

## LE THÈME DU MOIS

## Marchés émergents : normalisation de la politique monétaire



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

Les conditions monétaires restent accommodantes dans les pays émergents avec des taux réels négatifs ou légèrement positifs

Les conditions de la politique monétaire dans les marchés émergents sont encore résolument accommodantes. Les facteurs intérieurs tels que l'inflation et, dans certains cas, un fort rebond économique poussent les banques centrales des pays émergents à normaliser leur politique monétaire. Le durcissement des conditions financières mondiales devrait déclencher une normalisation plus rapide et plus généralisée.

### Mars 2021 : début de la normalisation de la politique monétaire des pays émergents

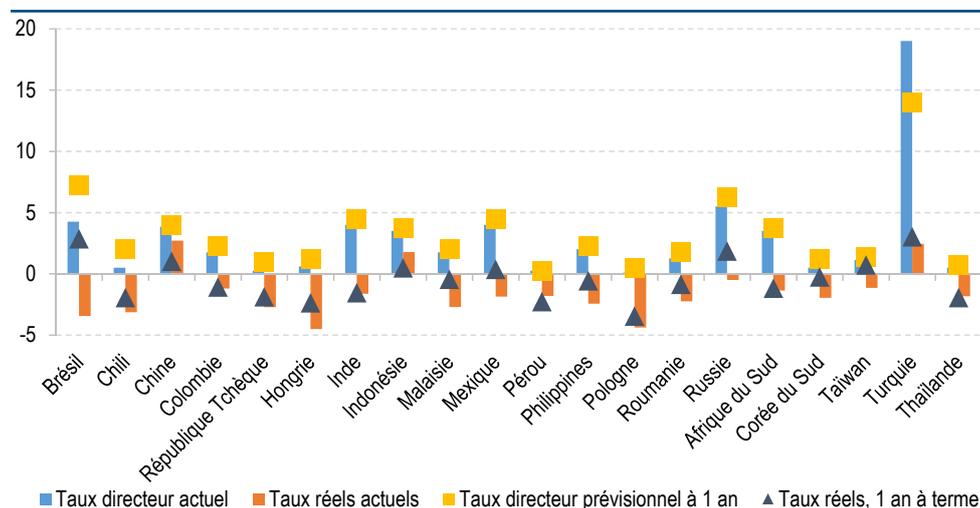
La politique monétaire des banques centrales (BC) des marchés émergents a commencé à changer de cap en mars 2021, même si cela est limité à ce stade à un nombre réduit de pays. Au cours de la même semaine, la Banque centrale du Brésil (BCB) a relevé le taux Selic de 75 pb et la Banque centrale de Russie (CBR) a relevé son taux directeur de 25 pb, plus tôt que prévu.

**En début d'année, les marchés ont commencé à réévaluer la situation macroéconomique aux États-Unis (accélération de la croissance et de l'inflation) avec la hausse des taux longs américains. Toutefois, le principal moteur de l'évolution de la politique monétaire dans les deux pays mentionnés ci-dessus a été la poussée d'inflation globale, inattendue dans son ampleur, et les prévisions de hausse de l'inflation à venir. Par conséquent, un facteur national a joué un rôle plus important que les facteurs externes, pour une**

CBR très orthodoxe et pour une BCB orthodoxe à contrecœur (au moins au début).

Depuis, ces deux banques centrales ont poursuivi la normalisation de leur politique monétaire (+225 pb pour la BCB et +125 pb pour la CBR) et seulement quelques autres ont suivi (Ukraine +150 pb et Turquie +200 pb), bien que les chiffres d'inflation aient globalement augmenté et que, dans de nombreux pays émergents, ils aient désormais dépassé la limite supérieure de la fourchette cible des banques centrales (BC). **Aujourd'hui, la politique monétaire et les conditions de liquidité des marchés émergents restent clairement accommodantes. Les taux réels, qui correspondent à la différence entre les taux directeurs nominaux et l'inflation, sont pour la plupart négatifs et devraient le rester ou devenir légèrement positifs même sur un horizon de 12 mois, sauf changement brutal des conditions financières mondiales.** En outre, les BC des marchés émergents ont entrepris un virage vers une politique monétaire moins orthodoxe (un assouplissement

### 1/ Taux de politique monétaire et taux réels des marchés émergents (actuels vs prévisions 12M)



Source : Recherche Amundi - Données au 22 Juin 2021

## LE THÈME DU MOIS

*La direction des politiques monétaires est claire : les taux directeurs sont orientés à la hausse*

*Alors que les facteurs domestiques plaident pour une politique monétaire plus rigoureuse, les conditions financières mondiales joueront un rôle important*

quantitatif (QE) de nature différente, passant de l'injection de liquidité au QE budgétaire) ainsi que des mesures plus ciblées, en coordinations avec différents organismes publics (par ex. incitations sectorielles au crédit ou extensions des moratoires sur la dette).

**Les politiques monétaires accommodantes et peu conventionnelles deviennent de plus en plus neutres et sévères en raison de la hausse de l'inflation**

**Pendant la pandémie, il est devenu normal pour certaines banques centrales des marchés émergents de s'engager dans des programmes d'achat de titres (dette publique et des banques centrales, obligations bancaires) visant à atténuer les effets de la pandémie, à financer directement les déficits budgétaires, à assouplir les conditions de crédit et à stabiliser les marchés financiers nationaux.**

Ces opérations se sont principalement déroulées sur le marché secondaire, avec peu d'exemples d'achats primaires ou de placements privés. Alors que l'on anticipait une réduction de ces programmes dans les marchés émergents en 2021, **le premier semestre a vu, en moyenne, une augmentation des achats d'actifs en pourcentage du PIB, toutefois concentrée dans quelques pays** (Inde, Indonésie, Corée du Sud, Hongrie ou Pologne, pour en citer certains) mais une réduction dans quelques autres (Colombie, Chili ou marginalement les Philippines).

Bien que beaucoup d'incertitudes demeurent quant à la possibilité de nouvelles vagues de pandémie dans les pays dont les programmes de vaccination ne sont pas satisfaisants et qui peinent encore à atteindre les niveaux de croissance pré-pandémiques, **il apparaît de plus en plus clairement depuis ces derniers mois que les taux directeurs évoluent « progressivement » à la hausse.**

En effet, de plus en plus de banques centrales émergentes rejoindront bientôt le groupe BRUT (Brésil, Russie, Ukraine et Turquie), calibrant leurs actions en fonction de différents critères : une inflation durablement trop élevée, un compromis classique entre croissance et inflation, et enfin, leur

vulnérabilité externe au resserrement des conditions financières mondiales, i. e. la politique de la Fed.

Indépendamment des fortes croissances des PIB remarquables attendus en 2021, principalement grâce à un effet de base positif, la reprise des marchés émergents n'est pas encore pleinement durable sans le soutien d'un assortiment de politiques publiques. Les politiques monétaires et budgétaires ne devraient réduire le soutien nécessaire aux secteurs les plus vulnérables que progressivement.

**Même si la croissance économique reste un frein à la normalisation plus rapide de la politique monétaire, d'autres aspects importants poussent dans la direction opposée : la montée de l'inflation et les premiers signes/mentions de changement de politique monétaire aux États-Unis.** De plus, une baisse des taux d'emprunt et une extension des moratoires sur la dette présentent des risques non négligeables pour le système bancaire national.

À quelques exceptions près, l'inflation globale a fortement augmenté dans les marchés émergents, principalement sous l'effet des composantes les plus volatiles (amplifié par la faiblesse des devises locales), de la hausse des coûts de transport et, dans certains cas, de la hausse des prix administrés. En rythme séquentiel, la hausse des prix des produits alimentaires mondiaux (indice FAO) a été exceptionnellement fort depuis l'année dernière, portant la croissance annuelle à près de 40 % en mai 2021, soit le troisième pic le plus élevé enregistré depuis 1991. Bien que de pondération différente, la composante des prix alimentaires dans le panier de l'IPC des marchés émergents reste très importante, et beaucoup plus significative que dans les économies avancées. En effet, un pic précédent (d'une ampleur similaire) s'est produit entre le second semestre 2010 et le premier semestre 2011, période caractérisée par des turbulences politiques dans les marchés émergents. En hausse constante depuis le début de l'année, le prix du pétrole a renforcé son impact sur les prix finaux au cours des deux derniers mois, partant d'une base très faible sur la même période l'année dernière. L'augmentation progressive de la production des pays de l'OPEP+

## LE THÈME DU MOIS

*La réduction plus rapide et plus marquée des dispositifs de soutien s'estompera au S2*

après une période de réduction rattrape lentement la hausse de la demande et, dans l'ensemble, les prix du pétrole en 2021 devraient rester plus élevés qu'en 2020, même s'ils se replient vers notre estimation de juste valeur autour de 65 USD le baril.

À l'heure actuelle, l'ampleur plus importante que prévu des pics d'inflation et la persistance des facteurs mentionnés ci-dessus ont relevé les profils d'inflation globale, dans la plupart des marchés émergents, au-dessus des fourchettes cibles des BC et ralentissent leur retour à des niveaux plus confortables, ce qui met les autorités monétaires en difficulté pour persévérer sur la voie accommodante plus longtemps. Toutefois, compte tenu de la baisse des prix des facteurs de production et de l'absence de pressions structurelles provenant de la demande, nous pensons que l'inflation va ralentir et revenir dans la fourchette cible des BC ou s'en rapprocher, les perspectives d'inflation restant donc relativement bénignes. La persistance de capacités inutilisées dans les économies émergentes est bien visible dans la dynamique plus modérée des composantes de base des prix à la consommation. Par conséquent, **nous avons progressivement avancé le début du cycle de normalisation là où la politique monétaire est excessivement accommodante, compte tenu du rebond économique plus tangible et du risque de désancrage de l'inflation.** L'Amérique latine et la région CEEMEA sont sur le devant de la scène (la NBH, la CNB et la BCC sont les prochaines), l'Asie du Sud suivra plus tard, même si la récente hausse inattendue de l'inflation en Inde a soudainement amené la RBI à durcir le ton (de conciliant à neutre) et avancera peut-être la première hausse des taux à 2021 au lieu de 2022.

**Enfin et surtout, les conditions financières mondiales exerceront une pression supplémentaire sur les banques centrales des pays émergents**

Le prochain changement de cap de la Réserve fédérale est certainement une variable importante dans la conduite des politiques monétaires des banques centrales des marchés émergents. Il

est désormais communément admis que la vulnérabilité externe des marchés émergents a diminué depuis l'épisode du « Taper tantrum » en 2013, si l'on considère les chiffres de compte courant ou de solde de base ainsi que les ratios d'adéquation des réserves en termes de couverture des importations. De plus, la pandémie a encore contribué au rééquilibrage des comptes extérieurs dans de nombreux pays qui sont entrés dans la crise dans de meilleures conditions extérieures que celles observées il y a quelques années : il n'existe pas aujourd'hui de groupe comme celui des cinq pays fragiles (en dehors de la Turquie). Toutefois, **la hausse des taux mondiaux et l'appréciation du dollar peuvent encore peser sur les marchés émergents en raison de l'importance de leur dette extérieure et pousser leurs BC à normaliser leur politique plus tôt afin de stabiliser leur devise et d'essayer de préserver un différentiel de taux stable pour attirer les investissements étrangers.**

Cela a de nouveau été démontré récemment, lorsque la Fed a adopté un ton plus ferme en juin et annoncé deux hausses de taux en 2023 au lieu d'une ; les classes d'actifs des marchés émergents, principalement les devises, ont sous-performé en raison de l'appréciation du dollar, tandis que le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est resté globalement inchangé. En dehors des problèmes spécifiques aux pays, pour démontrer l'importance des facteurs externes dans le processus de décision des politiques monétaires des marchés émergents, la performance négative globale a été moins prononcée pour les devises des pays dont la politique monétaire est perçue comme en avance sur la courbe : le réal brésilien reste résilient en raison d'un processus de normalisation complet.

**La réduction plus rapide et plus marquée des dispositifs de soutien de la Chine s'estompera**

La **PBoC** a entamé la normalisation de sa politique sur le marché interbancaire en diminuant le soutien de la liquidité, puis a commencé à contenir la croissance du crédit. Jusqu'à présent, **la réduction de l'assouplissement a été plus rapide**

## LE THÈME DU MOIS

**et plus prononcée que prévu.** Bien que les autorités aient réaffirmé ne pas prévoir de changement radical des politiques macroéconomiques, la croissance du financement social total (TSF) - l'indice global du crédit - a continué de surprendre à la baisse ces derniers mois. Son taux de croissance de 11 % en mai était déjà proche de son niveau d'avant-Covid (10,7 % en GA fin 2019). Le resserrement inattendu des conditions de liquidité à l'approche du Nouvel An chinois a rappelé la tendance intrinsèque au resserrement monétaire lorsque les marchés d'actions et immobilier sont en surchauffe.

**Après une année de diminution accélérée des mesures de soutien monétaire, nous pensons que les responsables politiques vont marquer une pause au second semestre.** La dynamique de croissance économique a ralenti, en partie en raison de l'affaiblissement du crédit et de l'impulsion budgétaire. Dans le même temps, la reprise de la consommation est en retard. Compte tenu de l'affaiblissement des perspectives économiques, le rythme du désendettement devrait ralentir. La

croissance du TSF devrait se maintenir légèrement au-dessus de 10 % sur le reste de l'année. Nous pensons que la PBoC maintiendra sa position neutre sur le marché interbancaire, ancrant les taux autour de ses niveaux souhaités.

**Des hausses de taux ne sont attendues que début 2022.** Lors du forum de Lujiazui (10 juin), Yi Gang, gouverneur de la PBoC, a clairement indiqué que la banque centrale prendra en compte les taux d'inflation moyens plutôt que les niveaux élevés de l'IPP constatés ces derniers mois. Par conséquent, la PBoC devrait rester en retrait au second semestre, d'autant plus que les risques d'inflation des matières premières s'atténuent. Toutefois, l'IPC sous-jacent continuera d'augmenter progressivement et dépassera les 2 % début 2022, tandis que l'inflation globale devrait se redresser à plus de 2,5 %. Compte tenu du raffermissement de l'inflation, la PBoC devrait procéder à deux hausses de 5 pb au premier semestre 2022.

*Achevé de rédiger le 22 juin 2021*

## 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 Policies  
Exchange Corporate Equities Bottom-up  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 29/06/2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 2 juillet 2021

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Thongkoch Chutpattarachai

#### 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

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, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, 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 Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit