

LE THÈME DU MOIS

**Chine et marchés émergents :
questions-réponses sur la croissance
et les politiques publiques**

Alessia BERARDI,
*Responsable des Marchés
émergents, Recherche
Stratégie Macroéconomique*



Claire HUANG,
*Macrostratégiste, Marchés
Émergents*

Q1. La Chine a enregistré une recrudescence des cas de Covid-19 en janvier, la pire flambée en dix mois. Quel devrait être l'impact de cette vague hivernale sur les perspectives de croissance ?

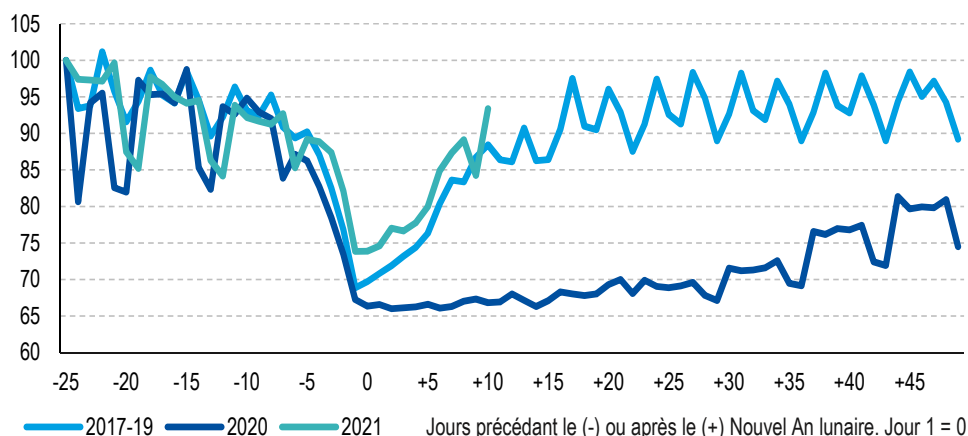
Face à la résurgence des cas de Covid-19 dans trois villes du nord de la Chine, le gouvernement a dû intensifier de manière drastique les mesures de lutte contre la pandémie juste avant le Nouvel An lunaire, ce qui a entraîné une nette baisse des voyages pendant cette période de fête.

Malgré la forte diminution des voyages entre provinces, la mobilité et la consommation locales ont été peu touchées. Les ventes de détail et les revenus dans la restauration enregistrés durant la Golden Week du Nouvel An lunaire (du 11 au 17 février) ont augmenté de 28,7 % par rapport à l'année dernière, et de 4,9 % par rapport à 2019. Les ventes de billetterie ont atteint un niveau record, tandis qu'elles se sont maintenues dans l'automobile et l'immobilier. Néanmoins,

les services dans le transport et le tourisme ont été durement touchés, entraînant une contraction plus importante de l'IPC correspondant.

Dans le même temps, comme la majorité des travailleurs migrants ne se sont pas déplacés, le temps de travail pendant cette période de vacances devrait potentiellement s'en trouver prolongé. Le retour au travail se fait également plus en douceur et plus tôt que les années précédentes (graphique 1). En fait, les données haute fréquence sectorielles, notamment le taux d'exploitation des raffineries, le trafic de fret dans les ports et le niveau élevé de pollution atmosphérique, indiquent que les activités de production ont été plus soutenues que d'habitude durant les vacances du Nouvel An lunaire.

1/ Congestion du trafic en ville en Chine pendant la fête du Printemps



Source : Wind, Gaode, Recherche Amundi au 25 février 2021

Globalement, la vague hivernale de contaminations ayant été rapidement contenue, nous n'anticipons qu'un léger recul de la reprise dans le secteur des services. Quant au secteur industriel et aux exportateurs, la nature particulière de ces « vacances à la maison » devrait leur donner un léger élan du fait d'une interruption moindre des activités due aux déplacements pendant les vacances et de l'allongement des heures de travail. Jusqu'à présent,

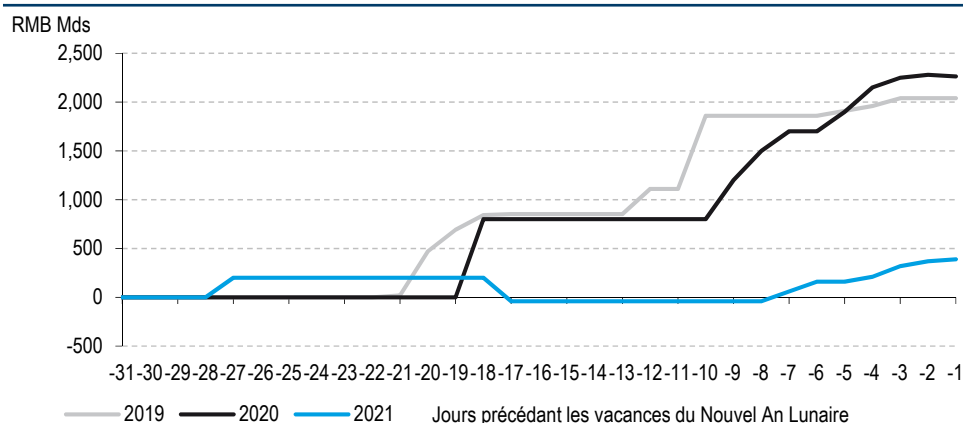
les éléments dont nous disposons semblent indiquer que l'économie chinoise pourrait éviter de retomber dans une contraction séquentielle, une perspective plus positive que nos prévisions précédentes. Le faible niveau de l'année dernière signifie que le PIB du premier trimestre pourrait aisément afficher une croissance élevée à deux chiffres.

LE THÈME DU MOIS

**Q2. Que s'est-il passé sur le marché interbancaire chinois ?
La politique monétaire de la PBoC a-t-elle changé d'orientation ?**

Habituellement, avant le Nouvel An lunaire, la PBoC maintient une position accommodante sur le marché interbancaire, afin de répondre à l'augmentation saisonnière de la demande de liquidités. Au lieu de recourir quotidiennement au taux de mise en pension (« reverse repo ») sur 7 jours, elle devrait se tourner vers des dispositifs à plus long terme, notamment les *reverse repos* sur 14 ou 28 jours, les MLF/TMLF à 1 an (similaires aux LTRO/TLTRO) ou encore des réductions ciblées des ratios de réserves obligatoires (RRR).

Néanmoins, la PBoC n'a injecté que le strict minimum cette année (graphique 2). Malgré des liquidités déjà limitées, elle a commencé les retraits nets deux semaines avant la pause du Nouvel An lunaire, ce qui a fait grimper le taux d'emprunt au jour le jour à son plus haut niveau depuis juillet 2013. Le *spread* à terme (à 10 ans - au jour le jour) est devenu négatif durant plusieurs jours, ce qui ne s'était produit qu'en avril 2018 et en juin 2013, lorsque les pics des taux courts étaient principalement liés à la politique monétaire.

2/ Injection cumulative de liquidités par la PBoC avant le Nouvel An lunaire

Source : PBoC, Wind, Nomura, Recherche Amundi au 18 février 2021

Nous pensons donc que cette série de resserrements inattendus des liquidités n'a rien d'accidentel. Les raisons de la PBoC restent à déterminer, qu'il s'agisse du marché d'actions, du marché immobilier ou d'arbitrages financiers / opérations à effet de levier sur le marché interbancaire. Mais le message est clair : **la banque centrale est en train de normaliser sa politique à l'aide d'un biais de resserrement.**

Nous pensons toujours que la PBoC devrait la plupart du temps ancrer les taux interbancaires autour de ses taux « open market » tout au long de l'année 2021, c'est-à-dire avec un taux

de prise en pension (« repo ») à 7 jours à 2,2 %, et un taux MLF à 1 an à 2,95 %. Il ne serait toutefois pas surprenant qu'elle s'éloigne parfois brièvement et sensiblement de ces points d'ancrage. Selon nous, la banque centrale devrait maintenir ces taux directeurs, ainsi que le taux de référence des prêts bancaires (LPR) à un an, inchangés afin d'éviter d'adresser un message de resserrement excessif au marché. Une hausse des taux demeure peu probable cette année, les mesures d'assouplissement des politiques ayant commencé à être retirées de toutes parts.

Q3. Quelles sont vos anticipations concernant la politique budgétaire de la Chine en 2021 ?

L'objectif global étant de contrôler le ratio dette/PIB, nous pensons que la dette publique devrait augmenter plus lentement en 2021, et la politique budgétaire devrait être moins expansionniste. Plus précisément, nous

tablons sur une réduction du déficit budgétaire global de 3,6 % à 3,2 %, ce qui devrait être annoncé lors de l'Assemblée populaire nationale du 5 mars.

Le message est clair : la banque centrale est en train de normaliser sa politique à l'aide d'un biais de resserrement

La croissance du crédit à l'économie devrait poursuivre une tendance baissière progressive

Le renforcement des mesures budgétaires, comprenant la vente des droits d'utilisation des terres dans les dépenses publiques, sera au centre de l'attention. En 2020, le quota d'obligations spéciales des administrations locales (« LGB ») visant à financer les dépenses publiques a été augmenté de manière significative, passant de 2 150 milliards RMB en 2019 à 3 750 milliards RMB, contribuant ainsi à hauteur d'environ 1,5 pp à l'augmentation du déficit prévue au budget. Le consensus prévoit une réduction à 3 000 voire 3 500 milliards RMB en 2021. Il est selon nous plus probable que ce chiffre se situe dans la fourchette haute, compte tenu des pressions croissantes de refinancement de la dette des administrations locales et de l'augmentation des cas de défaut d'entreprises publiques locales.

Q4. Sur la base des dernières évolutions sur le plan macro-financier, les actifs des marchés émergents sont-ils toujours attractifs ?

L'un des principaux moteurs de l'investissement sur les marchés émergents est la croissance : en premier lieu la croissance intérieure au niveau national, mais également la croissance mondiale, qui reflète une demande extérieure toujours solide, que ce soit pour les matières premières ou les produits manufacturés.

Parmi les principaux moteurs de la croissance mondiale figurent les États-Unis et la Chine. La dynamique économique chinoise a déjà largement été abordée ici. Quant aux États-Unis, nous prévoyons une performance économique solide en 2021, grâce aux mesures budgétaires de grande envergure qui seront bientôt dévoilées et approuvées (entre 1 000 et 1 900 milliards USD). Par ailleurs, les discussions en cours concernant un vaste projet d'infrastructure d'environ 2 000 milliards USD, censé démarrer début 2022, représente un risque supplémentaire pour la croissance.

La reprise actuelle profite aux exportateurs de pétrole et de matières premières, les conditions commerciales s'améliorant nettement dans certains pays d'Amérique latine (notamment Chili et Pérou), ainsi qu'aux exportateurs de produits manufacturés dans le monde entier, et surtout pour les pays plus exposés au secteur informatique

et aux EPI (équipements de protection individuelle), tels que l'Asie et principalement l'Asie du Nord.

La mesure la plus complète à surveiller est la croissance du financement social total (« TSF »), qui comprend non seulement des obligations d'État, mais aussi des prêts quasi-budgétaires aux entreprises publiques et des LGFV. Après une nette accélération juste après le déclenchement de la pandémie, la croissance du TSF a commencé à ralentir en novembre 2020. Elle devrait selon nous poursuivre une tendance baissière progressive, ralentissant d'environ 2 pp pour atteindre 11,5 % fin 2021, un niveau qui reste supérieur aux 10,7 % d'avant la crise du Covid. À ce rythme, le ratio dette/PIB de la Chine devrait se stabiliser en 2021 à environ 270 %, après avoir progressé de 23,6 pp par rapport aux 246,5 % de fin 2019.

et aux EPI (équipements de protection individuelle), tels que l'Asie et principalement l'Asie du Nord.

Du côté des services, en particulier le tourisme et l'accueil, la reprise est beaucoup plus lente et nous devrions assister à un rebond plus marqué lorsque le déploiement de la campagne de vaccination sera plus avancé au niveau mondial. Certains pays, comme la Thaïlande, dont environ 11 % du PIB dépendent du tourisme, ont encore des difficultés à se redresser. Globalement, au sein de l'Union européenne, la mobilité est stable voire en légère progression, en l'absence de restrictions importantes comme celles appliquées dans certaines économies développées.

Parallèlement à la réévaluation plus optimiste de la croissance économique, l'autre facteur important à prendre en considération est la capacité des principales banques centrales à naviguer dans un environnement caractérisé par une politique monétaire extrêmement accommodante et par des anticipations d'inflation en hausse en raison d'une surchauffe perçue de l'économie. Il convient de rappeler qu'un environnement financier mondial favorable est essentiel pour la poursuite des investissements sur les marchés émergents.

Les classes d'actifs des marchés émergents offrent toujours une exposition à des rendements élevés ainsi qu'une certaine exposition à la croissance à un prix raisonnable

Bien que nous constatons une certaine pression sur les prix provenant des coûts (matières premières, denrées alimentaires, tarifs d'expédition), la demande reste modérée; en effet, la grande majorité des pays n'ont pas encore renoué avec leurs niveaux de croissance de 2019 et il leur faudra du temps pour y parvenir. Par conséquent, nos perspectives en matière d'inflation ne sont pas préoccupantes; cela devrait permettre aux banques centrales de retirer très progressivement leur soutien aux liquidités et de modifier l'orientation de leur politique monétaire de manière encore plus graduelle.

Avec toute la diversification nécessaire (en gardant à l'esprit que l'univers des marchés émergents présente des profils très hétérogènes en termes de forces et de faiblesses), les classes d'actifs des marchés émergents offrent toujours une exposition à des rendements élevés dans un environnement de taux d'intérêt très bas voire négatifs, ainsi qu'une certaine exposition à la croissance à un prix raisonnable.

Achévé de rédiger le 18 février 2021

Principaux fournisseurs asiatiques de biens et équipements médicaux

Classement en Asie (données 2019)	Plastique (HS 39)	Caoutchouc (HS 40)	Verre et ouvrages en verre (HS 70)	Produits chimiques organiques (HS 29)	Produits pharmaceutiques (HS 30)	Aiguilles tubulaires (HS 901832)	Seringues (HS 901831)	Équipement de réfrigération (HS 8418)
1	Chine (1 ^{er})	Chine (1 ^{er})	Chine (1 ^{er})	Chine (1 ^{er})	Inde (11 ^e)	Chine (4 ^e)	Chine (2 nd)	Chine (1 ^{er})
2	Corée du Sud (4 ^e)	Thaïlande (3 ^e)	Japon (5 ^e)	Corée du Sud (7 ^e)	Chine (15 ^e)	Japon (6 ^e)	Singapour (8 ^e)	Corée du Sud (6 ^e)
3	Japon (6 ^e)	Japon (5 ^e)	Hong Kong (6 ^e)	Inde (8 ^e)	Singapour (17 ^e)	Thaïlande (8 ^e)	Philippines (15 ^e)	Thaïlande (7 ^e)
4	Taiwan (10 ^e)	Corée du Sud (6 ^e)	Corée du Sud (12 ^e)	Japon (9 ^e)	Japon (18 ^e)	Singapour (10 ^e)	Hong Kong (16 ^e)	Singapour (14 ^e)
5	Singapour (12 ^e)	Malaisie (7 ^e)	Taiwan (13 ^e)	Singapour (11 ^e)	Corée du Sud (21 ^{er})	Corée du Sud (11 ^e)	Japon (17 ^e)	Japon (15 ^e)

Le classement entre parenthèses correspond au classement mondial en termes de valeur des exportations en dollars américains en 2019

Sources: ITC, The Economist Intelligence Unit, Recherche Amundi au 25 février 2021

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicibarra.com). 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.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — 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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Nora Carol Photography

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégiste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratégiste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit