énergie solaire. De même, le commissaire européen à l'énergie s'est engagé à renforcer la viabilité du secteur photovoltaïque, en visant une capacité de production de 30 GW d'ici 2025.

Toutefois, dans le secteur désormais bien établi de l'énergie solaire photovoltaïque, l'effet d'échelle et l'intégration verticale sont deux facteurs essentiels. Selon l'AIE, les coûts pratiqués en Chine sont inférieurs de 10% à ceux de l'Inde, de 20% à ceux des États-Unis et de 35% à ceux de l'Europe, en raison des variations des coûts de l'énergie, de la main-d'œuvre, des matériaux et du capital. Les entreprises européennes et américaines possèdent certes des technologies de pointe, mais il leur faudra des années d'incitations financières et d'aides publiques massives à la production, en particulier sur les segments en amont, pour atteindre une capacité de production à grande échelle. Pour résorber les problématiques sur la chaîne d'approvisionnement du solaire, les entreprises occidentales pourraient avoir besoin de collaborer avec des partenaires chinois afin d'atteindre les objectifs climatiques mondiaux dans les délais impartis. Les responsables européens

doivent veiller à la multiplication de ces partenariats, tout en évitant des stratégies de découplage qui seraient contre-productives.

COMMENT L'INDUSTRIE SOLAIRE CHINOISE PEUT-ELLE S'ASSURER UNE CROISSANCE DURABLE, QUELLE QUE SOIT LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE ?

Le secteur solaire chinois est passé d'un modèle dépendant des subventions publiques à un fonctionnement plus durable et axé sur les mécanismes de marché, ce qui lui confère un avenir radieux.

- Le secteur de l'énergie solaire photovoltaïque prospère malgré certains défis. Sur les vingt ans écoulés, il a enregistré une solide croissance au début des années 2000, avant de souffrir de surcapacités et d'un repli des exportations. Cependant, les innovations de la fin des années 2010 ont considérablement fait baisser les coûts du solaire, ce qui s'est traduit par une baisse des subventions en 2018. En 2020, l'énergie photovoltaïque a atteint la parité réseau dans plusieurs régions, concurrençant directement les sources d'énergie conventionnelles comme le charbon et le gaz.

Forte visibilité en termes de demande : les capacités de production mondiale de polysilicium, de galette, de cellules et de modules doivent plus que doubler d'ici 2030 par rapport aux niveaux actuels.

- ▶ De 240 GW en 2022, la capacité des installations solaires mondiales devrait monter en flèche, avec la construction de nouvelles installations de l'ordre de 1 TW et une capacité cumulée de 6 TW d'ici 2030, ce qui témoigne d'une trajectoire solide pour la demande.
- ▶ Dans le cadre de la « stratégie de l'UE en faveur de l'énergie solaire », la région vise une capacité photovoltaïque installée de 750 GW d'ici 2030, soit une augmentation considérable par rapport aux 224 GW de 2022. Parallèlement, si l'énergie solaire ne représente que 3% du bouquet énergétique aux États-Unis, ce chiffre devrait passer à 30% en dix ans, ce qui nécessitera le déploiement de plus de 700 GW de capacités et une augmentation annuelle considérable des installations.

QUELLE EST LA MEILLEURE MANIÈRE DE PROFITER DES PROMESSES DU SECTEUR DE L'ÉNERGIE SOLAIRE ?

Le secteur de l'énergie solaire photovoltaïque connaît une certaine volatilité en termes de rentabilité et de consolidation sectorielle, mais il ne faut pas oublier certains aspects positifs. Rappelons tout d'abord que les secteurs impliqués dans la transition énergétique en Chine devraient bénéficier d'une croissance structurelle et qu'ils occupent une place majeure dans l'économie chinoise.

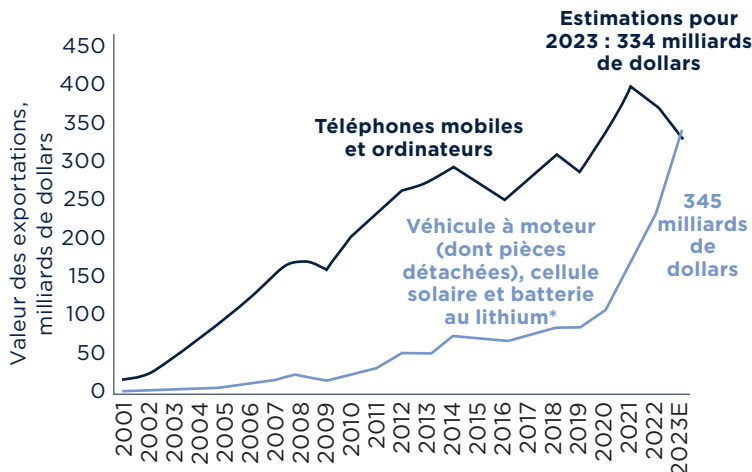
Selon nous, les entreprises détenant une part de marché importante sont bien placées pour profiter de fortes économies d'échelle. Une chaîne de valeur verticalement intégrée offre en effet une meilleure maîtrise des coûts. En outre, les efforts de R&D en cours dans l'industrie solaire devraient faire émerger de nouvelles avancées technologiques. Ces

innovations pourraient bouleverser la chaîne d'approvisionnement et offrir de nouvelles opportunités de croissance.

Malgré les défis existants, de par son influence mondiale, l'industrie solaire chinoise peut s'affranchir partiellement de la macroéconomie du pays et composer avec les tensions commerciales. En outre, les recherches menées actuellement devraient permettre aux technologies solaires de passer dans une autre dimension, ce qui témoigne du potentiel de croissance et d'innovation du secteur.

VALEUR DES EXPORTATIONS CHINOISES DEPUIS 2000

La valeur des exportations de VE, d'énergie solaire et de batteries au lithium dépasse celle des produits électroniques



*Les données relatives aux cellules solaires ne sont pas disponibles avant 2012, et celles sur les batteries au lithium ne sont pas disponibles avant 2020. Source : Douanes chinoises, CEIC, estimations des équipes de recherche de Morgan Stanley. Données corrigées des variations saisonnières à des fins de prévision. Les données sur les cellules solaires ne sont pas disponibles avant 2012, et celles relatives aux batteries au lithium ne sont pas disponibles avant 2020.

SECTEUR DE LA SANTÉ EN CHINE : L'INNOVATION SUR UN MARCHÉ EN FORTE EXPANSION



SEBASTIEN MALAFOSSE

Gérant de portefeuille - spécialiste de la santé

QUELLE A ÉTÉ L'ÉVOLUTION RÉCENTE DU SYSTÈME DE SANTÉ CHINOIS ?

Ces dernières années, le système de santé chinois a connu de nombreuses évolutions structurelles notamment en termes de transparence et d'efficacité, et ce afin de faciliter l'accès aux soins de sa population vieillissante tout en encourageant les innovations à l'échelon local. Grâce à cette politique forte en faveur du développement humain et du bien-être, de nombreux médicaments, dispositifs et services de santé ont enregistré une croissance soutenue. De nouvelles entreprises innovantes ont également vu le jour à l'échelle locale. Aujourd'hui, plus de 95% de la population est couverte par un régime public d'assurance maladie. Les dépenses de santé s'élevaient à 831 milliards de dollars en 2020, soit une progression annuelle de 13% depuis 2010¹.

Au cours des deux dernières décennies, la Chine a pris une place majeure dans le secteur mondial de la santé. La part de la Chine dans les dépenses mondiales de santé est en effet passée de moins de 2% en 2000 à 9% en 2020¹. Au 1^{er} janvier 2000, on ne comptabilisait que 71 entreprises chinoises dans le secteur de la santé, contre 655 aujourd'hui². La capitalisation boursière cumulée de ces entreprises était de 14 milliards de dollars à l'époque contre 1 080 milliards de dollars aujourd'hui, soit 10% de la capitalisation boursière du secteur mondial de la santé². En termes de profondeur du marché actions (nombre d'entreprises et capitalisation boursière cumulée), la Chine est désormais le deuxième pays

1. OMS

2. Bloomberg



le plus important au sein de l'univers de la santé, derrière les États-Unis.

QUELS SONT LES THÈMES ET LES OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT QUE VOUS AVEZ IDENTIFIÉS EN CHINE DANS LE DOMAINE DE LA SANTÉ ?

Nous avons décelé au moins trois grands thèmes d'investissement en Chine :

- ▶ Le premier est l'**émergence d'un marché intérieur** pour les biens et services de santé. Ce marché, gigantesque, offre des opportunités aux acteurs locaux ainsi

qu'aux entreprises internationales. Les plus grandes entreprises chinoises cotées du secteur, qu'il s'agisse de groupes pharmaceutiques (Hengrui, Fosun, CSPC, etc.), d'établissements médicaux (Aier Eye Hospital, etc.) ou les sociétés d'équipement médical (Weigao, AK), enregistrent la majeure partie de leurs revenus en Chine. En outre, certaines multinationales réalisent une part importante de leurs ventes en Chine, comme AstraZeneca, grand laboratoire pharmaceutique britannique.

- ▶ Deuxièmement, la Chine a contribué à l'avènement d'**entreprises innovantes de rang mondial** capables de s'imposer sur les marchés internationaux avec des produits compétitifs. Parmi ces sociétés chinoises innovantes capables de rivali-

ser sur la scène mondiale, on trouve des spécialistes des équipements médicaux (Mindray) ainsi que des sociétés de biotechnologie (Beigene).

- Enfin, la Chine abrite des « **facilitateurs de services** » pour l'industrie pharmaceutique mondiale, qui s'appuie de plus en plus sur des prestataires extérieurs, que ce soit à des fins de recherche ou de production. Ces facilitateurs peuvent être des fabricants extérieurs proposant des essais cliniques ou des offres commerciales, comme Wuxi Apptec ou Wuxi Biologics.

QUEL EST LE POSITIONNEMENT DE LA STRATÉGIE SANTÉ VIS-À-VIS DU MARCHÉ CHINOIS ?

L'exposition directe de la stratégie santé à la Chine représente près de 6% du portefeuille. Nous avons sélectionné des entreprises chinoises qui nous permettent d'investir dans les thèmes susmentionnés. Il s'agit notamment de **Weigao**, un leader chinois dans le domaine des consommables médicaux pour les hôpitaux et les salles d'opération. Weigao est clairement exposée à la croissance du marché chinois de la santé, puisqu'elle en tire 80% de ses revenus. Parmi les sociétés innovantes, nous avons choisi **Beigene**, une société de biotechnologie de pointe dotée de solides capacités de R&D. Les équipes de R&D et de direction sont très tournées à l'international et Beigene a été la première entreprise chinoise à obtenir l'approbation des États-Unis pour un traitement innovant contre le cancer développé en Chine. Enfin, nous avons investi dans WuXi Biologics, un producteur de médicaments biologiques pour les grands groupes biotechnologiques et pharmaceutiques mondiaux. Grâce à sa capacité à répondre rapidement et efficace-

ment à ses clients, WuXi peut se targuer de la croissance la plus rapide de son secteur.

QUELS SONT LES RISQUES LIÉS AUX INVESTISSEMENTS DANS LE SECTEUR DE LA SANTÉ EN CHINE ?

À l'image de ce qui se passe dans d'autres parties du monde, l'un des principaux risques menaçant les entreprises de la santé en Chine est l'environnement tarifaire. Le gouvernement chinois a mis en place diverses réglementations, comme le programme d'achats centralisés à l'échelle nationale et provinciale (Volume-Based Procurement - VBP), qui garantissent une prise en charge financière des traitements pour la population en contrepartie de réductions de prix significatives. Le fait de privilégier les entreprises offrant des produits différenciés répondant aux besoins de la population chinoise est selon nous un moyen efficace de compenser cette pression sur les prix et de bénéficier de la future croissance significative des volumes de vente. Si vous investissez dans des multinationales exposées à la Chine, il faut garder à l'esprit la concurrence des entreprises locales qui rattrapent leur retard en matière d'innovation. Les réformes menées en matière de transparence, comme les campagnes de lutte contre la corruption, peuvent également peser temporairement sur les niveaux de croissance, mais à long terme, elles seront favorables aux entreprises les plus performantes en termes de gouvernance (d'où la priorité accordée à notre approche ESG). Il faut également prendre en compte les enjeux géopolitiques, même si, lorsqu'il s'agit de répondre à des besoins majeurs en matière de santé, on interdit rarement à des thérapies innovantes de franchir les frontières d'une manière ou d'une autre.

LA CHINE DANS L'UNIVERS D'INVESTISSEMENT DES MARCHÉS ÉMERGENTS



PATRICIA URBANO

Gérante de portefeuille spécialiste des émergents

COMMENT LES MARCHÉS ÉMERGENTS PERÇOIVENT-ILS LA CHINE ?

Dans l'ensemble, les pays émergents considèrent la Chine comme un axe essentiel de développement de leurs activités. Cette dernière représente 23% des exportations du reste de l'Asie, ainsi que 40 à 60% de la demande mondiale de matières premières.

Ces dernières années, la Chine n'a cessé d'accroître son influence économique sur les pays émergents, la croissance de son PIB ayant entraîné un élargissement de sa classe moyenne et un changement de comportement des consommateurs. Depuis 2012, la dépendance commerciale des pays émergents à l'égard de la Chine a crû de manière progressive.

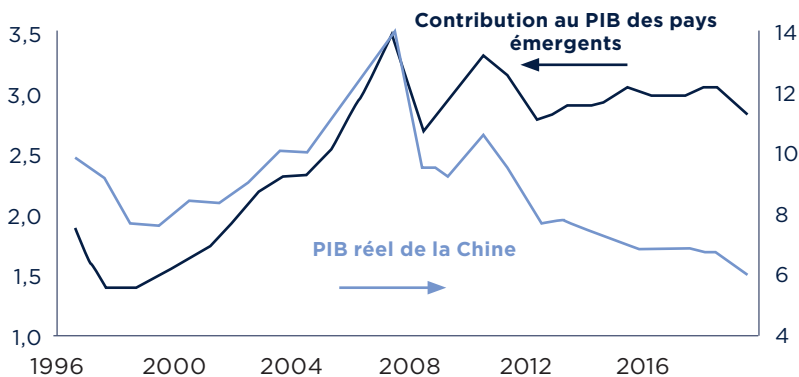
Conséquence de ce rééquilibrage en cours, la Chine s'est dé-

sormais imposée comme une entité indépendante de la demande mondiale pour les marchés émergents hors Chine,

de sorte que la corrélation entre les indices des pays émergents et la croissance des pays développés s'est affaiblie, alors qu'elle s'est renforcée avec la Chine. Autrement dit, une

PIB RÉEL DE LA CHINE ET CONTRIBUTION AU PIB DES PAYS ÉMERGENTS

Pt en % ; la zone ombrée correspond aux prévisions de J.P. Morgan



Source : Recherche JP Morgan

faible décorrélation dans les pays développés représenterait une forte décorrélation dans les pays émergents.

Malgré le net ralentissement de la croissance du PIB chinois, qui est passée de plus de 10% à environ 6%, la part croissante de la Chine dans la production mondiale lui a permis de stabiliser sa contribution à la croissance du PIB des pays émergents au cours des dernières années (cf. le graphique suivant).

Les échanges commerciaux entre les pays émergents ont fortement augmenté. Au cours des deux dernières décennies, les échanges entre pays émergents ont fortement augmenté, tandis que ceux entre pays émergents et pays développés ont diminué. **La part de la Chine dans les exportations totales de l'indice des marchés émergents a notamment triplé, passant de 4% à 12%.** À noter également que les échanges commerciaux des marchés émergents avec les États-Unis ont connu une baisse constante, dans le sillage de l'augmentation de la part de marché de la Chine.

C'est avec le reste de l'écosystème asiatique que la Chine entretient son lien direct le plus fort, et ce grâce à l'intégration régionale des chaînes d'approvisionnement. Une augmentation d'un point de pourcentage du taux de

croissance de la Chine se traduit automatiquement par une augmentation de 15 points de base du PIB des pays d'Asie de l'Est. Le lien avec l'Amérique latine et les pays d'Europe centrale et orientale s'est également renforcé grâce à des investissements toujours plus importants et des importations croissantes de matières premières. À l'inverse, l'Inde et l'Afrique du Sud font partie des rares pays à avoir réduit leurs exportations vers la Chine.

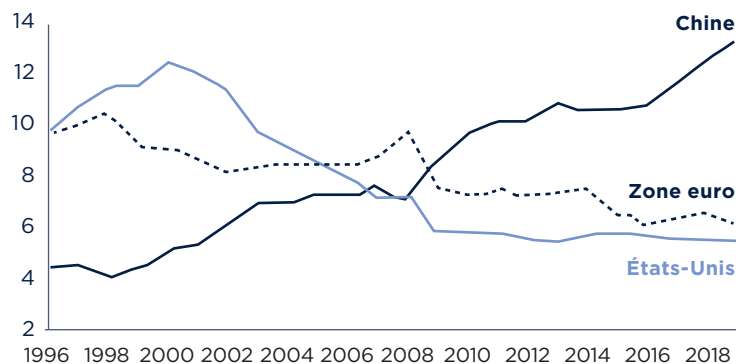
D'une part, de nombreux pays émergents ont profité de la croissance économique soutenue de la Chine et ont su développer leurs relations commerciales bilatérales au cours des dernières années. D'autre part, d'autres pays émergents ont vu leur part diminuer en termes d'exportations mondiales et d'investissements directs étrangers et ont eu du mal à maintenir leur compétitivité et leur capacité d'innovation par rapport à la Chine.

QUELS SONT LES PAYS ÉMERGENTS LES PLUS ÉTROITEMENT LIÉS À LA CHINE ?

Sur la base des exportations vers la Chine en pourcentage du PIB, Taïwan reste le pays le plus exposé au commerce avec la Chine continentale (25% de son PIB), suivi par les économies d'Asie du Sud, le Chili et la Corée. Parmi les principaux partenaires commerciaux de la Chine, la Malaisie et le Vietnam sont les plus exposés à la demande intérieure chinoise, suivis par les producteurs de matières premières (Chili, Brésil, Indonésie, Australie).

EXPORTATIONS DES SOCIÉTÉS DE L'INDICE EMX, PAR DESTINATION

% du total



Source : Statistiques du commerce du FMI

QUELS PAYS ÉMERGENTS PROFITERONT LE PLUS DES DISSENSIONS ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA CHINE ?

Les États-Unis veulent à tout prix mettre en œuvre leur politique de sécurité nationale pour réduire leur dépendance à l'égard des chaînes d'approvisionnement chinoises. Comme les entreprises américaines ont cherché à s'affranchir de la Chine, l'Inde, le Mexique et les pays de l'ASEAN ont été les principaux bénéficiaires de la réorganisation des chaînes d'approvisionnement de ces dernières années. L'Amérique latine a également bénéficié de cette tendance, compte tenu de sa situation géographique et de sa neutralité sur le front géopolitique (guerre Russie-Ukraine, crise Chine-Taïwan). L'Inde et le Mexique ont vu leur part augmenter dans les importations américaines, devenant ainsi des partenaires stratégiques clés. Taïwan et la Corée investissent plus directement aux États-Unis, en y construisant de nouveaux sites de production.

La montée des tensions géopolitiques a accéléré les bouleversements qui touchaient les chaînes d'approvisionnement bien avant la pandémie de Covid. La Chine monte en gamme dans la chaîne de valeur et délocalise ses activités à faible valeur ajoutée vers d'autres pays de l'ASEAN. Cette stratégie de diversification de l'offre est souvent appelée « Chine plus un ». L'Inde, l'Indonésie, le Vietnam, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et le Mexique sont les principaux bénéficiaires de cette tendance.

L'Inde cherche à devenir une plateforme manufacturière alternative pour la Chine. Le pays possède en effet des atouts sur le plan géographique, grâce à sa proximité avec la chaîne d'approvisionnement asiatique, une offre pléthorique de main-d'œuvre qualifiée et un vaste marché intérieur. L'Inde a égale-

ment bénéficié de sa politique de substitution des importations, baptisée « Make in India ». Le gouvernement indien a été très généreux en octroyant de nombreux avantages fiscaux aux entreprises choisissant d'établir leur production en Inde. Ces mesures s'inscrivent dans le cadre de programmes d'incitation reposant sur la performance, dont le budget total se monte aujourd'hui à 33 milliards de dollars dans 14 secteurs. Certaines multinationales comme Apple, Samsung et Microsoft diversifient leur production en Inde, par exemple.

Selon une étude de Bernstein Research, l'Inde représentait 2,5% des unités vendues par Apple (6 millions) et 1,5% à 2% du chiffre d'affaires total de l'entreprise en 2022 ; ces cinq prochaines années, cette activité pourrait croître de plus de 20% par an.

La Chine perd même des parts de marché sur les exportations mondiales de téléphones depuis 2017. Néanmoins, malgré ses efforts de diversification, nous pensons que la Chine restera une plaque tournante importante pour Apple pour sa production d'iPhone.

Le Mexique a renforcé sa position de plateforme stratégique pour l'industrie manufacturière en Amérique du Nord. Le Mexique a tout à gagner de la priorité accordée par les États-Unis à la relocalisation de son appareil productif. Le pays devrait continuer à jouer un rôle majeur dans cette refonte des chaînes d'approvisionnement mondiales et à recevoir des investissements importants (dont le plus connu est la construction de la nouvelle *gigafactory* de Tesla à Monterrey annoncée en mars dernier). Malgré les nombreux défis du Mexique, comme l'ajustement de son bouquet énergétique via une augmentation de son exposition aux énergies renouvelables, sa situation géographique, son expertise en matière de fabrication et son énorme marché informel lui confèrent de nombreux avantages. L'ampleur de l'éco-



nomie informelle mexicaine ne doit pas être sous-estimée. En 2022, 56% de la population active occupait des emplois informels, et la plupart de ces personnes sont payés et dépensent leur salaire en espèces. Le poids de la main-d'œuvre dans l'économie informelle représentait 24% du PIB en 2021, contre 23%

en moyenne au cours des 15 années précédentes, selon l'INEGI. On observe donc que le marché du travail officiel n'enregistre qu'une croissance modeste, voire nulle, par rapport à l'ensemble de l'économie depuis deux décennies, ce qui freine considérablement le processus de bancarisation.

Le volume total des exportations chinoises vers les États-Unis (plus de 500 milliards de dollars par an) offre une opportunité considérable. Certains économistes estiment que les gains marginaux à l'exportation pourraient atteindre 155 milliards de dollars américains d'ici 2028, voire jusqu'à 247 milliards de dollars américains dans leur scénario le plus optimiste. Après cette montée en puissance initiale des exportations, le Mexique pourrait connaître une vague de nouveaux investissements d'un montant total de 50 milliards de dollars au cours des cinq prochaines années. Pour chaque gain d'un dollar des exportations, on observe une augmentation de 0,32 dollar des investissements lors des cinq années suivantes. Le décalage entre les exportations et les investissements s'explique surtout par deux facteurs : i) les investissements massifs des entreprises peuvent prendre des années en raison du temps nécessaire à la prise de décision et au déploiement du capital, et ii) les capacités de production existantes au début d'un cycle peuvent souvent répondre à la demande initiale.

EST-IL PRÉFÉRABLE DE CIBLER LES MARCHÉS ÉMERGENTS HORS CHINE POUR RÉDUIRE L'IMPACT DU RISQUE D'ESCALADE ENTRE LA CHINE ET LES ÉTATS-UNIS ?

De par leur taille, nous pensons que l'économie et les chaînes d'approvisionnement de la Chine ne peuvent être ignorées. De nombreuses entreprises chinoises restent des cibles d'investissement intéressantes pour plusieurs raisons : des fondamentaux solides, d'excellentes équipes de direction et surtout une exposition à des tendances de croissance à long terme, comme l'augmentation

des rangs de la classe moyenne, la demande accrue en services de santé et la domination de la Chine dans le domaine des batteries et des technologies vertes. Nous savons que le risque géopolitique constitue un risque majeur, mais les nouveaux mécanismes de la mondialisation pourraient faire émerger de nouvelles opportunités d'investissement.

À l'ère de la transition énergétique, la Chine joue déjà un rôle important, car elle occupe une place prépondérante dans la chaîne d'approvisionnement des énergies renouvelables et des voitures électriques. Un scénario axé sur la coopération entre pays permettrait l'avènement plus rapide d'une économie verte au niveau mondiale. Voilà donc une raison supplémentaire de rester exposé au marché chinois.

Néanmoins, alors que les États-Unis et l'Europe cherchent à réduire leurs dépendances vis-à-vis des chaînes d'approvisionnement, d'autres pays émergents pourraient bénéficier des efforts américains en la matière, tandis que la Chine pourrait tirer profit de l'installation de nouveaux sites de production en Europe.

Un découplage entre les États-Unis et la Chine est plus certain dans le secteur technologique. Les autorités chinoises ont clairement l'intention de développer leur propre chaîne de valeur en matière de semi-conducteurs.

Compte tenu de la correction du marché chinois au cours des trois dernières années, les valorisations sont tirées à la baisse par les préoccupations du ralentissement de la croissance, les incertitudes géopolitiques et un manque relatif de demande de la part des investisseurs par rapport à d'autres régions du monde émergent.

Ainsi, nous pensons que la Chine offre un potentiel de redressement significatif à l'avenir en termes de profil rendement-risque.



BENJAMIN MELMAN

Global Chief Investment
Officer, Asset Management

CONCLUSION

Nous avons souhaité par ces différentes analyses dessiner une perspective de la Chine reflétant sans concessions ses opportunités, sa complexité mais aussi son importance. Il ne fait aucun doute que le modèle chinois tel que nous l'avons connu ces 20 dernières années a vécu. Une nouvelle page est en train de s'écrire sous nos yeux et il n'est plus possible d'avoir une vision binaire sur ce pays. Pour l'investisseur, la Chine ressemble aujourd'hui à un nœud de Moebius pouvant montrer une face du ruban et son opposée sans la moindre discontinuité.

S'il ne faut plus être binaire sur la Chine, les marchés, eux, le restent par essence. Après tant de volatilité et de déceptions

ces dernières années, faut-il continuer à avoir des actions chinoises en portefeuille, voire en rajouter après la baisse ? Mais avant d'apporter notre réponse à cette question, les gérants d'actifs que nous sommes souhaitons revenir sur une autre nuance : il est impossible d'analyser une entreprise occidentale aujourd'hui sans prendre en compte son univers concurrentiel sectoriel au sein de lequel le plus souvent, des acteurs chinois avec une stratégie très spécifique changent la donne en profondeur. L'automobile en est un exemple emblématique. De même, quand on est un acteur ESG travaillant sur la question du réchauffement climatique, peut-on mettre la Chine de côté ? Autrement dit, il est toujours possible de faire l'impasse sur des investissements en Chine dans ses portefeuilles mais il est impossible de faire abstraction de la Chine pour ses investissements dans leur totalité. Et c'est la raison pour laquelle, au-delà des modes sur les actions chinoises, nous continuons à mobiliser des ressources importantes sur ce pays dont le travail alimente l'ensemble de nos gérants.

Revenons donc maintenant à la question de marchés : les actions chinoises, nous le savons, sont très décotées par rapport à leur historique. Ce constat est tout aussi valable quand on compare les entreprises secteur par secteur. Les investisseurs étrangers ayant coupé leurs positions sur la Chine, une normalisation de l'économie aurait des effets considérables. Ensuite, les autorités chinoises développant un modèle adaptatif afin de répondre à leurs défis et leurs objectifs de croissance. Les plans de relance et le retour récent à un dialogue avec les États-Unis illustrent bien le fait qu'il existe une stratégie et en même temps un pragmatisme chinois et qu'un modèle de croissance plus équilibrée mais de croissance tout de même est plus que jamais une priorité.

Dans ce contexte, nous ne souhaitons pas rester à l'écart de la Chine. Cependant, les investisseurs sont souvent à la recherche d'un catalyseur et il n'est pas certain que ce dernier soit à portée. La baisse du niveau d'endettement global, voulu par les autorités, est toujours à l'œuvre et produit encore aujourd'hui des effets quasi-déflationnistes. Il est trop tôt pour savoir si les adaptations politiques plus favorables à la croissance seront en mesure de régénérer le modèle chinois. Notre optimisme repose sur le fait que les autorités montrent une véritable flexibilité politique pour atteindre leurs objectifs. Notre prudence vient du fait que le désendettement et les problèmes du secteur immobilier, ici étroitement liés, demeurent et que si des mesures sont prises pour limiter les impacts, il serait hasardeux de penser que la purge ait atteint son terme.

AVERTISSEMENT

Novembre 2023. Le présent document est émis par Edmond de Rothschild Asset Management (France). Ce document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu est strictement interdite sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild.

Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre ces valeurs.

Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir.

Tout investissement comporte des risques. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. EdRAM ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations figurant dans ce document.

Ce document n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, projections, et autres éléments figurant dans cette présentation reflètent le sentiment d'EdRAM sur les marchés, leur évolution, compte tenu du contexte économique et des informations possédées à ce jour. Ils peuvent ne plus être pertinents au jour où l'investisseur en prend connaissance. EdRAM ne saurait être tenu responsable de la qualité ou l'exactitude des informations et données économiques issues de tiers.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles peuvent notamment être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change.

«Edmond de Rothschild Asset Management» ou «EdRAM» est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du Groupe Edmond de Rothschild. Ce nom fait également référence à la division Asset Management du Groupe Edmond de Rothschild.



EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au
capital de 11.033.769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015
332.652.536 R.C.S. Paris