

4<sup>e</sup> trimestre 2023

### A retenir

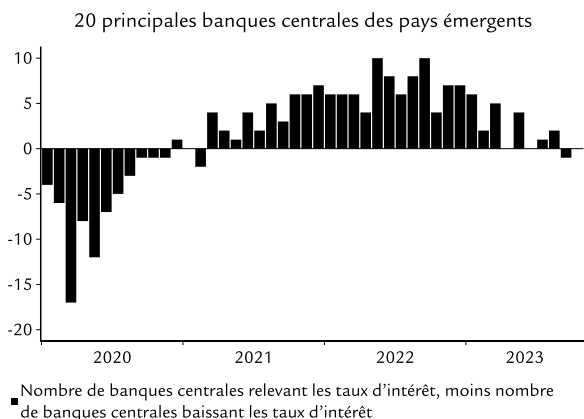
- Malgré une stabilisation en août, le rebond chinois déçoit
- La chute de la demande devrait notamment toucher les économies du Sud-est asiatique
- La dynamique d'inflation en repli devrait permettre un assouplissement de la politique monétaire

### En un chiffre

51,4

En août, le PMI industriel des marchés émergents s'est établi à 51,4 points. Une valeur bien supérieure à celle de nombreux pays industrialisés, qui ont enregistré une chute de la confiance ces derniers mois. A titre d'exemple, le PMI du secondaire dans la zone euro s'inscrit à 43,5, et à 47,9 aux Etats-Unis, deux valeurs nettement en deçà du seuil de croissance de 50 points. Ces derniers mois, l'indice des pays émergents s'est maintenu bien au-dessus de cette marque et suggère de fortes disparités entre les pays développés et les marchés émergents, malgré le rebond chinois étonnamment bref après la réouverture du pays.

### En un graphique



Tandis que les banques centrales des pays industrialisés approchent lentement du terme de leur cycle de relèvement, celles des pays émergents ont un temps d'avance. Au Brésil ou au Chili par exemple, les gardiens de la monnaie ont déjà commencé à baisser les taux directeurs en raison de l'évolution favorable de l'inflation. En durcissant relativement tôt et systématiquement leur politique monétaire, ces pays ont réussi à réduire leur dépendance à la politique de la Fed, devançant les baisses de celle-ci, sans que les monnaies locales en souffrent outre mesure.

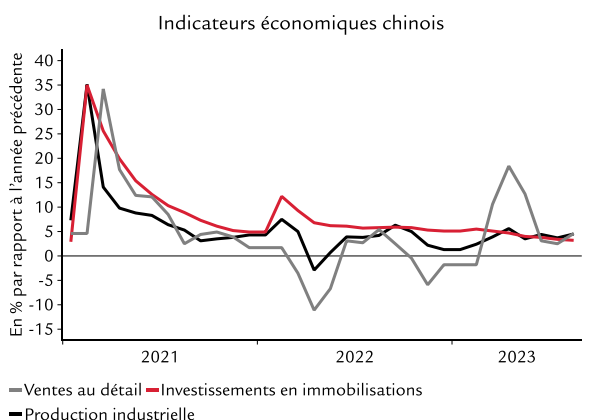
## Stabilisation en Chine, sans plus

Après un timide mois de juillet, l'activité en Chine a livré une bonne surprise en août. La production industrielle et les ventes au détail ont connu un rebond inattendu par rapport au mois précédent. La forte progression des ventes au détail a particulièrement surpris, car elle contraste avec l'affaiblissement du PMI du secteur tertiaire en août. La croissance du chiffre d'affaires de secteurs ayant considérablement profité des vacances d'été (p. ex. restaurants, hébergement et voyages) en a été le principal moteur. La production automobile notamment a porté la production industrielle et celle des batteries solaires, deux secteurs ayant probablement profité des mesures politiques de soutien déployées. Le revirement de tendance dans les prix à la production constitue un autre indice d'une lente stabilisation du secteur secondaire. Certes, l'inflation des prix à la production reste en repli, mais l'évolution des derniers mois indique une tendance à la hausse. Outre les données d'activité, celles du commerce extérieur témoignent d'une légère amélioration en août par rapport à juillet. *In globo*, il semble que les mesures de soutien mises en place par le gouvernement aient enfin des effets visibles sur les données conjoncturelles. C'est une avancée à saluer, mais nous continuons de penser qu'elle ne va pas suffire à doper l'économie – elle aura davantage un effet stabilisateur.

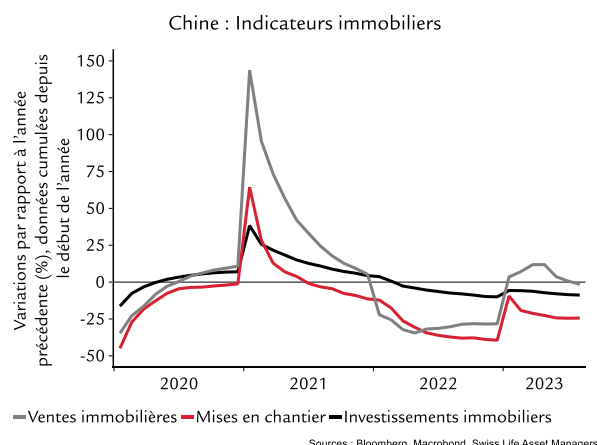
## L'immobilier reste un casse-tête

Tandis que les données conjoncturelles suggèrent une légère stabilisation, le secteur chinois de l'immobilier n'a pas donné de signe positif. Les principaux indicateurs restent globalement faibles en août. Lors de ce mois, la croissance des ventes immobilières a été négative pour la première fois de l'année, tandis que les mises en chantier et les investissements immobiliers restent en territoire négatif. L'indice des prix des maisons dans les 70 plus grandes villes du pays est en repli pour le troisième mois de rang. Ces derniers mois, l'exécutif a annoncé différentes mesures de soutien au secteur immobilier. Outre l'assouplissement monétaire, les conditions d'octroi d'hypothèques et certaines restrictions à l'achat ont été allégées depuis fin août. Selon nous, il faudra quelques mois avant que les mesures prises aient un effet visible. Comme sur le plan conjoncturel, nous ne considérons toutefois pas ces mesures comme un accélérateur de croissance – elles devraient plutôt avoir un effet stabilisateur. Le secteur de l'immobilier et de la construction au sens large, fournisseurs compris, représente près de 30% du PIB chinois. Le repli de l'activité immobilière devrait donc ternir encore plus les perspectives de croissance.

Graphique 1 : Les principaux indicateurs économiques chinois traduisent une stabilisation en août



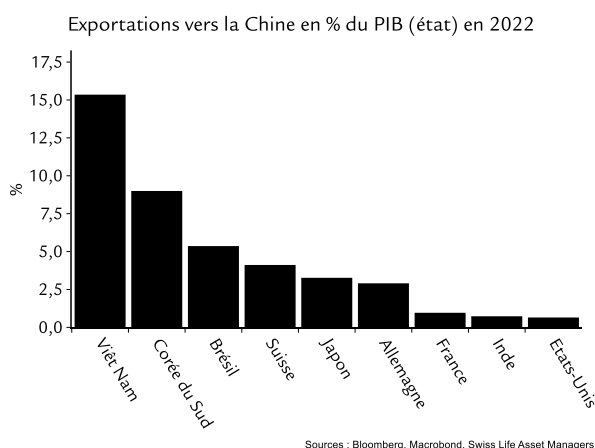
Graphique 2 : Le marché immobilier chinois poursuit son ralentissement



## Contraction chinoise : quel impact sur le reste du monde ?

En début d'année, l'économie mondiale fondait des espoirs de forte croissance dans la levée des dernières mesures anti-covid en Chine. Seule la déception a été au rendez-vous, et le rebond a été bref et peu soutenu. Nous avons prévenu voilà un moment que l'effet de la reprise chinoise sur l'économie mondiale serait moins important cette fois, car elle a surtout été portée par le secteur tertiaire, à l'inverse des précédents rebonds, où l'industrie jouait le rôle de locomotive. Le secteur secondaire chinois en tant qu'acheteur est très précieux pour divers pays industrialisés comme l'Allemagne. Les Etats du Sud-est asiatique, comme la Corée du Sud ou le Viêt Nam, sont bien plus vulnérables, car ils dépendent fortement des exportations vers la Chine. Ils seront les premiers frappés par la chute de la demande. A titre d'exemple, les exportations du Viêt Nam vers Pékin représentent près de 15% du PIB vietnamien. Le ralentissement est déjà visible dans les données : ainsi, les importations chinoises depuis les pays de l'ANASE (Association des nations de l'Asie du Sud-Est) et les exportations dans la région sont en forte baisse. Les exportateurs de matières premières sont aussi particulièrement exposés, la Chine étant le plus gros consommateur des métaux industriels courants. La faiblesse du secteur immobilier devrait également tempérer la demande de ces matières premières. L'affaiblissement de l'économie chinoise a en outre provoqué une déflation des prix à la production dans le pays, ce qui signifie que Pékin n'exportera pas de pression inflationniste supplémentaire dans le reste du monde.

Graphique 3 : Les États d'Asie du Sud-Est sont très exposés à la faiblesse de la demande chinoise



## Les banques centrales récoltent les fruits de leurs mesures

Comme expliqué dans « En un graphique », le durcissement systématique de la politique monétaire dans les pays émergents a permis de faire redescendre l'inflation sous la cible de nombre d'entre eux. Certes, ce recul vient d'être interrompu par la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, mais l'inflation sous-jacente reste en baisse et, dans une poignée de pays, en deçà du taux d'inflation globale. Actuellement, la faiblesse économique chinoise et le recul des prix des biens notamment alimentent la baisse de l'inflation sous-jacente. L'inflation des services diminue également, quoiqu'à un rythme plus faible. Les banques centrales des pays émergents devraient accueillir ces nouvelles favorablement. Nous prévoyons que les gardiens de la monnaie en Amérique latine et en Europe de l'Est en particulier vont pouvoir continuer de desserrer l'étau des taux ces prochains mois. En Asie en revanche, la prudence reste de mise, et les banques centrales excluent pour l'heure des baisses de taux (à l'exception de la Chine). Deux raisons à cela : la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, et le risque de sorties de capitaux. Un autre facteur clé de la politique monétaire des pays émergents réside dans l'évolution du dollar américain. Malgré les premières baisses de taux, les taux réels restent élevés, en Amérique latine notamment, ce qui devrait offrir une protection contre un éventuel regain de vigueur de l'USD. Selon nous, les attentes du marché quant à de nouvelles baisses de taux (voir Graphique 4) semblent trop élevées au regard de la dynamique actuelle d'inflation et de taux de change.

Graphique 4 : Le marché attend de nouvelles baisses de taux

