

Deuxième trimestre 2019

A retenir

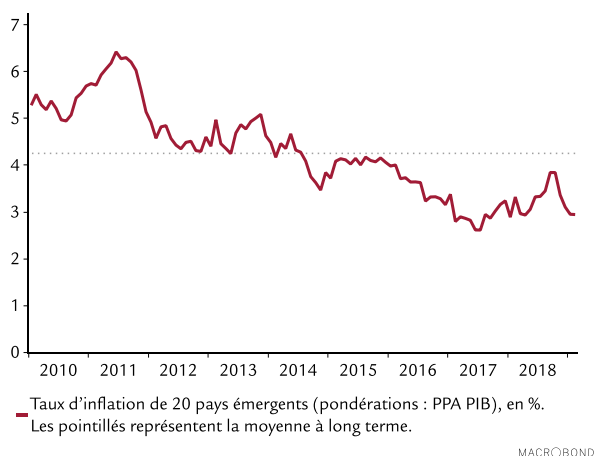
- A présent que l'inflation est conforme à leurs objectifs, les banques centrales des marchés émergents adoptent une politique plus accommodante.
- Les premiers indicateurs chinois dénotent une stabilisation du ralentissement économique
- L'amélioration des fondamentaux et les conditions extérieures plus favorables n'ont pas éliminé tous les points faibles.

En un chiffre

1000
milliards

Le président brésilien Jair Bolsonaro a soumis au Congrès sa proposition de réforme de la sécurité sociale, censée faire économiser plus de 1000 milliards de réaux. La réussite de la réforme des retraites sera cruciale pour stabiliser la situation budgétaire du Brésil, qui accuse l'un des déficits les plus élevés des pays émergents. Toutefois, la proposition est encore loin d'être votée. Des retards ou une dilution excessive des économies attendues pourraient entamer l'amélioration de la confiance constatée depuis quelques mois.

En un graphique



Le resserrement de la politique monétaire américaine et la fermeté du billet vert avaient exercé une forte pression sur les marchés émergents au second semestre 2018 en rendant plus onéreux le remboursement de la dette libellée en dollars. Les monnaies locales avaient alors plongé, et l'inflation s'était envolée. Toutefois, les banques centrales de ces pays ont durci à leur tour leur politique monétaire, ce qui a redressé leurs monnaies. Les taux d'inflation sont finalement retombés de manière générale et restent bien circonscrits dans les fourchettes visées par les banques centrales.

Des banques centrales devenues plus accommodantes

Face à des perspectives de croissance moins optimistes pour l'économie des Etats-Unis (en raison avant tout de la volatilité des marchés financiers, de l'effet incertain de la hausse des coûts de l'emprunt et du sentiment négatif imputable au litige commercial avec la Chine), la Réserve fédérale a renoncé à la politique restrictive mise en place en 2018, pour devenir plus accommodante. A présent que la pression du durcissement monétaire de la Fed s'est relâchée, et que les taux d'inflation des pays émergents sont redescendus et demeurent bien circonscrits dans les fourchettes visées par les banques centrales locales, ces dernières commencent à leur tour à assouplir leur politique monétaire. Si la plupart d'entre elles ont laissé leurs taux inchangés lors de leurs dernières réunions, la Banque de réserve indienne a surpris en réduisant ses taux d'intérêt de 25 points de base en début d'année.

Un potentiel de croissance toujours limité

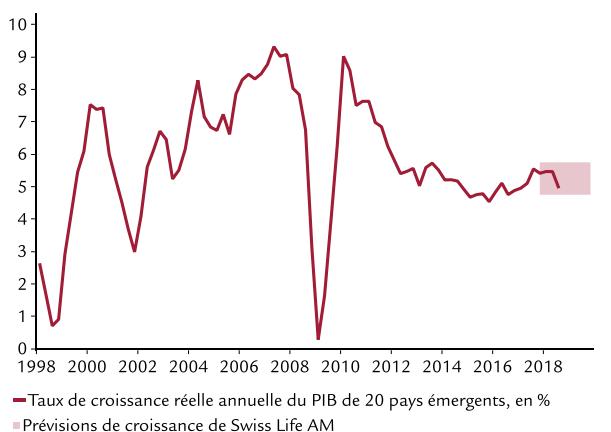
Les conditions d'activité des pays émergents se sont considérablement améliorées en 2019 par rapport à l'année dernière, grâce d'une part, à un environnement extérieur plus favorable, libéré de la pression du dollar fort, et, d'autre part, à la position plus accommodante des banques centrales de ces pays. Le potentiel de croissance supplémentaire reste néanmoins extrêmement difficile à évaluer. Plus précisément, les indices des directeurs d'achats (PMI) de l'industrie manufacturière, qui constituent de bons indicateurs avancés de l'activi-

té économique d'un pays, n'incitent pas spécialement à l'optimisme en termes de croissance, puisque plusieurs pays émergents affichent des indices modérés. En particulier, l'indice PMI manufacturier de la Chine reste faible, juste en dessous de la limite d'expansion des 50 points, et il pèse sur d'autres marchés émergents, surtout en Asie. Il s'ensuit que la stabilisation du ralentissement économique chinois sera décisive pour permettre une accélération de la croissance des autres pays émergents.

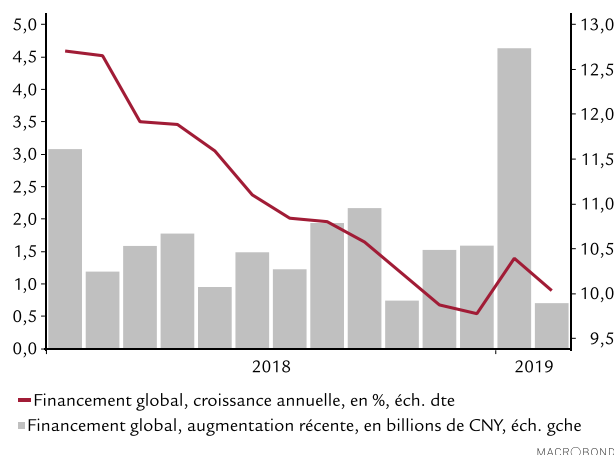
Première stabilisation en Chine

La croissance du PIB chinois a ralenti à 6,6% sur un an en 2018, son plus bas niveau annuel depuis 1990. Ce ralentissement découlait principalement de la campagne de lutte contre le risque financier lancée par Pékin, qui s'est traduite par une chute des dépenses d'infrastructures et par une restriction de l'accès au crédit pour les sociétés privées. En outre, le conflit commercial avec les Etats-Unis affecte le moral des ménages et des entreprises, tout en freinant l'activité économique. A terme, la croissance devrait rester modeste sur fond de tassement des dynamiques commerciales : les exportations devraient toujours pâtir d'une demande extérieure bridée par le ralentissement économique mondial, mais aussi des premiers effets de la précipitation des exportateurs chinois à expédier leurs produits vers les Etats-Unis avant la mise en place éventuelle de droits de douane supplémentaires par les Américains. Nous doutons toutefois que l'économie chinoise subisse un revers brutal car le gouvernement intensifiera certainement ses mesures budgétaires et monétaires d'encouragement de l'activité. Il l'a d'ailleurs réaffirmé ce mois-ci dans la feuille de route présentant ses objectifs économiques pour l'année, dans laquelle le Premier

Graphique 1 : Le potentiel d'accélération de la croissance des pays émergents reste limité



Graphique 2 : En Chine, la croissance du crédit dénote un début de stabilisation du ralentissement



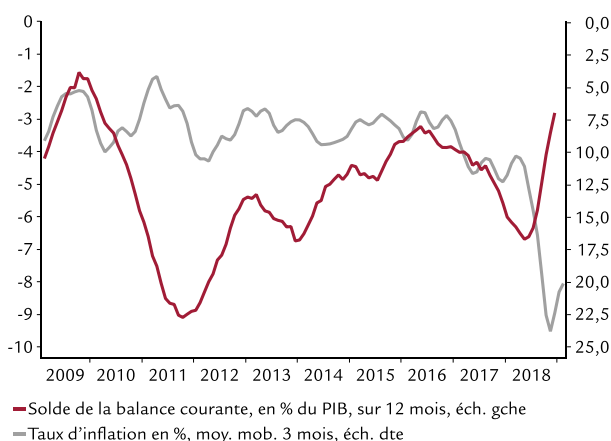
ministre Li Keqiang a dévoilé 2 000 milliards de yuans de baisses d'impôts et l'émission spéciale d'obligations par les collectivités locales pour financer les infrastructures. Si les mesures annoncées confirment une volonté d'encourager la croissance, elles restent prudentes en regard des cycles de relance antérieurs, le pays cherchant avant tout à s'assurer un rythme de croissance plus durable en privilégiant la qualité sur la quantité. La Chine a abaissé son objectif de croissance à 6-6,5% pour 2019 et se montre ainsi prête à accepter un ralentissement de son activité, dans le contexte d'une dette élevée. Entre-temps, quelques indicateurs montrent déjà des signes de stabilisation du ralentissement économique : la croissance du crédit a enregistré une progression à deux chiffres en janvier et en février, avec une accélération des émissions spéciales d'obligations des collectivités locales, qui financent les infrastructures. Le sous-indice des nouvelles commandes du PMI a également rebondi, ce qui dénote une demande intérieure plus soutenue. Les ventes de détail se stabilisent toujours, avec une hausse annuelle de 8,2% pour la période de janvier/février. Enfin, la suspension du relèvement des droits de douane sur les produits chinois prévu au 1^{er} mars constitue un premier progrès et réduit le risque que le conflit avec les Etats-Unis ne dégénère en guerre commerciale. Il n'en demeure pas moins que de véritables négociations en vue d'un traité commercial (qui couvrirait également les domaines stratégiques) restent nécessaires.

Toujours des points faibles

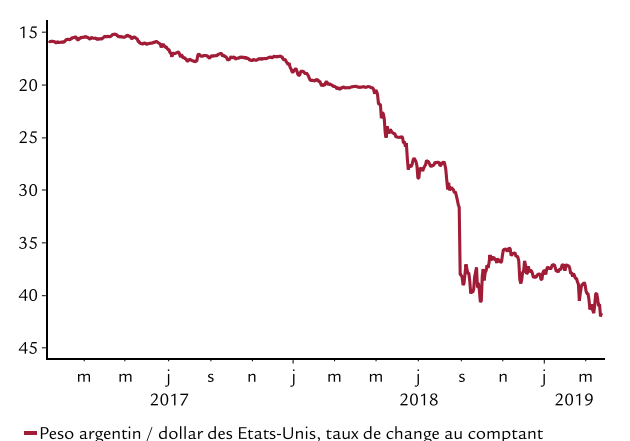
Dans un contexte de forte contraction de la demande intérieure au second semestre 2018 dans différents pays émergents, les fondamentaux de ces marchés se sont améliorés : le recul de la demande a permis de

réduire les importations, et donc les déficits courants, ce qui, combiné au fléchissement de l'inflation permis par le resserrement monétaire, a redonné confiance aux investisseurs en début d'année. Mais il reste des points faibles. La Turquie a ainsi basculé dans la récession en 2018, avec une contraction de 2,4% au dernier trimestre. Si ses fondamentaux sont meilleurs, avec un resserrement du déficit courant et un recul de l'inflation, le pays n'est pas sorti d'affaire. La dette en dollars toujours élevée du secteur privé et une inflation de plus de 19% font douter d'une reprise imminente. Un assouplissement prématuré de la politique monétaire (pour s'assurer un soutien politique en vue des élections locales de fin mars 2019) augmenterait les risques d'une nouvelle crise de la balance des paiements. En Argentine, elle aussi durement touchée par une crise de la balance des paiements en 2018 qui a porté son inflation à plus de 47%, les risques restent élevés aussi, même avec des fondamentaux consolidés. La politique budgétaire prudente dictée par le Fonds monétaire international, qui a accordé au pays un plan d'aide financière d'une ampleur inédite, a permis de réduire le déficit budgétaire et de renverser le déficit courant. Associés à la remontée du peso, ces éléments réduisent la probabilité d'une nouvelle crise monétaire en 2019. Or, après trois mois de recul de l'inflation fin 2018, qui ont permis à la banque centrale d'abaisser son taux directeur à 44%, le peso s'est encore déprécié cette année, entraînant un rebond inflationniste et une brusque remontée des taux centraux, ce qui souligne la difficulté de sortir le pays de la récession. Sans compter l'incertitude politique durable : si le président Mauricio Macri veut remporter la présidentielle d'octobre, il doit éviter une nouvelle crise monétaire. En remettant en cause la capacité du gouvernement à poursuivre sa politique monétaire et budgétaire de rigueur, une hausse des chances de l'opposition accentuerait la pression à la baisse sur le peso.

Graphique 3 : Malgré une certaine amélioration des fondamentaux, l'économie turque reste fragile



Graphique 4 : Le peso argentin toujours faible reflète la difficulté de stabiliser l'économie du pays



Economic Research



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



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



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

Vous avez des questions ou souhaitez 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



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), 44 avenue Georges Pompidou, F-92302 Levallois-Perret 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