

Troisième trimestre 2018

A retenir

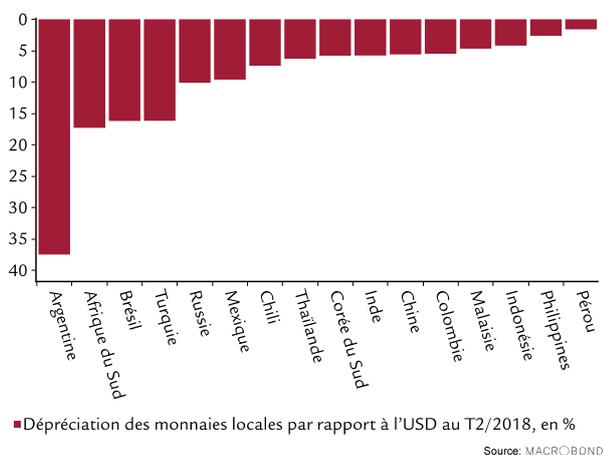
- Les actifs des marchés émergents ont considérablement souffert, malgré l'amélioration des fondamentaux.
- Une escalade des mesures de rétorsion commerciales entre la Chine et les Etats-Unis affecterait l'ensemble des marchés émergents.
- La Chine allège ses mesures d'amélioration de la stabilité financière face à la dégradation des perspectives.

En un chiffre

70%

Le programme industriel « Made in China 2025 » vise à rendre la Chine moins dépendante de la technologie étrangère et à encourager l'innovation locale. La part de marché des entreprises nationales devrait augmenter pour certains secteurs clés. Dans la robotique industrielle, l'objectif semi-officiel à l'horizon 2025 est de 70%. Les Etats-Unis sont foncièrement opposés à ce programme, qui menace leur puissance économique et militaire. Cette divergence de fond laisse à penser que les tensions sino-américaines ne sont pas près de s'apaiser.

En un graphique



Les monnaies des marchés émergents ont reculé face au dollar américain durant le deuxième trimestre. Toutes les grandes devises se sont dépréciées, dans des proportions qui dépendaient des déséquilibres économiques et des risques politiques de chaque pays. L'Argentine et la Turquie connaissent une inflation à deux chiffres et d'importants déficits extérieurs. L'Afrique du Sud pâtit d'une croissance durablement déprimée et d'un lourd déficit budgétaire. Des élections décisives se rapprochent au Brésil et au Mexique ; dans les deux cas, les populistes sont en tête des sondages. Quant au rouble russe, il a pâti des sanctions américaines.

Ciel chargé au printemps

L'environnement est devenu très hostile pour les marchés émergents depuis quelques semaines, et même quelques mois : non seulement les taux d'intérêt américains ont augmenté et le dollar s'est apprécié, mais les investisseurs sont devenus réticents à prendre des risques, effrayés par la politique commerciale américaine, par la situation politique européenne et par la modération de la croissance des pays émergents. Les actifs émergents ont subi une très lourde pression. Les monnaies locales se sont dépréciées, les primes de risque ont augmenté et les marchés d'actions ont chuté. La situation diffère considérablement d'un pays à l'autre. Ceux qui sont pénalisés par d'importants déséquilibres économiques ou par des risques politiques (comme la Turquie ou le Brésil) ont beaucoup souffert, alors que les pays plus solides (comme le Pérou) étaient nettement moins éprouvés. Les économies des marchés émergents sont-elles suffisamment résistantes pour venir à bout de cet environnement plus hostile ?

Des fondamentaux suffisants

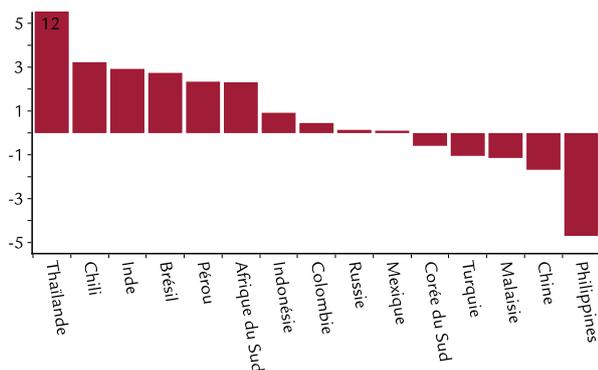
Les équilibres économiques des marchés émergents se sont indéniablement améliorés en cinq ans. En 2013, lorsque les investisseurs avaient commencé à s'inquiéter du resserrement de la politique monétaire des Etats-Unis, les déséquilibres économiques de ces pays étaient passés sur le devant de la scène. Aujourd'hui, les soldes des paiements courants, l'inflation et les taux de change y sont devenus bien plus favorables qu'il y a cinq ans (graphiques 1 et 2). Ajoutons que la croissance globale du PIB s'est redressée après ses faiblesses récentes, pour se stabiliser à un bon niveau. Nous pen-

sons qu'elle se maintiendra aux alentours de 5,5% jusqu'à la fin de l'année. Même si cette amélioration des fondamentaux a aidé ces pays à résister aux écueils récents, elle n'a toutefois pas suffi (loin s'en faut) à éviter toute difficulté aux marchés émergents, et tous les aspects de ces économies ne se sont pas renforcés ces dernières années. Les déficits budgétaires sont généralement élevés, notamment au Brésil, en Inde et en Afrique du Sud. La dette privée a sensiblement augmenté depuis la crise financière. Depuis 2016, d'importants flux de capitaux ont convergé vers les marchés émergents, et ce mouvement pourrait s'inverser. Nous estimons toutefois que les fondamentaux de ces pays sont suffisamment solides pour ne pas déclencher des fuites de capitaux durables et généralisées. Nous pensons néanmoins que la solidité des fondamentaux des marchés émergents est arrivée à un point d'inflexion. Premièrement, les soldes courants ne devraient plus progresser. La réduction des déficits procédait d'une compression des importations, elle-même une conséquence indésirable du ralentissement économique et de la dépréciation des monnaies. Dans certains pays, notamment les importateurs de matières premières comme la Turquie, l'Inde ou l'Indonésie, les déficits sont déjà repartis à la hausse. Deuxièmement, l'inflation globale des marchés émergents devrait quitter son bas niveau actuel parce que la dépréciation des devises devrait renchérir les importations.

Les banques centrales changent de braquet

Plusieurs banques centrales ont réagi à la baisse de leur monnaie. En Turquie, au Mexique, en Inde et en Indonésie, par exemple, elles ont relevé les taux directeurs pour préserver la monnaie et contrer les pressions

Graphique 1 : Amélioration considérable des soldes courants depuis 2013



Variation de la balance courante depuis le premier trimestre 2013, en points de pourcentage du PIB

Source: MACROBOND

Graphique 2 : Nette diminution générale de l'inflation dans les marchés émergents



Taux d'inflation de 20 pays émergents (pondérations : parts du PIB en PPA), en %. Les pointillés représentent la moyenne à long terme.

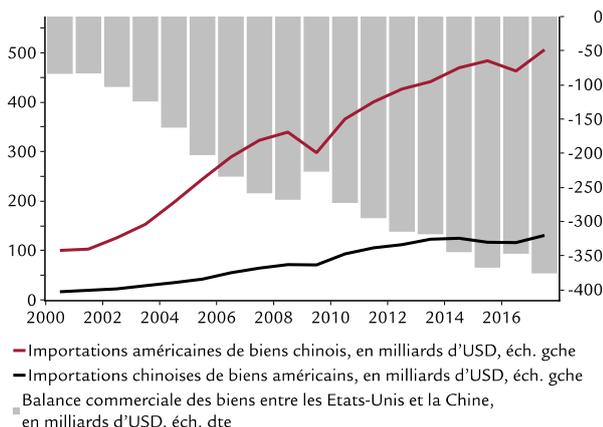
Source: MACROBOND

inflationnistes. Ces mesures marquent la fin du cycle d'assouplissement monétaire des marchés émergents amorcé mi-2016. La politique des banques centrales représente une autre amélioration par rapport à 2013, et les politiques monétaires sont devenues plus orthodoxes. La Russie a ainsi décidé de laisser flotter le rouble en 2014, tandis que l'Inde adoptait un programme de ciblage de l'inflation en 2016.

Différends commerciaux

Les Etats-Unis ont fortement durci leur position en matière d'échanges commerciaux. La mise en place de droits de douane multilatéraux sur l'acier et l'aluminium a donné lieu à des mesures de rétorsion de la part de l'Union européenne, du Canada et du Mexique. Parallèlement, l'affrontement commercial avec la Chine s'est durci. Les Etats-Unis estimant que le pays contrevenait aux droits de propriété intellectuelle, l'administration Trump a annoncé une surtaxe douanière de 25% sur 50 milliards d'USD d'importations chinoises. La mesure s'appliquera le 6 juillet pour 34 milliards d'USD de marchandises, le sort des 16 milliards restants étant à l'étude. La riposte chinoise fut immédiate : le pays imposera des tarifs douaniers « de même ampleur et de même intensité ». Les Etats-Unis avaient menacé d'imposer encore 10% de taxes douanières supplémentaires sur 200 milliards d'USD d'autres marchandises chinoises si la Chine surtaxait à son tour ses importations américaines, ce qui pourrait être envisagé si le pays réagit de nouveau. La surtaxe du premier lot de marchandises, à compter du 6 juillet, est très probable. Les Etats-Unis auront tout intérêt à reprendre les négociations après cette première manche car Donald Trump doit présenter des résultats à son électorat.

Graphique 3 : Les Etats-Unis importent davantage de biens chinois et peuvent imposer leurs conditions



Les prochains articles concernés seront sans doute les biens de consommation : les téléviseurs plus chers déplaisent aux électeurs. Enfin, les droits de douane déplaisent aux entreprises américaines. Il existe pourtant un risque réel d'escalade du conflit. Outre les droits de douane, la Chine dispose d'un vaste arsenal de mesures (comme exercer une pression sur les multinationales américaines). Elle peut même revendre ses bons du Trésor américain et affaiblir sa monnaie. Ces ressources lui coûteraient toutefois très cher et nous doutons qu'elle n'en use avant que toutes les autres ne soient épuisées.

Réglages de la politique chinoise

A l'automne 2017, les autorités chinoises avaient annoncé deux objectifs économiques à long terme : stabilisation financière et réorientation progressive de la croissance vers la qualité. Les mesures correspondantes devraient améliorer le modèle économique chinois, mais au détriment de la croissance économique. Comme l'activité était de toute façon vouée à ralentir (l'immobilier a déjà atteint son pic) et que les litiges commerciaux ont troublé les perspectives, le gouvernement a commencé à ajuster sa politique économique. Des mesures d'assouplissement ont déjà été prises pour soutenir l'économie intérieure. Combien pourrait coûter le litige ? L'impact direct des droits de douane sur 50 milliards d'USD pour la croissance du PIB et l'inflation devrait rester limité, mais l'incertitude affectera le moral des entreprises. Si les Etats-Unis surtaxent encore 200 milliards d'USD de biens, la croissance peut reculer d'environ un demi-point. La Chine étant une destination majeure pour nombre d'exportateurs émergents, cette situation pourrait altérer le sentiment économique et l'activité de divers pays, surtout en Asie.

Graphique 4 : Les mesures prises par la Chine pour améliorer sa stabilité financière laissent des traces



Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Claudia Bernasconi
Senior Economist
Emerging Markets
claudia.bernasconi@swisslife.ch
🐦 @BernasconiCla



Sylvia Walter
Senior Economist
sylvia.walter@swisslife.ch
🐦 @SylviaWalter13



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex et Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne et Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 2 Cavendish Square, Londres W1G 0PU. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich