

### 3 Donald Trump : un nouveau facteur d'incertitude pour les économies émergentes

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique*

Après plusieurs années difficiles pour de nombreux pays émergents, la situation avait favorablement évolué. Mais les Américains, en élisant D. Trump à la Maison Blanche, pourraient avoir quelque peu changé la donne. En effet, **le nouveau Président des États-Unis**, qui sera investi le 20 janvier, a sur de nombreux points des positions qui ne sont pas de meilleur augure pour les pays émergents.

Tout d'abord, les discours protectionnistes de D. Trump et les mesures qu'il a annoncées (remise en cause d'un certain nombre d'accords commerciaux, augmentation des droits de douane, etc.) seront en pratique un frein au développement du commerce mondial et à la croissance mondiale, déjà peu dynamiques depuis plusieurs années. Bien que la part des exportations dans le PIB tend à diminuer dans les pays émergents, pour beaucoup elle demeure encore relativement élevée et plus particulièrement pour les économies exportatrices nettes de matières premières et/ou les petites économies très ouvertes sur l'extérieur. **Au premier rang des pays les plus susceptibles de pâtir de la mise en place de mesures protectionnistes de la part des États-Unis**, il y a le **Mexique** avec 9 % de ses exportations nettes totales en direction des États-Unis, suivi de la **Chine** et la **Thaïlande** avec 2.5 %, de la **Corée** (2 %) et de la **Malaisie** (1.5 %).

Ensuite, les marchés semblent avoir acheté le fait que la politique économique de D. Trump pourrait soutenir, pour le moins à un ou deux ans, la croissance américaine. Dans un contexte où le marché du travail américain est proche du plein-emploi, il en a résulté une hausse des anticipations d'inflation et des taux longs ainsi qu'un afflux de capitaux vers les États-Unis et une appréciation du dollar. La décision de la Fed d'augmenter ses taux courts en décembre n'a fait que renforcer ce processus. Cette **réallocation de portefeuille** s'est faite principalement **au détriment des pays émergents**. Bien que les actions aient été touchées, ce sont **principalement les flux obligataires qui ont été les plus affectés**. D'après les données issues d'un échantillon de la base EPFR au 14 décembre 2016, **la Turquie, le Chili, l'Afrique du Sud, la Corée, le Mexique et la Russie** auraient enregistré les ralentissements les plus marqués (supérieurs à 3 % en un mois).

Eu égard **aux discours de D. Trump** durant sa campagne à l'encontre du **Mexique**, ce résultat est sans surprise. En effet, si la nouvelle administration américaine mettait en place l'ensemble des mesures évoquées (expulsions de Mexicains, extension du mur, hausse des droits de douane, etc.), l'économie mexicaine, en raison de son intégration commerciale et financière avec les États-Unis, serait bien évidemment l'une des plus mises à mal. En ce qui concerne la **Turquie**, il est évident que les **risques (géo) politiques** mais aussi la **contraction « surprise » du PIB de 1,8 % sur 12 mois au T3** — largement en dessous du consensus (+0,3 %) et bien inférieur au T2 (+3,1 %) — ont joué un rôle déterminant dans ces mouvements de portefeuille. De même, en Afrique du Sud, la crise politique interne et la faible performance de l'économie augmentent la perception du risque des investisseurs qui en cas d'incertitude supplémentaire se détournent un peu plus du pays. En Corée, l'intensité des liens commerciaux avec les États-Unis mais aussi les atermoiements politiques sont à l'origine des ralentissements des entrées de capitaux. Au Chili, c'est a priori la forte exposition de la dette au dollar qui explique cette diminution des flux entrants (cf. ci-dessous).

Par contre, la baisse des entrées de capitaux obligataires est a priori plus étonnante en ce qui concerne la Russie. En effet, du fait des propos pro-Poutine de D. Trump, la **Russie semblait être l'autre gagnant de ces élections américaines**. Toutefois, dans la mesure où l'économie russe devrait sortir de récession et que l'inflation a fortement diminué, les

#### L'essentiel

Après plusieurs années difficiles pour de nombreux pays émergents, la situation avait favorablement évolué. Mais les Américains, en élisant D. Trump à la Maison Blanche, pourraient avoir quelque peu changé la donne.

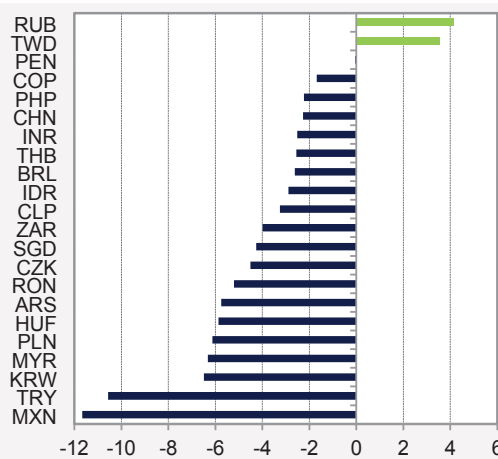
En effet, le nouveau Président des États-Unis, qui sera investi le 20 janvier, a sur de nombreux points des positions qui ne sont pas de meilleur augure pour les pays émergents. Les pays les plus dépendants des échanges commerciaux avec les États-Unis, des flux de capitaux et de leur endettement en dollar sont à ce titre les plus exposés.



L'élection de D. Trump ne semble pas de meilleur augure pour les émergents



#### 1 Évolutions des changes vis-à-vis du dollar (8 nov. — 2 jan.)



Sources : Datastream, Recherche Amundi



Un retour de l'administration américaine au protectionnisme pénaliserait la croissance mondiale



Janvier 2017

**marchés anticipent une forte baisse des taux directeurs** russes dans les mois à venir, rendant de fait les titres russes moins attractifs. À noter que **les entrées de capitaux relatifs aux actions ont, quant à elles, crû.**

Parallèlement à ces mouvements de portefeuille, **les devises émergentes, à l'exception du rouble et du dollar taïwanais, se sont dépréciées vis-à-vis du dollar américain** : peso mexicain (-12 %), livre turque (-11 %), etc. (cf. graphique 1). Dans un contexte, où **la part de la dette libellée en dollars en pourcentage du PIB a augmenté dans presque tous les pays émergents depuis 2013** (cf. graphique 2), une appréciation soutenue de la devise américaine **ajoute davantage de pressions au financement de cette dette.** Au second trimestre 2016, **la part de la dette libellée en monnaie étrangère dans le PIB excédait 100 % du PIB** en Croatie, Hongrie et au Chili; 60 % en Bulgarie, Malaisie, Turquie, Colombie et Pérou. Pour les pays d'Europe émergente, l'euro demeure la monnaie étrangère prépondérante dans les émissions de dette, ce qui limite leur exposition face à une appréciation du dollar. En revanche, les pays d'Amérique latine susmentionnés sont bel et bien concernés ainsi que la Turquie et la Malaisie.

Par ailleurs, notons que certains pays avec **des réserves de change inférieures ou égales à 1/3 de la dette libellée en monnaie étrangère (Argentine, Mexique, Colombie, Chili, Turquie, Afrique du Sud et Indonésie) s'avèrent extrêmement vulnérables** en cas d'une poursuite de l'appréciation du dollar (cf. graphique 3). **Le Pérou, les Philippines, la Malaisie et la Corée** le sont aussi mais dans **une moindre mesure.** Leurs réserves de change couvrent près de la moitié de la dette libellée en monnaie étrangère.

Enfin, **les propos virulents de D. Trump pendant la campagne électorale** à l'encontre de certains pays émergents et plus précisément de **la Chine** ne sont pas des plus rassurants. **Les nominations à la tête du Conseil National pour le Commerce Extérieur de P. Navarro**, auteur d'un ouvrage intitulé « *Death by China: How America lost its manufacturing base*<sup>1</sup> » et farouche adversaire de la Chine ainsi que de R. Lighthizer<sup>2</sup> comme négociateur au commerce international ne font que renforcer notre appréhension. Soit il s'agit d'un « **coup de bluff** » de **D. Trump**, soit il s'agit bien d'une « **déclaration de guerre commerciale** ».

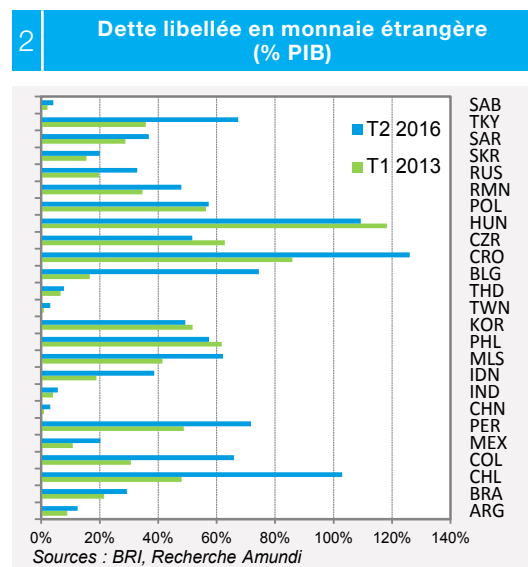
Si c'est cette **dernière option qui est envisagée** par D. Trump alors nul doute que **les autorités chinoises riposteront.** En modifiant de nouveau fin décembre 2016 son panier de monnaies de référence pour fixer le cours du yuan, **la PBoC semble d'ores et déjà anticiper les choses.** En effet, en diminuant le poids du dollar et des monnaies qui sont ancrées au dollar de 2,4 %, la Chine se déconnecte un peu plus encore de son ancrage au dollar et **ouvre la porte à de plus amples dépréciations.** **Outre sa monnaie, qu'elle peut déprécier de manière considérable,** la Chine dispose de plusieurs « armes de dissuasion ». Elle peut par exemple décider de **vendre massivement la dette américaine** qu'elle détient.

**Bien évidemment de telles mesures ne sont pas dans l'intérêt de la Chine dans un contexte où son modèle économique est en pleine mutation.** Une dépréciation massive de sa monnaie pourrait réduire fortement les entrées de capitaux et ralentirait le processus d'internationalisation du yuan tant souhaité par les autorités chinoises. De même, une liquidation de la dette américaine aurait pour effet de faire chuter les prix des obligations. **Mais en cas de force majeure, les autorités chinoises n'hésiteront sans doute pas à jouer leur va-tout.**

**Dans un tel scénario, la Chine ne serait pas la seule à être pénalisée.** **Les marchés financiers mondiaux seraient les premiers à être affectés par de telles représailles.** Notamment, pour les émergents ce sont surtout les marchés des changes qui pourraient dévisser. Par ailleurs, dans la mesure où la Chine représente la première économie mondiale



Si les réallocations de portefeuille en faveur des États-Unis et l'appréciation du dollar s'intensifient, elles pourraient fragiliser les économies émergentes les plus vulnérables



Pour les économies émergentes, le pire serait une guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine



<sup>1</sup> La mort par la Chine : comment l'Amérique a perdu son socle industriel.

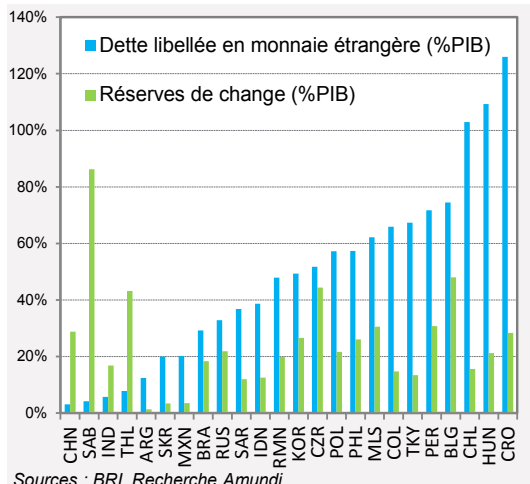
<sup>2</sup> R. Lighthizer a occupé cette fonction sous D. Reagan et a mené la bataille commerciale des États-Unis contre le Japon.

Janvier 2017

(lorsqu'on tient compte du PIB réel) **et le premier importateur de matières premières, de nombreux pays émergents** qui sont fortement intégrés dans la chaîne de valeur ajoutée chinoise (pays asiatiques), exportateurs nets de matières premières, ou dont les performances sont liées à l'évolution du yuan **seraient également affaiblis.**

Pour conclure, l'arrivée de D. Trump aux plus hautes fonctions de l'administration américaine, n'est pas à ce stade ce qu'on pouvait espérer de mieux pour les économies émergentes notamment pour celles qui commençaient à voir leurs perspectives s'améliorer après des années plutôt difficiles. **Si D. Trump et son administration mettent en œuvre l'ensemble des mesures protectionnistes et isolationnistes annoncées, les pays les plus vulnérables pourraient ne pas en sortir indemnes. Une guerre commerciale avec la Chine serait le pire des scénarios. Les pays émergents seraient les plus exposés mais les marchés financiers mondiaux ne seraient pas non plus épargnés.**

**3 Vulnérabilité face à une appréciation du dollar**





**Amundi Research Center**  
Top-down  
**Asset Allocation**  
Bottom-up  
**Corporate Bonds**  
Fixed Income



**Foreign Exchange**  
Money Markets  
**Equities**

**Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:**  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

**Monetary Policies**  
Forecasts  
**Investment Strategies**  
Quant  
**Emerging Markets**  
Sovereign Bonds  
**Private Equity**  
Real Estate  
**High Yield**

## Publications récentes

### Working Papers

- **Portfolio optimisation in an uncertain world**  
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**  
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHO, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**  
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **Asset Allocation under (one's own) Sovereign Default Risk**  
DIDIER MAILLARD, *Professor – Cnam, Senior Advisor*

### Discussion Papers Series

- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**  
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now ?**  
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**  
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*
- **IORP2: A New Regulatory Framework for Pensions**  
MARIE BRIERE, LING-NI BOON — *Recherche, Stratégie et Analyse*

### Spécial Focus

- **Les banques: le maillon faible de la reprise européenne**  
VALENTINE AINOUCZ — *Stratégie et Recherche Économique* — YASMINE DE BRAY — *Analyse Actions*
- **Afrique du Sud: le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance ?**  
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique* — GWENDOLINE IBRE — *Stratégie et Recherche Économique*

## Correspondants

### Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE  
*Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

### Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*, MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

### Support

– PIA BERGER  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

– BENOIT PONCET  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

## AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images - ferrantraite