

Premier trimestre 2022

Messages clés

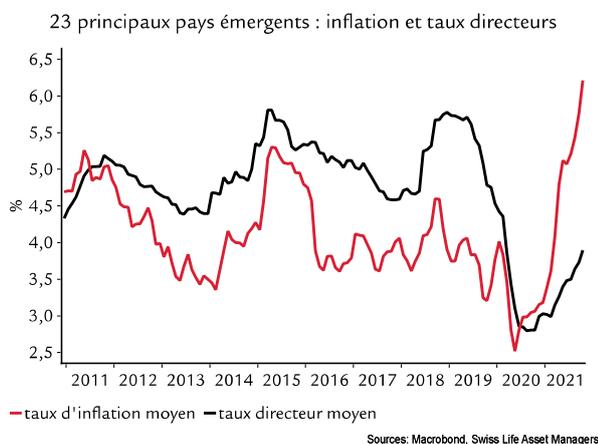
- Asie et Amérique latine signent un timide troisième trimestre
- La crise monétaire endémique en Turquie y reste circonscrite, mais une politique monétaire plus rigide de la Fed sera un défi à plus d'un titre pour de nombreux pays émergents en 2022
- Le marché immobilier chinois faiblit, mais la politique monétaire plus souple et le commerce extérieur soutiennent la croissance

En un chiffre

28%

En novembre, la livre turque a cédé 28% face au billet vert, après que la banque centrale a abaissé son taux directeur pour la troisième fois depuis septembre. L'influence du président Erdogan sur la politique monétaire et sa préférence pour des taux bas n'étaient pas inconnues. Dans un contexte de forte croissance (au 3^e trimestre dernier, le PIB était de 13% supérieur à son niveau pré-crise), d'inflation élevée et en hausse (taux annuel de 21,3% en novembre), le dernier mouvement de taux a toutefois déclenché une panique. Les signes d'une plus grande tolérance à la dépréciation ont vite rendu improbable un rétropédalage rapide hors de cette périlleuse expérience.

En un graphique

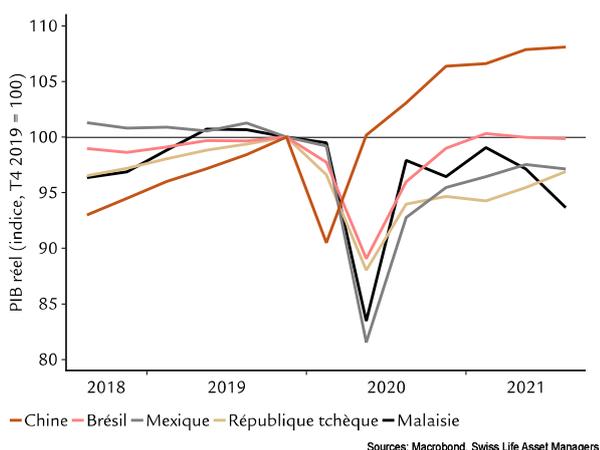


Les banques centrales des autres pays émergents s'en sont davantage tenues à la doxa. Dans 13 des 23 principaux pays en développement, les taux directeurs augmentent depuis début 2021, en réaction à la hausse de l'inflation et aux risques de dépréciation. Rien qu'en novembre, huit banques centrales ont relevé leurs taux, alors que leur reprise économique est loin d'afficher le même rythme qu'en Turquie. C'est notamment le cas au Mexique, en Russie et en République tchèque, alors que les PIB respectifs sont encore en deçà du niveau pré-crise. Toutefois, l'inflation continue d'augmenter en moyenne et force la main des banques centrales. Une rhétorique plus ferme de la Fed pourrait davantage accélérer le cycle des taux (voir page 2).

Une croissance moins dynamique au 3^e trimestre

Au 3^e trimestre, la dynamique de croissance a fléchi dans la plupart des pays émergents. En Chine, la combinaison de pénuries d'énergie, de la stratégie zéro covid et de la crise immobilière a entraîné un ralentissement du rythme de croissance, s'établissant à 4,9% (contre 7,9% de croissance annuelle au trimestre précédent). Au 3^e trimestre toujours, la lutte contre la pandémie a aussi laissé des traces parmi les autres économies asiatiques. L'effondrement le plus net est celui de la Malaisie, avec -3,6%. La dynamique asiatique devrait toutefois reprendre des couleurs grâce à une réouverture partielle. C'est en tout cas ce que laisse penser le PMI industriel qui, hormis en Chine, reste au-dessus du seuil de croissance des 50 points. Comparée à d'autres régions, l'inflation en Asie a progressé moins fortement jusqu'ici, permettant aux banques centrales de différer un durcissement. Seule l'institution sud-coréenne a déjà relevé par deux fois ses taux face à une inflation de 3,7% dernièrement. L'Amérique latine contraste fortement. Malgré plusieurs hausses de taux depuis mars 2021, ses deux plus grandes économies que sont le Brésil et le Mexique affichent des taux d'inflation de respectivement 10,7% et 7,4%. Au 3^e trimestre, après deux trimestres consécutifs de croissance négative, le Brésil se trouve en outre en récession technique, et le PIB mexicain a également reculé sur les trois derniers mois. Et le PMI industriel est passé sous les 50 points en novembre. Les pays émergents européens ont signé un solide 3^e trimestre, mais le nouvel hiver covid devrait refroidir aussi la dynamique.

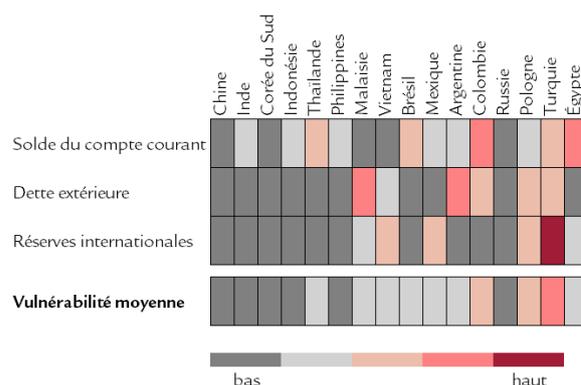
Graphique 1 : Un 3^e trimestre globalement timide



Risque de durcissement de ton de la Fed

Outre les inquiétudes liées à la propagation du nouveau variant Omicron, les craintes de crises monétaires dans les pays émergents se répandent. En Turquie, la dernière baisse de taux alors que l'inflation augmente a de nouveau souligné l'influence du président sur la politique monétaire, plongeant la livre turque dans l'abîme (voir « En un chiffre »). Les banques centrales d'autres pays émergents s'en sont davantage tenues à la doxa. Pour ces économies, le risque le plus important n'est pas une politique monétaire d'apprenti sorcier, mais bien celle de la Fed. Le durcissement attendu de l'autre côté de l'Atlantique pourrait mettre les devises des pays émergents sous pression. La colère obligataire de 2013 et la fuite des capitaux loin des devises à taux élevés l'ont déjà montré. A l'époque, la dépréciation et la hausse de l'inflation en résultant avaient contraint les banques centrales à relever leurs taux. Les pays émergents affichant un déficit de la balance des paiements courants, une dette extérieure élevée et de faibles réserves de change ont montré leur forte sensibilité aux taux américains plus élevés. Nos scores de risque reposant sur des valeurs historiques de 79 d'entre eux révèlent que la Turquie est particulièrement exposée, suivie de la Pologne et de la Colombie. Fin novembre, la Fed a suggéré que l'inflation pourrait ne plus être que temporaire, précipitant ainsi les hausses de taux. Déjà complexe dans certaines économies émergentes, la situation de la politique monétaire pourrait ainsi se détériorer ces prochains mois.

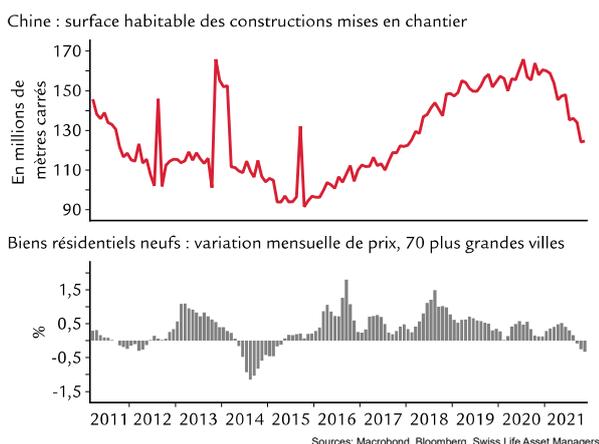
Graphique 2 : Risque pour la Turquie face à un durcissement de la politique monétaire américaine



Haute voltige immobilière en Chine

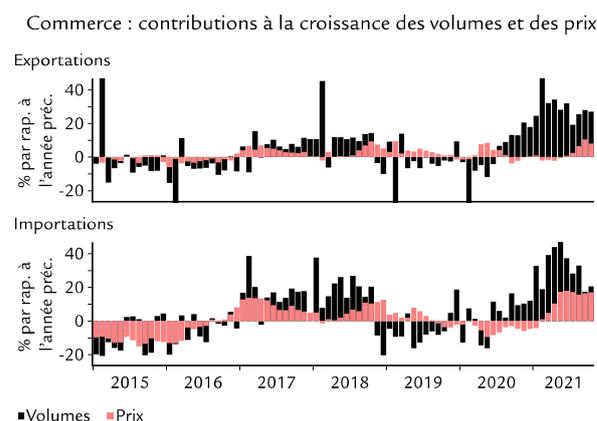
Le surendettement des promoteurs immobiliers chinois a connu un pic de crise. La notation d'Evergrande, société concernée au premier chef, et de loin, a été dégradée par Fitch début décembre pour passer à « Restricted Default », soit défaut de paiement, après que le délai de grâce pour un paiement de coupon a expiré. Le scénario que nous esquissions dans la dernière édition de cette publication semble ainsi se concrétiser : afin de maintenir la pression sur les promoteurs immobiliers endettés et de faire un exemple, dans une certaine mesure, Pékin a jusqu'à présent renoncé à injecter des fonds de sauvetage. La pression rhétorique sera également maintenue, le Politburo ayant réitéré le credo voulant que l'immobilier serve à loger la population et non à spéculer. En parallèle, la plupart des analystes considèrent toujours comme improbable une banqueroute « incontrôlée » et estiment que les autorités feront tout pour isoler le problème et éviter une contagion au système bancaire et aux sociétés immobilières saines. L'Etat aurait d'ailleurs tout intérêt à préserver le plus possible les ménages, qui ont préfinancé les projets, contre tout dommage, afin d'éviter un effondrement de la demande et une chute des prix de l'immobilier. Réussira-t-il ce numéro de funambule ? La question reste ouverte. La crise a causé des dégâts tant côté offre que demande (voir graphique 3). L'activité dans le secteur immobilier, notamment la construction, a encore reculé.

Graphique 3 : Une baisse des prix de l'immobilier de rendement chinois inédite depuis 2014



Cette réaction côté offre est en un sens bienvenue pour donner un peu d'air à un secteur hypertrophié, mais elle pèse toutefois sur ceux en amont et en aval. Côté demande, la timidité des acheteurs se traduit dans les prix. En septembre 2021, ceux des biens résidentiels ont baissé pour la première fois depuis la crise immobilière de 2014 - 2015. En vue de dynamiser l'octroi de crédit et de soutenir l'économie nationale, la banque centrale chinoise a récemment abaissé de 12,0% à 11,5% le taux de réserve des banques. D'autres assouplissements monétaires sont probables et devraient stabiliser la croissance intérieure à un niveau modéré. Le commerce extérieur devrait toutefois rester le principal relais de croissance. La demande mondiale se réveille, les difficultés de transport se résorbent et les chiffres des exportations chinoises devraient maintenir leur bon élan du 2^e semestre 2021 lors du passage à 2022. Il est intéressant de noter que cette bonne performance n'est pas majoritairement le fait de hausse des prix et d'effets de base, mais de volumes en hausse (graphique 4). Le constat est inverse pour les importations, en repli en base réelle, et dont la progression en septembre et octobre est quasi uniquement le fait de la hausse des prix en comparaison annuelle, traduisant l'anémie de la demande intérieure. Malgré le cycle industriel positif, la dynamique pourrait temporiser en début d'année. Outre la persistance du risque pandémique latent, un repli temporaire de la production d'énergie et de l'industrie (lourde) menace, les autorités cherchant à limiter la pollution pendant les Jeux olympiques.

Graphique 4 : Le commerce extérieur s'éveille, les volumes en hausse portent les exportations.



Economic Research



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



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



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



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



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch



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 Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité 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 Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.