

## LE THÈME DU MOIS

**ALESSIA BERARDI**

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

*La pandémie est loin d'être maîtrisée et de nouveaux foyers ou secondes phases épidémiques, accompagnés de reconfinements localisés et ciblés*

## Marchés émergents: faire face aux conséquences de la crise avec le bon dosage politique dans une reprise inégale

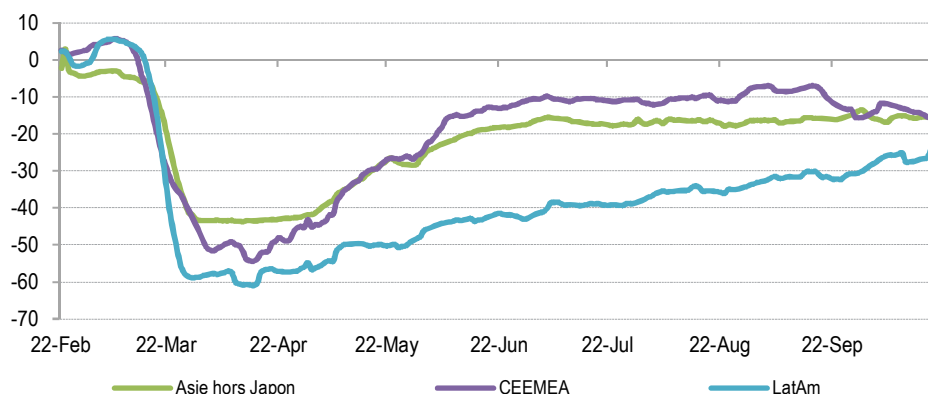
**La forme de la reprise dépendra, en définitive, de la durée de l'épidémie. Une reprise inégale et une inflation modérée (en l'absence de choc d'offre persistant) nécessiteront la poursuite d'un dosage politique accommodant, tant sur le plan monétaire que budgétaire et la combinaison des deux doit être surveillée de près dans les marchés émergents.**

La pandémie actuelle a frappé toutes les économies émergentes sans distinction, son pic se situant au premier semestre 2020. En revanche, la profondeur des cicatrices diffère d'un pays à l'autre. Parmi les différentes régions, l'Europe de l'Est et en particulier les PECO3 (Hongrie, Pologne et République tchèque) a fait preuve de la plus grande résilience avec l'Asie du Nord (Chine, Taiwan et Corée du Sud). Il faut néanmoins souligner les divergences significatives au sein du continent asiatique, notamment entre le sud et le nord. En effet, les pays du nord ont géré la pandémie et leur redémarrage subséquent avec plus d'efficacité que les pays du sud qui peinent encore à sortir de la première vague (le PIB de l'Inde a chuté d'environ 24 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2020). Malgré les conditions économiques qui, au début de la crise, n'étaient déjà pas les plus saines, le retour à la situation économique d'avant-crise s'avère plus lent et plus difficile que prévu. La pandémie est loin d'être maîtrisée et de nouveaux foyers ou secondes phases épidémiques, accompagnés de reconfinements localisés et ciblés, apparaissent dans de nombreux pays. Si l'on examine les données

quotidiennes de l'activité économique, le fort rebond qui a suivi la sortie du grand confinement mondial est passé à la vitesse inférieure après le mois d'août, avant de se stabiliser. L'activité économique a ralenti dans les pays où de nouveaux confinements ciblés ont été imposés (Indonésie, Malaisie, Israël) ainsi que dans les pays où le taux d'infection a temporairement dépassé sa moyenne récente, même en l'absence de nouvelles restrictions (Corée du Sud, par exemple, en septembre).

La demande intérieure et la demande extérieure ont été les moteurs du rebond actuel. Durant la première phase de la crise, les prestations ou paiements en espèces, rapidement disponibles, ont soutenu la consommation dans les pays où les subventions salariales étaient moins efficaces en raison de la part importante de l'économie informelle. Sur le plan sectoriel, le rebond a surtout concerné l'industrie manufacturière, tandis que les services sont restés à la traîne. Le tourisme est l'un des secteurs les plus durement touchés par cette pandémie: la Thaïlande n'a enregistré aucune arrivée de touristes internationaux en août pour

### 1/ Données de mobilité



Source : données de mobilité Google, données au 20 octobre 2020

## LE THÈME DU MOIS

*L'inflation sera limitée par des pics temporaires dus à la perturbation de l'offre et des interdictions d'exportation de produits alimentaires en raison de la pandémie*

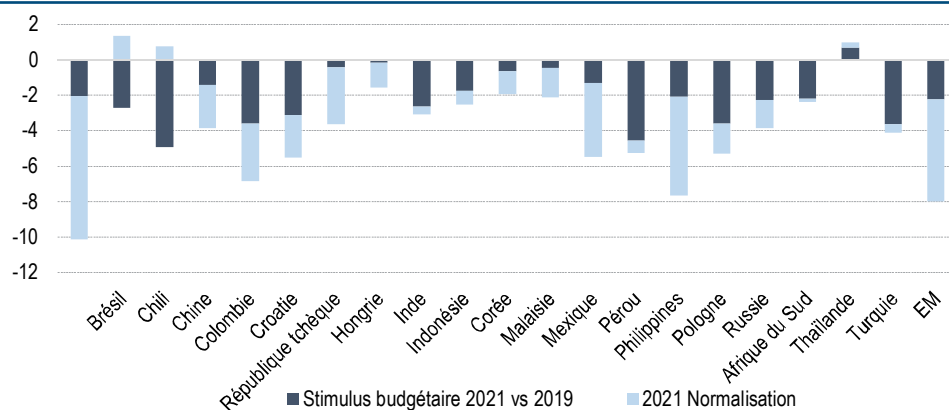
Le cinquième mois consécutif alors que le tourisme représente environ 12 % du PIB national. Sur une note plus positive, toujours sur le plan extérieur, les exportations des pays émergents ont enregistré une forte reprise depuis juin 2020. Malgré la nature étendue de la reprise des exportations, on peut souligner le dynamisme du cycle de production et d'exportation de produits technologiques qui favorise les pays d'Asie du Nord et, plus généralement, le secteur/les entreprises technologiques du monde entier. Les bénéfices de l'indice MSCI China, qui a augmenté de concert avec les entreprises de la nouvelle économie depuis 2015-2016, dépendent de plus en plus du cycle des exportations des pays émergents plutôt que de la dynamique générale du commerce mondial, ce qui souligne l'importance de l'intégration régionale.

En ce qui concerne l'inflation, la trajectoire actuelle est relativement modeste et nous n'anticipons qu'une hausse progressive en 2021 par rapport à 2020, en raison du ralentissement économique, qui dans certains pays se faisait déjà sentir avant le début de la crise. Ces données annuelles modérées de l'inflation peuvent cacher certaines tendances plus complexes et plus volatiles au cours de l'année, notamment autour du deuxième trimestre 2021, où un pic est possible en raison de la base très faible du deuxième trimestre 2020 (due à l'effondrement des prix du pétrole). Dans la mesure où l'inflation reste modérée et globalement proche des objectifs des banques centrales, la récente reprise modérée est révélatrice de l'importance des autres

composantes non essentielles, comme les prix des denrées alimentaires. La pandémie a entraîné de nombreuses perturbations de l'approvisionnement (encore difficiles à quantifier) ainsi qu'une restriction des exportations de denrées alimentaires, ce qui s'est immédiatement traduit par une hausse de l'inflation dans les marchés émergents. Une des premières mesures proposées par de nombreux gouvernements dans le monde a été de garantir un approvisionnement alimentaire suffisant, en facilitant les importations (réductions des droits de douane, rationalisation des procédures aux frontières, assouplissement des exigences en matière d'étiquetage) ou en limitant les exportations. Le 18 juin, l'Organisation mondiale du commerce (OMC) a interdit à ses membres d'interdire les exportations de produits alimentaires et plusieurs des mesures citées plus haut ont, par la suite, été supprimées. La faiblesse de la demande et les perturbations de l'offre se compensent mutuellement et bien que nous considérons le premier facteur comme dominant, certains pics d'inflation temporaires au-dessus des objectifs des banques centrales (mais inférieurs aux pics d'inflation passés) ne peuvent pas être exclus. Selon la structure de l'économie et l'efficacité du mécanisme de formation des prix, ces pics pourront prendre une forme moins temporaire, comme en Inde où l'inflation est restée au-dessus de la fourchette très large de la banque centrale pendant une bonne partie de l'année.

Sur le front de la politique monétaire, l'attention se déplace vers les

## 2/ Stimulus budgétaire



Source : FMI, données octobre 2020

## LE THÈME DU MOIS

*Sur le front de la politique monétaire, l'attention se déplace vers les mesures non conventionnelles, la marge de manœuvre conventionnelle ayant en grande partie été épuisée*

*Ces approches de politique monétaire non conventionnelles sont rendues possibles grâce aux faibles niveaux d'inflation, même si dans certains cas elles soulèvent des inquiétudes quant à l'indépendance entre la politique monétaire et budgétaire*

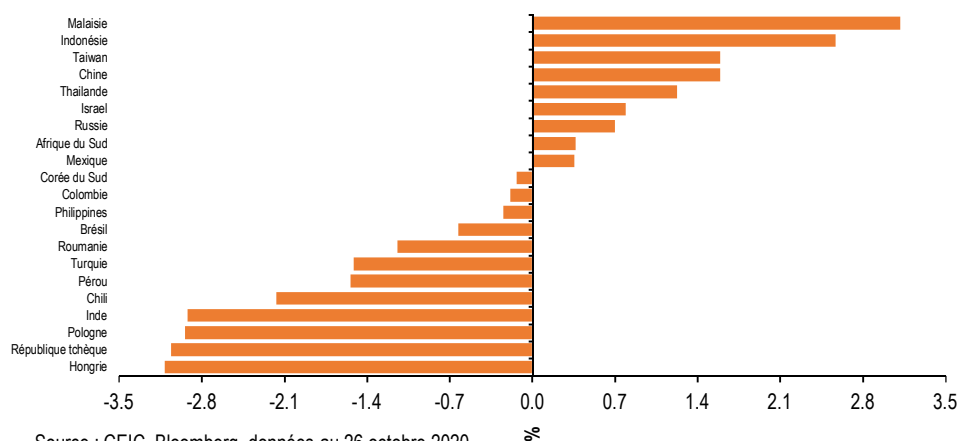
mesures non conventionnelles, la marge de manœuvre conventionnelle ayant en grande partie été épuisée (sauf dans quelques pays comme le Mexique). Les banques centrales des marchés émergents, contrairement à celles des pays développés, utiliseront principalement les outils non conventionnels plus classiques, comme les orientations prospectives, ou les politiques de crédit et l'assouplissement quantitatif de manière non monétaire — principalement sur le marché secondaire pour gérer et renforcer la liquidité en périodes de tensions. La banque centrale brésilienne, par exemple, se concentre résolument sur les orientations prospectives et entend utiliser le QE de la même manière que ses réserves de change. La banque centrale d'Afrique du Sud, quant à elle, achète des actifs en petites quantités uniquement pour « gérer » la liquidité. Ailleurs, les banques centrales de Pologne et du Chili achètent des actifs en plus grande quantité et de manière quasi budgétaire également — la première en achetant de la dette garantie par l'État et la seconde des actifs bancaires. Ces approches de politique monétaire non conventionnelles sont rendues possibles grâce aux faibles niveaux d'inflation, même si dans certains cas elles soulèvent des inquiétudes quant à l'indépendance entre la politique monétaire et budgétaire.

Au cours des deux dernières décennies, les banques centrales des marchés émergents ont déployé des efforts considérables pour rendre

leurs cadres de politique monétaire plus robustes et plus crédibles. Cette évolution a été possible grâce au recours progressif aux orientations prospectives et à l'adoption effective d'un mandat crédible de ciblage de l'inflation, réservant, autant que possible, la monnaie comme amortisseur de dernier ressort. Ce n'est que récemment que les pays dits « à forte inflation » ont pu ramener leur taux d'inflation à des niveaux acceptables, ceux-ci étant désormais, pour la plupart, dans les limites des objectifs fixés par les banques centrales.

Cela dit, assez n'est jamais assez pour les pays confrontés à des difficultés structurelles et fortement dépendants de la demande extérieure et des flux financiers extérieurs. Les décideurs politiques des pays émergents ne peuvent pas se permettre trop de complaisance avec ce qui a été fait. Ils doivent rester vigilants d'autant qu'avec la crise pandémique des doutes se lèvent quant à la manière dont les nouveaux outils politiques sont utilisés. Bien que de nombreuses banques centrales émergentes puissent légalement acheter des titres d'État sur le marché primaire, le déploiement de programmes de QE budgétaires ou quasi budgétaires reste une option de dernier ressort. Un exemple de QE budgétaire souvent cité est le programme de partage des charges adopté par les autorités indonésiennes, dans le cadre duquel la banque centrale d'Indonésie est invitée à acheter sur le marché primaire pour financer le déficit budgétaire

## 3/ Taux directeurs des pays émergents (taux réels, valeur actuelle)



Source : CEIC, Bloomberg, données au 26 octobre 2020

## LE THÈME DU MOIS

*En 2021, après la forte hausse de l'endettement en 2020, nous nous attendons à voir la croissance de la dette publique ralentir en Chine*

anormalement élevé de 2020. Ce processus est présenté comme une opération ponctuelle dont la sortie officielle dépend du montant visé et de la stratégie d'assainissement budgétaire prévue pour les prochaines années (déficit budgétaire à nouveau inférieur à 3 % en 2023, contre 6,3 % en 2020). Nous considérons que la révision récemment annoncée de la loi régissant la banque centrale est un bruit de fond sans incidence sur la stratégie monétaire et budgétaire.

La solution du QE n'est pas la seule qui soit viable. Dans certains pays, où les pics d'inflation ne peuvent pas être sous-estimés ou dans lesquels l'inflation n'est pas à des niveaux satisfaisants, les banques centrales devraient adopter provisoirement des mesures peu orthodoxes pour se concentrer sur une transmission plus efficace des politiques monétaires et sur les problèmes de restructuration de la dette des entreprises. Les moratoires sur la dette permettent de gagner du temps pour agir jusqu'à ce que le calme soit rétabli, mais tôt ou tard, il faudra se pencher sur la question de la dette des entreprises. En Inde par exemple, il est primordial de relancer le processus de restructuration des dettes par le biais du code des faillites de manière à ce que les banques puissent rapidement recommencer à prêter.

Bien que la pandémie ait eu un impact mondial et que les pays émergents et développés aient été touchés de la même manière, la marge de manœuvre budgétaire et notamment les coûts d'emprunt élevés ont freiné la ruée vers les politiques budgétaires agressives dans les pays émergents par rapport aux pays développés. Toutefois, malgré certaines divergences entre pays émergents et développés en termes de taille et de calendrier de déploiement des mesures de relance budgétaire, la portée des mesures les plus urgentes a été assez similaire avec un soutien au secteur de la santé et aux ménages (via des transferts en espèces ou des dispositifs de soutien à l'emploi). La Chine constitue une exception, son déficit budgétaire s'étant considérablement creusé en 2020 et, pour l'heure, la plupart des fonds mobilisés ont été consacrés

à des projets d'infrastructure ou à l'allègement de la pression financière sur les entreprises. L'ampleur des dépenses publiques en faveur des ménages est relativement faible par rapport à ce que l'on observe ailleurs. En 2021, après la forte hausse de l'endettement en 2020, nous nous attendons à voir la croissance de la dette publique ralentir en Chine et même si le déficit budgétaire ne revient pas immédiatement à son niveau d'avant-Covid celui-ci devrait légèrement diminuer. Nous ne pensons pas que les 1 000 milliards de RMB d'obligations spéciales du gouvernement chinois seront renouvelés pour une année supplémentaire. Une réduction du quota d'émission d'obligations des gouvernements locaux de leur niveau actuel de 3 750 milliards de RMB, qui constitue le principal soutien financier aux projets d'infrastructure, est également probable.

En ce qui concerne les autres pays émergents, la situation budgétaire est assez diversifiée, malgré une certaine consolidation budgétaire prévue dans la plupart des lois budgétaires de 2021 qui ont été annoncées et approuvées jusqu'à présent. Ainsi, le Brésil est-il constitutionnellement tenu de réduire ses mesures de relance budgétaire de 9 % du PIB, tandis que le Mexique et la Russie ont fait preuve d'une grande prudence dans leurs propositions budgétaires pour 2021. L'Indonésie va elle aussi amorcer une normalisation de son équilibre budgétaire dès l'année prochaine. Dans les PECO, en Corée, au Chili et au Pérou il y a une certaine marge de réduction progressive de l'impulsion budgétaire, tandis qu'en Afrique du Sud, le déficit budgétaire à deux chiffres nécessitera une réduction des salaires et de l'emploi dans le secteur public qui sera politiquement difficile et douloureuse sur le plan social et nécessitera donc davantage de temps.

Malgré les timides efforts d'assainissement budgétaire annoncés, le niveau de la dette émergente (qui a bien moins augmenté que dans les pays développés en 2020) mettra un certain temps à se stabiliser et à retrouver sa trajectoire ascendante. Le risque de fluctuation brutale des primes de risque et, par conséquent,

## LE THÈME DU MOIS

*Malgré les timides efforts d'assainissement budgétaire annoncés, le niveau de la dette émergente mettra un certain temps à se stabiliser et à retrouver sa trajectoire ascendante.*

d'altération de la confiance des investisseurs (sanctionnée par de nouvelles décisions des agences de notation) doit être surveillé de près. La crédibilité des autorités budgétaires est tout aussi importante que celle des autorités de politique monétaire.

Bon nombre de pays à faible revenu sont entrés dans la crise avec une situation budgétaire déjà tendue ou avec des réserves tout juste suffisantes pour assurer le service de leur dette dans des circonstances normales. Or ceux-ci ont parfois dû réaffecter

ces réserves pour faire face à la crise pandémique. Pour ces pays, le secteur officiel étranger, représenté par les grandes institutions supranationales, a récemment accepté de prolonger de 6 mois (jusqu'à la mi-2021) l'initiative de suspension du service de la dette, tandis qu'un nouveau dispositif est en cours de discussion avec pour objectif, dans la mesure du possible, de rendre plus comparables les nombreux créanciers concernés.

*Achévé de rédiger le 23/10/2020*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities Forecasts  
Sovereign Bonds High  
ESG Quant Fixed Income Yield Real Estate  
Investment Strategies Asset 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](http://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](mailto:info@amundi.com).

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](http://www.amundi.com)

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Sensay

#### 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

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

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**HUANG Claire**, Macrostratégiste, Marchés Émergents

**CESARINI Federico**, Stratégiste Cross Asset

#### 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

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DELBO' Debora**, Stratégiste Senior Marchés Émergents

**DROZDZIK Patryk**, Marchés émergents, Économiste

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Taux

**HERVE Karine**, Marchés émergents, Économiste Senior

**LEONARDI Michele**, Analyste Cross Asset

**MIJOT Eric**, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

**LETORT Valérie**, Stratégiste Taux

**PERRIER Tristan**, Analyste Global Views

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior

**VARTANESYAN Sasi**, Marchés émergents, Économiste Senior

**LICCARDO Giovanni**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit