

4^e trimestre 2021

Messages clés

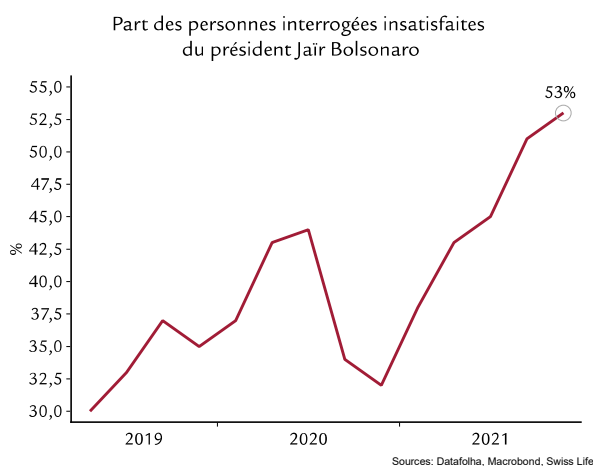
- L'évolution de la situation économique demeure hétérogène, mais la situation sanitaire s'est améliorée en de nombreux endroits.
- Les turbulences sur le marché immobilier chinois résultent de la régulation étatique et ne devraient pas flamber, car les autorités ont des outils puissants pour les contenir.
- Mais l'activité sur ce marché devrait continuer de faiblir, et peser *in fine* sur la croissance chinoise.

En un chiffre

15 000
mia.

L'endettement des promoteurs immobiliers chinois et des entreprises en dépendant atteint plus de 15 000 milliards de dollars. Evergrande, le numéro 2 des promoteurs, affiche une dette de 300 milliards et connaît d'immenses difficultés de paiement. Cela réveille le spectre de la crise financière de 2008. Mais à la différence de Lehman Brothers dont la déroute a causé une réaction en chaîne mondiale, Evergrande est plutôt un problème national. Malgré sa taille, le promoteur n'est pas considéré par les analystes comme posant un risque systémique. Des effets de contagion majeurs en Chine n'auraient lieu que si, contre toute attente, les autorités échouent à isoler le problème.

En un graphique



Le Brésil connaît une situation difficile, pour plusieurs raisons. Sur le plan conjoncturel, la croissance a déçu, avec -0,1% au 2^e trimestre. En parallèle, l'inflation annuelle a grimpé à 9,7% en août et les faibles réserves en eau devraient continuer d'exercer une pression haussière sur les prix de l'énergie. L'incertitude flambe également côté politique: les attaques du président Jair Bolsonaro contre la Cour suprême ont déclenché des manifestations monstres, et le différend portant sur paiements ordonnés par la justice qui pourraient lourdement grever le budget de l'Etat en 2022 continue. Dans la récente enquête de Datafolha, 53% des sondés sont insatisfaits du président, soit 2% de plus qu'en juillet. L'année électorale 2022 s'annonce agitée.

Rétrospective : évolution hétérogène au 2^e trimestre

Même après la publication des chiffres du PIB du 2^e trimestre, le tableau est contrasté dans les pays émergents. En Chine, la croissance a ralenti un peu plus que prévu, à 7,9%, le PIB étant de 8,1% supérieur à son niveau du 4^e trimestre 2019. D'autres économies asiatiques peinent à se relancer. L'Indonésie et la Thaïlande ont livré de bonnes surprises (croissance de 3,3% et de 0,4%), sans parvenir toutefois à retrouver leur niveau pré-crise. En Inde, selon nos données corrigées des variations saisonnières, cet écart est même de 10%. Parmi les pays émergents européens, la Hongrie a renoué avec son niveau pré-crise au 2^e trimestre. En Pologne et en République tchèque, l'écart à combler est respectivement de 2,8% et 4,8%. L'Amérique latine affiche également une reprise en ordre dispersé. Au 2^e trimestre, le PIB chilien a progressé de 1,0%, s'établissant à 4,3% au-dessus de son niveau pré-crise. En Colombie en revanche, le PIB a chuté de 2,4%, à 3% sous son niveau du 4^e trimestre 2019. Le Mexique (+1,5%) se place au milieu et est encore 2% sous le niveau de PIB pré-covid.

Perspective : faibles PMI, amélioration sanitaire

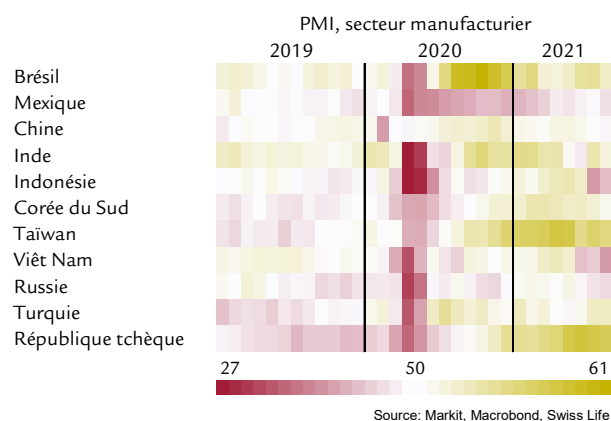
A la lecture des indices des directeurs d'achat (PMI) de l'industrie, l'évolution reste très disparate. Au Mexique, en Indonésie, au Viêt Nam et en Russie, cet indicateur reste en deçà du seuil de croissance. Un fléchissement également visible au Brésil, en Inde et en Corée du Sud, qui restent toutefois en territoire

positif. Taïwan (58,5) et la République tchèque (61,0) sont actuellement les pays plus performants. Les difficultés d'approvisionnement restent un frein, même si elles ne s'aggravent plus. Sur le front de la pandémie, de nombreux pays entrent renforcés dans le 4^e trimestre, avec une chute des cas, une vaccination qui progresse et après des vagues dévastatrices, une immunité supposément bien plus élevée que dans les pays industrialisés. La Chine fait exception : sa politique de tolérance zéro devrait encore alimenter le régime stop & go.

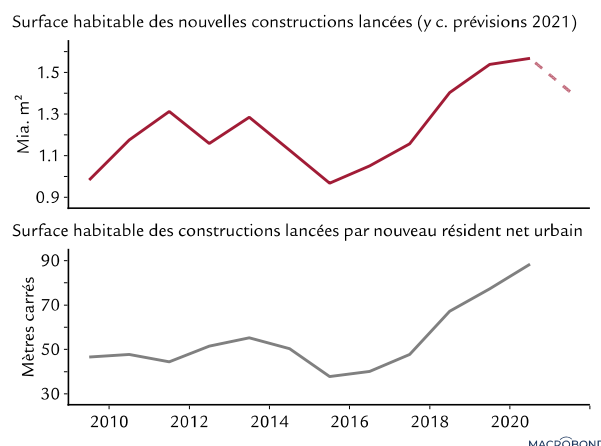
Le marché immobilier chinois atteint ses limites

Une fois n'est pas coutume, ce n'est pas le covid qui préoccupe la Chine, mais le marché immobilier, véritable frein à la croissance depuis début 2021. La faiblesse du secteur résulte du durcissement politique de 2020, elle est ainsi sciemment prise en compte par les autorités. L'objectif semble clair : corriger des années de mauvaise allocation de capitaux dans un secteur immobilier hypertrophié et investir dans des activités plus productives. Le boom immobilier débuté en 2015 est intervenu alors que l'exode rural était un thème majeur. Toutefois, la hausse de la population urbaine a aussi nettement ralenti, de 3,3% en 2015 à 2,0% en 2020. Le ratio projets de construction / croissance démographique est de plus en plus déséquilibré (graphique 2). Des études estiment qu'un logement sur cinq est vacant en Chine. Les deux causes de ce boom durable n'ont été que timidement traitées jusque-là. Primo, les possibilités limitées de placement des

Graphique 1 : Des indicateurs avancés disparates



Graphique 2 : Boom de la construction depuis 2015 malgré le repli de la croissance démographique



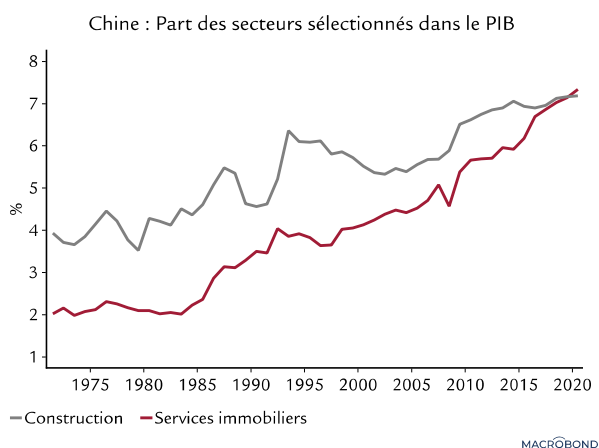
ménages, qui investissent dans l'immobilier à des fins spéculatives. Secundo, la dépendance croissante des gouvernements locaux aux ventes de terrains, qui représentent 35% des recettes fiscales. En conséquence, l'activité de construction se tourne vers l'offre de terrains, et on construit souvent trop au mauvais endroit. Le gouvernement traite les symptômes avec des taux hypothécaires plus élevés ou l'annulation des ventes de terrains aux enchères, tandis que les causes profondes continueront probablement de susciter l'intérêt pour l'investissement immobilier tant que la perspective de hausse ou tout du moins de stabilité des prix demeurera. Pékin tentera d'éviter coûte que coûte l'effondrement des prix, malgré la faible accessibilité des logements dans les grandes villes, afin d'éviter une réaction en chaîne sur la consommation privée et les promoteurs jusque-là en bonne santé. La réglementation devrait donc rester axée sur le comportement spéculatif et le fort endettement de nombreux promoteurs.

Chine : moins d'investissement immobilier, mais pas d'effondrement des prix

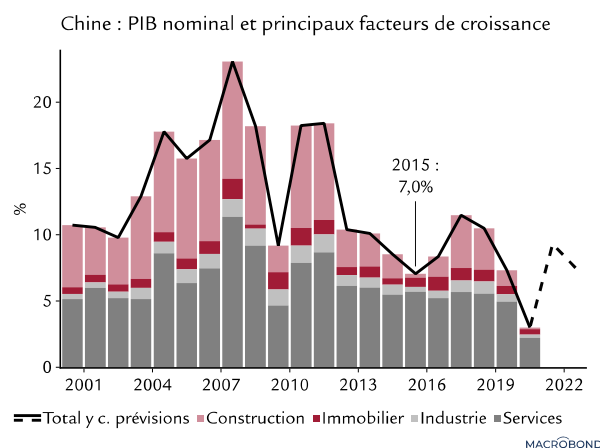
Les intérêts des autorités semblent donc prendre ces chemins : (1) maintenir la pression sur les promoteurs fortement endettés ; (2) en cas de difficulté de paiement, restructurer plutôt que liquider afin que les prix ne soient pas sous pression du fait de ventes dans l'urgence ; (3) répartir les coûts sur les investisseurs et les banques octroyant les crédits, afin que les acheteurs soient impactés le moins possible au nom de la paix sociale ; (4) maintenir le signal de marché de coûts de financement plus élevés pour certaines sociétés

immobilières, mais au besoin, réagir par un assouplissement de la politique monétaire. La banque centrale a une grande latitude ici, car l'inflation chinoise des prix à la consommation n'est actuellement pas un problème. Les banques commerciales étant le plus souvent aux mains de l'Etat, celui-ci les a libérés en matière de gestion de crise. Une crise financière est donc très improbable, et résulterait d'une erreur de Pékin. Toutefois, un nouveau ralentissement de l'activité dans l'immobilier est probable, du fait de la hausse du coût du financement pour les développeurs et une retenue au moins temporaire des acquéreurs. Bien entendu, cela se traduira dans la croissance. En 2020, le secteur de l'immobilier et de la construction représentait 14,5% de la valeur ajoutée brute (2000 : 9,6%, graphique 3). Son importance va bien au-delà, car d'autres secteurs, des producteurs d'acier aux magasins de meubles, en dépendent directement ou indirectement. Une étude de 2020 par Rogoff et Yang, largement reprise, évalue même son poids, après retrait de la part de l'importation, à 24% du PIB chinois, bien supérieur aux autres pays étudiés. Le résidentiel n'étant qu'une partie du secteur de l'immobilier et de la construction, la demande libérée devrait se reporter vers d'autres secteurs et l'Etat amortira un ralentissement plus marqué. Nous attendons donc un repli modéré de la croissance. Dans la dernière crise immobilière induite par l'Etat, en 2015, avec des chutes de prix jusqu'à 6%, le secteur avait moins porté la croissance (graphique 4), mais le secteur des services devenu plus important semblait immunisé et livrait une solide « contribution fixe » d'environ 5,5 points de pourcentage à la croissance du PIB nominal. Nous maintenons donc nos prévisions de croissance de 8,3% (2021) et 5,4% (2022), toujours en deçà du consensus.

Graphique 3 : Le secteur de la construction et de l'immobilier représente près de 15% de l'économie



Graphique 4 : Depuis 2012, les services sont relativement insensibles au cycle immobilier marqué



Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch



Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse :** la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.