

Quatrième trimestre 2019

A retenir

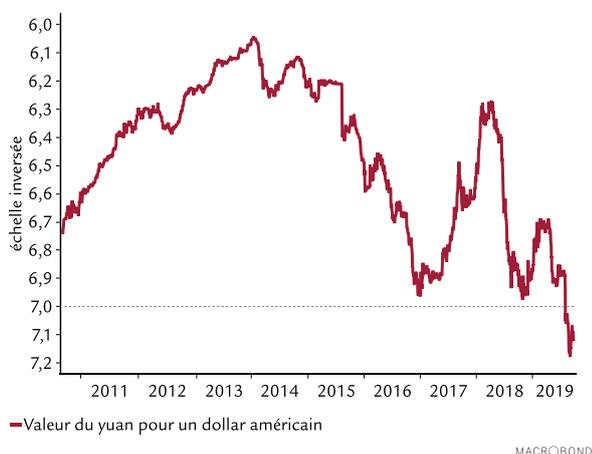
- Le ralentissement des échanges internationaux pèse toujours sur la croissance des marchés émergents.
- Les banques centrales tentent de soutenir l'activité économique mais la dépréciation monétaire limite leur marge d'assouplissement.
- L'incertitude croissante née des tensions commerciales sino-américaines altère les perspectives de résolution.

En un chiffre

5%

L'Inde a enregistré une croissance de seulement 5% d'avril à juin 2019, son taux le plus faible en six ans. Si la consommation et l'investissement ont pâti d'un rationnement du crédit des établissements financiers non bancaires, la dégradation de la conjoncture mondiale a accentué la pression sur l'économie. Le gouvernement a réagi par des mesures de relance, annonçant la fusion des banques publiques pour renforcer les capacités de prêt et l'assouplissement des règles d'investissement étranger, mais seules des réformes plus profondes pourront vraiment éclaircir l'horizon.

En un graphique



L'intensification du conflit commercial avec les Etats-Unis a incité la Chine à durcir sa position. Le pays veut montrer qu'il n'abandonnera pas et il a commencé à contre-attaquer. Après que Donald Trump a annoncé l'instauration de droits de douane sur les 300 milliards de dollars de produits chinois non touchés jusque-là, la Chine a laissé le yuan chuter jusqu'à son plus bas niveau en dix ans, ce qui pourrait compenser en partie l'impact négatif des droits de douane sur les exportations.

Une croissance déprimée

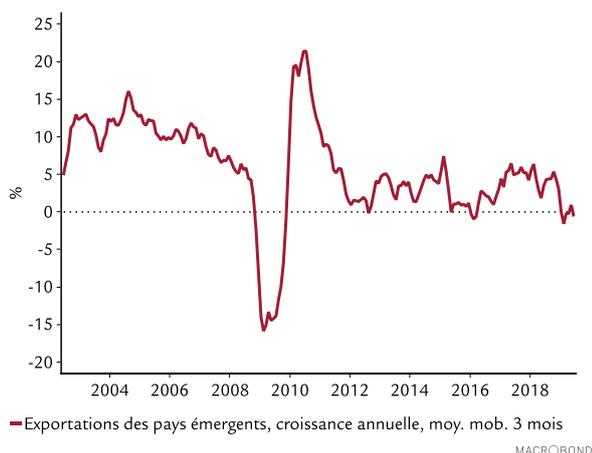
La hausse des droits de douane a affecté les volumes d'échanges mondiaux tandis que le risque toujours fort d'une escalade des tensions commerciales sino-américaines et d'éventuelles mesures de rétorsion pèse sur les investissements. Les violentes confrontations à Hong-Kong et les sombres perspectives d'activité en Argentine achèvent d'altérer le sentiment économique. Tous ces facteurs touchent particulièrement les marchés émergents et les dynamiques de croissance restent donc globalement modérées. Si le PIB du deuxième trimestre s'est amélioré dans certains pays comme le Brésil, l'Afrique du Sud ou la Corée du Sud après un premier trimestre décevant, la pression à la baisse reste sensible. Au Brésil, l'incertitude actuelle sur le régime du président Bolsonaro et les facteurs exogènes (conflit commercial sino-américain, vulnérabilité de l'économie de l'Argentine, troisième partenaire commercial du pays) sont des obstacles majeurs à la croissance nationale. En Afrique du Sud, la compagnie d'électricité Eskom croule sous les dettes et menace sérieusement la note de crédit du pays. En Corée du Sud, les investissements privés et les exportations nettes restent déprimés et pourraient souffrir encore plus si les ventes à la Chine ralentissent. S'y ajoute une croissance économique particulièrement faible au Mexique et en Inde. L'économie mexicaine a considérablement ralenti en raison de l'atonie de l'investissement et de la production industrielle dans un contexte d'incertitude mondiale et nationale imputable au régime imprévisible du président Lopez Obrador et à l'endettement phénoménal de la compagnie pétrolière nationale Pemex. L'économie indienne est bridée par un rationnement du crédit des établissements financiers non bancaires. En parallèle, les indicateurs avancés comme les indices des

directeurs d'achats (PMI) de l'industrie manufacturière attestent la faiblesse persistante de la plupart des pays émergents en restant sous la barre des 50 points qui sépare l'expansion de la contraction économique.

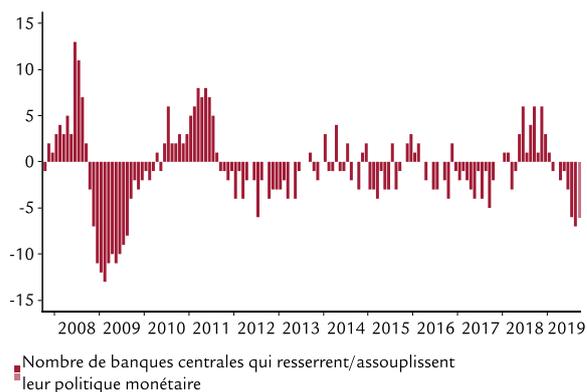
Détente des banques centrales

Face à cette croissance déprimée, les banques centrales des pays émergents interviennent pour soutenir l'économie de leurs pays et elles ont globalement commencé à réduire leurs taux directeurs. Depuis le début de l'année, la Banque de réserve indienne a abaissé les siens de 110 points de base (pb) en tout. L'Indonésie a commencé à annuler une partie des hausses de taux de 2018 en les réduisant à son tour. Le Brésil et le Mexique ont fait de même, le premier surprenant par l'ampleur de la baisse de 50 pb décidée à sa réunion d'août, qui en annonce d'autres, tandis que la Russie et l'Afrique du Sud assouplissent elles aussi leur politique monétaire face à une croissance anémique. Les banques centrales des pays émergents ont une certaine marge de réduction des taux sachant que leurs homologues des nations développées sont en phase de détente et que les taux d'inflation restent globalement dans les limites visées par ces établissements. Pourtant, le potentiel d'assouplissement est limité par la faiblesse des taux de change. Depuis fin juillet, les monnaies émergentes se déprécient sous l'effet de la résurgence des tensions commerciales sino-américaines et des ventes massives du marché argentin consécutives à la sévère défaite aux primaires du président sortant Mauricio Macri. Le contexte mondial toujours incertain et les craintes de récession croissantes pourraient encore fragiliser les monnaies émergentes. Les banques centrales pourraient donc se sentir tenues de protéger leurs monnaies

Graphique 1 : Une demande mondiale déprimée freine les exportations des marchés émergents



Graphique 2 : Les banques centrales baissent leurs taux pour soutenir l'activité économique



en cessant de baisser (ou en relevant) les taux, surtout dans les économies fondamentalement fragiles telles que l'Afrique du Sud, le Brésil, le Mexique ou l'Inde.

Chine : fermeté commerciale, prudence politique

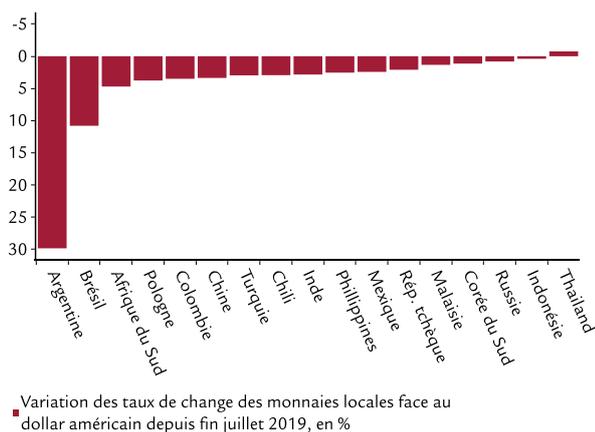
La trêve commerciale du sommet du G20 de juin n'a pas duré. Début août déjà, Donald Trump annonçait des droits de douane sur les 300 milliards de dollars de produits chinois épargnés jusque-là, incitant la Chine à contre-attaquer. Le 1^{er} septembre entrainait en vigueur aux Etats-Unis une surtaxe de 15% sur 110 milliards de dollars d'exportations chinoises. Bien qu'entre-temps, les deux puissances commerciales se soient mises d'accord sur une nouvelle série de négociations commerciales, prévu pour octobre, cette dernière escalade des tensions commerciales a déclenché un tournant majeur : La Chine a durci sa position et montre qu'elle n'abandonnera pas mais qu'elle est prête à contre-attaquer. Dans ce contexte, la Chine n'abandonnera probablement pas ses conditions à un accord commercial et une résolution rapide en 2020 devient peu probable. Entre-temps, l'économie de la Chine se ressent du conflit commercial et ses exportations ont ralenti sous le coup des droits de douane et d'une demande mondiale déprimée. De plus, des indicateurs phares comme la production industrielle, la FBCF ou les ventes de détail se tassent petit à petit. L'indice PMI manufacturier chinois de septembre a beau avoir surpris en repassant la barre des 50 points qui sépare l'expansion de la récession, mais le sous-indice des commandes à l'export s'est nettement enfoncé dans la contraction. Les mesures de relance chinoises restent pourtant modestes. Si le gouvernement cherche toujours à soutenir l'économie, il a

fait savoir qu'il excluait toute relance par l'immobilier. Par conséquent, les principaux indices immobiliers du pays ont suivi une tendance à la baisse progressive. De plus, la banque centrale a créé une nouvelle valeur de référence des prêts bancaires pour abaisser les taux du crédit aux entreprises, mais sans réduire son taux directeur, ce qui dénoterait certes un assouplissement général mais ferait encore reculer la monnaie chinoise.

Au-delà du litige commercial

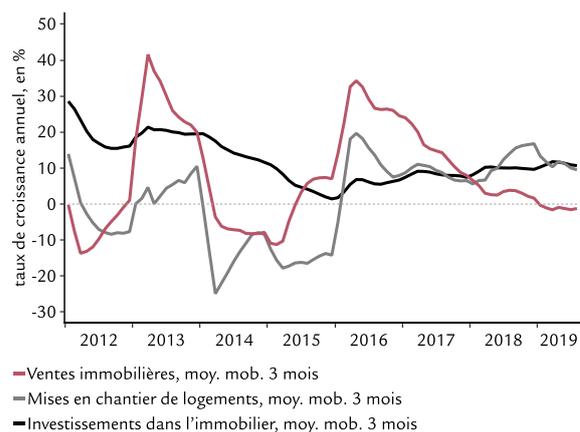
Les craintes d'un retour du populisme se sont accentuées en Argentine avec la victoire aux primaires du candidat de l'opposition Alberto Fernandez (47% des voix contre 32% pour le président sortant Mauricio Macri), qui a déclenché des ventes massives sur les marchés et une dépréciation du peso de 25% depuis le 11 août et pourrait encore accroître l'inflation, déjà supérieure à 50%. Il se peut que la fragilité économique de l'Argentine réveille des craintes quant à la stabilité d'autres pays émergents fondamentalement vulnérables. De plus, les manifestations hongkongaises attisent l'incertitude mondiale, avec pour principal risque une intervention de l'armée chinoise. Une telle décision déclencherait des sanctions internationales contre la Chine et freinerait brutalement l'activité mondiale en frappant la deuxième puissance économique du globe. Mais comme le pays est conscient de l'ampleur de telles conséquences, le risque nous en semble infime. En outre, le 4 septembre, la dirigeante de Hong Kong, Carrie Lam, a officiellement retiré le projet de loi d'extradition vers la Chine à l'origine des manifestations, ce qui pourrait aider à calmer ce mouvement historique.

Graphique 3 : Chute des monnaies émergentes sur fond de craintes de récession



MACROBOND

Graphique 4 : Ralentissement progressif des indicateurs du secteur immobilier en Chine



MACROBOND

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

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, Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **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.