



Pays émergents : quelles perspectives pour 2014 ?



Lors de la crise financière de 2009, les économies émergentes ont fait preuve d'une grande résilience, levant ainsi certains doutes quant à leur solidité financière et confortant leur statut d'économies à fort potentiel. Toutefois, l'année 2013 a été délicate pour bon nombre de pays émergents : nouveau ralentissement de la croissance économique, dépréciation du taux de change, déséquilibres extérieurs, troubles politiques et sociaux. En 2014, dans un contexte de ralentissement d'achat d'actifs par la Fed, les économies émergentes devront trouver les outils adaptés afin de renouer avec la croissance et satisfaire les attentes de la population, tout en engageant les réformes nécessaires pour que cette reprise soit durable, équilibrée et inclusive.

SOMMAIRE :

Les économies émergentes à la croisée des chemins

Par Samuel Delepierre.....Page 2

Les marchés émergents dans la tourmente : des « Fragile Five au Solid Five »

Par Julien Moussavi.....Page 6

Turquie : fragilités externes et instabilité politique, un cocktail explosif

Par Céline Colin.....Page 11

Nous contacter :



Site internet : www.bsi-economics.org

Adresse mail : contact@bsi-economics.org

Twitter : [bsi_economics](https://twitter.com/bsi_economics)

Les économies émergentes à la croisée des chemins



Samuel Delepierre est agrégé de sciences économiques et sociales. Economiste risque pays chez Coface puis Attaché financier à l'ambassade de France à Singapour, il est aujourd'hui économiste pays émergents à la DG Trésor.

La croissance dans les économies émergentes ralentit continuellement depuis le rebond post-crise.

Ce ralentissement s'explique par des facteurs conjoncturels et structurels.

La croissance ne devrait pas repartir à court terme, en raison du resserrement généralisé des politiques monétaires dans les émergents.

Les autorités doivent améliorer la gouvernance, les infrastructures et l'éducation pour relancer l'investissement et accroître le potentiel de croissance.

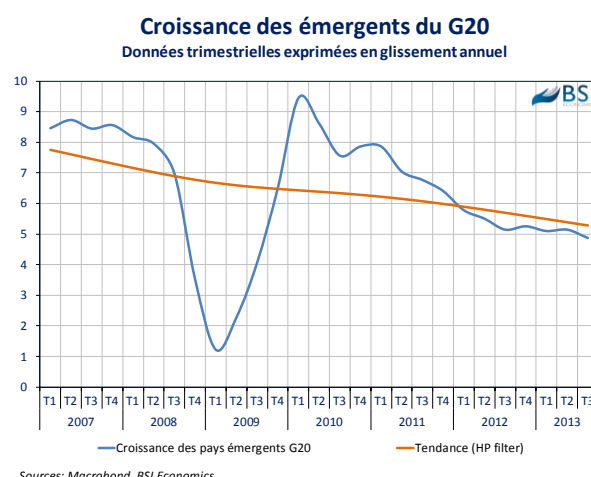
Le rebond de la croissance dans les économies émergentes après la crise financière : un feu de paille ?

Au sortir de la crise financière, la croissance des économies émergentes, a connu un rebond spectaculaire. Dans le sillage des plans de relance massifs et d'un assouplissement généralisé des politiques monétaires, elle a atteint 7,5% en 2010. Et après ? Elle n'a cessé de ralentir. Trimestre après trimestre, l'activité a décéléré de manière régulière et continue : +6,2% en 2011, +4,9% en 2012 et enfin +4,7% en 2013 selon les dernières estimations du FMI.

A-t-elle atteint un plancher et est-elle en train de repartir ? On peut sérieusement en douter. Certes, les exportations pourraient se remettre à tirer l'activité en 2014, dynamisées par la reprise dans les économies avancées et la dépréciation

des taux de change des émergents depuis mi-2013. Mais la demande intérieure, principal moteur de l'activité dans les émergents, va nécessairement subir le contrecoup du resserrement des conditions de crédit consécutif à la remontée des taux d'intérêts directeurs par les Banques centrales (cf. infra). Aucune reprise n'est à attendre non plus à court terme du côté de l'investissement, compte tenu du manque de confiance persistant et des tensions politiques qui secouent de nombreux émergents actuellement.

Les derniers chiffres disponibles pour le quatrième trimestre 2013 confirment ces inquiétudes et ne montrent aucun signe de reprise (1,9% au Brésil, 0,7% au Mexique, 2% en Afrique du Sud). Toutefois, les institutions internationales continuent de prévoir une accélération de l'activité en 2014. Le FMI, dans son *update* de janvier, table ainsi sur un léger mieux (+5,1% cette année puis +5,4% en 2015). La Banque mondiale est légèrement plus optimiste, anticipant 5,3% en 2014 et 5,5% l'année suivante. Une chose est sûre, les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud) et autres poids lourds émergents du G20 ne renoueront pas à court terme avec leurs performances passées.



L'activité reste pénalisée par des fragilités structurelles.

Pour quelles raisons les économies émergentes sont-elles aujourd'hui à la peine ? De la réponse à cette question dépend la possibilité ou non des émergents à rebondir et à renouer avec la croissance.

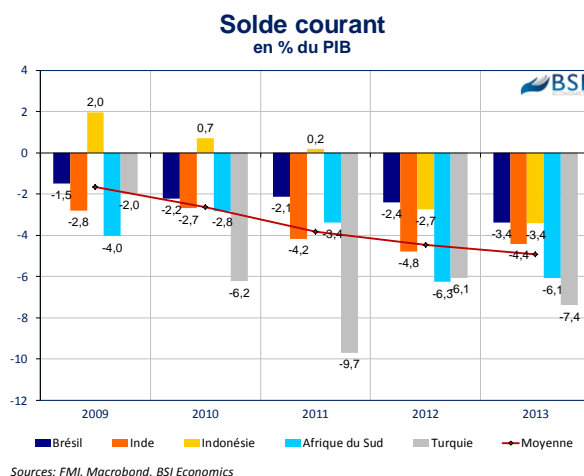
Une part du ralentissement des dernières années s'explique par des facteurs conjoncturels. A mesure que la crise de 2008 s'éloigne, les effets des politiques économiques de soutien à la demande intérieure, via l'outil monétaire ou budgétaire, se sont estompés. Parallèlement, le commerce extérieur a de moins en moins tiré l'activité, entravé par l'appréciation du taux de change réel et par la demande atone émanant des économies avancées (de l'Union européenne en particulier, restreinte par des plans d'austérité mis en œuvre un peu partout en Europe). Enfin, à partir de mi-2013, la perspective de la fin de politiques monétaire ultra-accommodantes aux Etats-Unis a entraîné un resserrement des conditions de financements.

Outre ces raisons conjoncturelles, le ralentissement des économies émergentes s'explique également par des fragilités internes, qui pèsent sur leur croissance potentielle. Ces freins, bien identifiés et qui font l'objet d'une littérature abondante, sont liés, entre autres, à des infrastructures insuffisantes et de mauvaise qualité (transport, énergie, communication), une gouvernance et des institutions défailtantes, un climat des affaires dégradé et une main d'œuvre qualifiée qui fait défaut.

	Classement selon la qualité des infrastructures (WEF)	Classement « lutte contre la corruption » (Banque mondiale)
Chine	74	150
Brésil	114	79
Russie	93	183
Inde	85	137
Afrique du Sud	63	86
Turquie	41	83
Indonésie	83	153
Mexique	66	116
Argentine	120	123
France	6	20

Sources : WEF / Banque mondiale, BSI Economics

Au-delà de la baisse spectaculaire du potentiel de croissance, le ralentissement de l'offre a entraîné d'importants déséquilibres des comptes courants. De moins en moins satisfaite par la production domestique, la demande intérieure s'est tournée vers les importations, creusant dans certains pays des déficits courants impressionnants (Turquie, Afrique du Sud, Inde) et entraînant dans d'autres (Brésil, Indonésie) une détérioration très nette de leurs comptes extérieurs. Ce phénomène a été d'autant plus indolore que les capitaux internationaux abondaient massivement, à la recherche de rendements, dans un contexte de politique monétaire ultra-accommodante dans les économies avancées et de taux d'intérêt bas (cf. le second article de ce dossier par Julien Moussavi). Ces afflux de capitaux ont ainsi financé une croissance déséquilibrée, aggravant même la situation dans les pays où ils sur-finançaient le déficit courant et entraînant une appréciation du change et une perte de compétitivité.

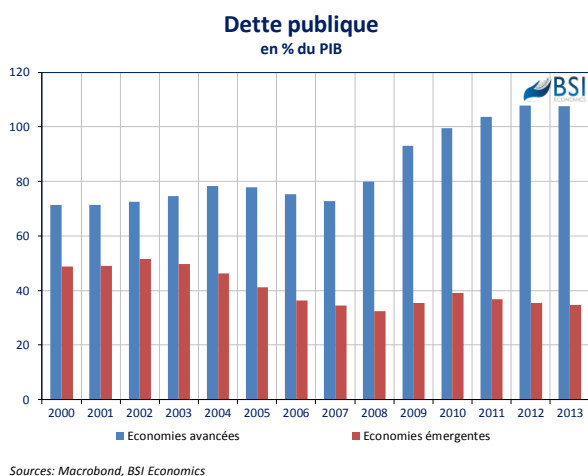
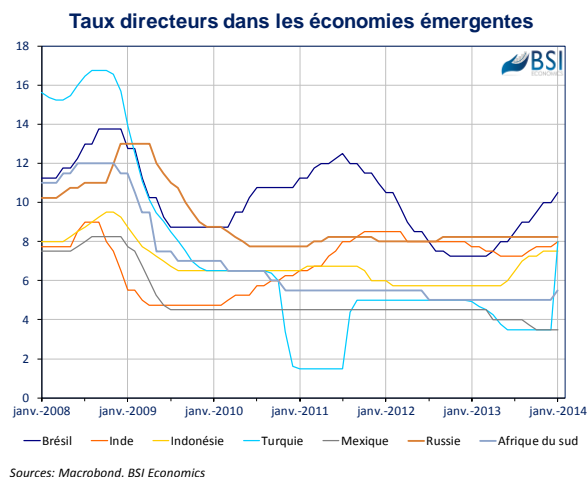


Dans la boîte à outils des politiques économiques, les autorités des pays émergents vont devoir trouver de quoi répondre aux défis de court terme... mais aussi de plus long terme.

A court terme, les autorités des pays émergents doivent faire face à un resserrement des conditions de financement international, à une baisse des entrées de capitaux et dans certains cas, à des pressions inflationnistes. Peu d'options s'offrent ainsi aux banquiers centraux. Puiser dans leurs réserves pour limiter les pressions sur le change ? Ce n'est pas efficace compte tenu du volume des capitaux qui refluent ; plusieurs banques centrales sont néanmoins intervenues pour limiter la dépréciation (Turquie, Argentine, Russie pour un montant record de 11 Milliards \$ début mars). Mettre en place des contrôles aux sorties de capitaux ? Certains l'ont fait mais ce n'est pas sans risque ; au Brésil, l'impôt sur les opérations financières (taxe sur les achats des résidents à l'étranger) a été relevé en décembre. Remonter les taux directeurs ? C'est la voie qui semble avoir été prise par la majorité des banques centrales (Brésil, Indonésie, Turquie, Afrique du Sud, Inde et Russie). La Banque centrale turque a ainsi décidé un resserrement spectaculaire de sa politique monétaire, relevant les principaux taux directeurs de l'ordre de 500 points de base¹. Le Brésil et l'Indonésie ont adopté des stratégies plus progressives mais également très restrictives, relevant les taux directeurs de respectivement 350 et 175 points de base en cumulé depuis mi-2013. Ces mesures devraient bien permettre de maîtriser l'inflation et de limiter les pressions à la baisse sur le change ; la livre turque, le réal, la roupie indonésienne se sont bien appréciés à partir de la fin du mois de janvier. Mais elles ne seront pas sans conséquence sur l'activité économique.

¹ Voir page 11 : « Turquie : fragilités externes et instabilité politique, un cocktail explosif »

Les gouvernements pourraient donc choisir d'avoir recours à l'outil budgétaire. Les finances publiques des émergents sont en effet aujourd'hui en meilleure santé que par le passé et affichent des ratios de déficit et de dette publique (respectivement -2,3% et 34% du PIB en 2013), nettement plus bas que dans les économies avancées (-4,5% et 108% du PIB). Alors que 2014 sera une année d'élections, cette option semble à ce stade la plus probable. Mais tous les pays ne disposent pas des mêmes munitions : si l'Indonésie et la Turquie affichent un taux d'endettement public relativement faible (respectivement 36% et 26% en 2013), à l'opposé le Brésil et l'Inde disposent de moins de marges de manœuvre, avec un ratio de dette nettement plus élevé (68% et 67% du PIB).



A plus long terme, la poursuite du rattrapage économique est conditionnée à trois défis, distincts mais liés entre eux :

- la relance de l'investissement ;
- l'amélioration de la qualité des institutions ;
- la réduction des déséquilibres externes.

Des investissements lourds, en infrastructures et dans l'éducation notamment, pourront desserrer les goulets d'étranglement et lever les contraintes qui pèsent sur l'offre. *In fine*, la progression de la productivité devrait permettre à terme de hausser le potentiel de croissance. Mais ces investissements ne se feront pas sans une amélioration de la gouvernance et des institutions, allant d'une simplification du cadre réglementaire et fiscal à une lutte efficace contre la corruption. Les événements récents en Ukraine, au Venezuela et en Thaïlande ainsi que la vague de protestation en 2013 (Turquie, Brésil), rappellent d'ailleurs que la problématique des institutions et de la gouvernance dépasse le seul cadre économique et pose la question de la stabilité politique et sociale dans les émergents. Cette problématique prend de plus en plus d'importance dans des pays où le niveau de richesse progresse, où la classe moyenne plus éduquée a accès à davantage de biens de consommation et devient de plus en plus exigeante. Enfin, afin de ne pas creuser davantage les déficits courants, une progression de l'épargne sera nécessaire mais engendra mécaniquement un ralentissement de la consommation.

Conclusion.

Les économies émergentes se trouvent donc à la croisée des chemins. Des années de croissance soutenue ont pu faire oublier que rien n'est joué d'avance, et que le développement économique et social n'est pas un processus linéaire. Les gouvernements en place vont devoir s'atteler au plus vite à relever ces défis, pour éviter de tomber dans la fameuse « trappe à revenu intermédiaire ». Pour cela, ils devront surmonter au moins deux obstacles :

(1) Le temps : ces problèmes seront longs à régler, il n'y a pas de solution miracle. Il faudra être persévérant.

(2) La dureté : non seulement ces problèmes seront longs à régler mais ils seront en plus douloureux, car ils nécessiteront des ajustements (moins de consommation, plus d'épargne, moins de crédit).

Pour s'assurer que le jeu en vaille bien la chandelle, rappelons-nous cette fable d'Eugene Böhm-Bawerk, économiste autrichien resté célèbre pour sa définition de l'investissement : *« Ou bien il va lui-même chaque fois à la source pour boire au creux de sa main. C'est le moyen le plus direct et le plus immédiat. Mais il est inconmode car il suppose à chaque fois un trajet. Ou bien notre homme fabrique un seau dans lequel il porte en une seule fois une plus grande quantité d'eau, qui peut être conservée en vue de multiples usages. Mais pour arriver à ce résultat, il a fallu constituer un moyen "détourné" : se procurer une cognée, abattre un arbre dans la forêt pour se procurer du bois, tailler le bois et fabriquer un seau etc. Tout cela retarde objectivement la satisfaction. En revanche, dès que le dispositif prévu par le détour peut être activé, le "retour sur investissement" est concret et appréciable ».*

Les marchés émergents dans la tourmente : des « Fragile Five » aux « Solid Five »



Julien Moussavi évolue au sein d'un service de stratégie et de recherche économique dans le secteur de la gestion d'actifs. Il est actuellement en thèse au sein de l'École Doctorale de Paris-Dauphine (DRM-Finance).

A partir de janvier 2014, le spectre de la crise des marchés émergents de l'été 2013 a ressurgi. La Fed a bel et bien commencé à réduire le rythme de ses achats d'actifs.

Les « Fragile Five » font face à d'importants déséquilibres macroéconomiques et ont été particulièrement touchés par des sorties massives et soudaines de capitaux étrangers.

Par opposition aux « Fragile Five », les « Solid Five » ont su tirer leur épingle du jeu. Les devises de ces pays émergents ont résisté à la tourmente de ce début d'année.

Le monde émergent n'est plus un bloc unique et indivisible. En effet, les crises, quelles qu'elles soient, ne touchent plus tous les pays émergents sans discernement.

L'année 2014 commence mal pour le monde émergent. Depuis que la Réserve Fédérale (Fed) a commencé à réduire le rythme de ses achats d'actifs (*Tapering*), la croissance de la liquidité s'amenuise. A partir de janvier 2014 et de manière concomitante au *Tapering*, nous avons constaté d'importants retraits de capitaux depuis les pays émergents. Cinq pays sont particulièrement touchés par ces sorties massives et soudaines de capitaux étrangers (c.-à-d. *sudden stop*) : l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde,

l'Indonésie et la Turquie². D'un point de vue économique, ces cinq pays, surnommés les « Fragile Five », font notamment face à des déséquilibres macroéconomiques considérables. Les conséquences de cet arrêt progressif d'abondance de liquidité provenant de la Fed ont fait peu à peu augmenter l'aversion pour le risque des investisseurs étrangers. S'en sont suivies des crises de balance des paiements menant à de fortes dépréciations des devises de ces pays émergents particulièrement vulnérables. Cependant, outre ce déclencheur exogène qu'est le *Tapering*, il existe des déclencheurs endogènes : la crise en Argentine, la faiblesse de certains indicateurs conjoncturels chinois ou encore la persistance de l'incertitude politique en Turquie, en Ukraine et en Thaïlande. Sans cette confluence d'événements, la crise que traversent actuellement certains pays émergents serait survenue, certes, plus tard, mais elle se serait bel et bien déroulée. En effet, depuis plus d'une décennie, les besoins de financement de ces économies n'ont cessé de croître et ont nécessité des entrées de capitaux étrangers pour être financés. La situation des pays émergents dans la tourmente n'était pas soutenable. Toutefois, à un horizon plus lointain, l'attractivité des pays émergents reste fondée mais les marchés émergents ne sont plus une classe d'actifs homogène. Dorénavant, la sélectivité est de mise.

² Cependant, nous émettons une réserve concernant l'Inde et l'Indonésie. En effet, même si ces deux pays ont été touchés par d'importants retraits de capitaux durant la crise de l'été 2013, il apparaît qu'au début de l'année 2014, les retraits ont été de plus faible ampleur qu'en Afrique du Sud, au Brésil et en Turquie. Par ailleurs, depuis le 22 janvier 2014, les roupies indienne et indonésienne se sont même appréciées de 1,0% et 5,8% respectivement.

Causes structurelles et déclencheurs conjoncturels de la crise des marchés émergents.

Les causes structurelles de la crise qui sévit depuis le début de l'année dans les pays émergents sont multiples. En effet, les fameux BRICS ont fait les beaux jours du monde émergent mais sont désormais contraints de revenir à la réalité. L'Afrique du Sud, le Brésil et la Russie devraient connaître une croissance du PIB réelle inférieure à celle des Etats-Unis prévue autour de 2,5% pour 2014. Dans le même temps, la Chine et l'Inde font face à un ralentissement durable. De plus, les potentiels de croissance de ces économies ont été revus à la baisse notamment par le Fonds Monétaire International (FMI).

Outre les faiblesses structurelles des BRICS, certains pays émergents font notamment face à des risques politiques et/ou électoraux importants. En effet, 2014 est une année riche en élections. Nous pouvons citer le cas de l'Afrique du Sud, du Brésil, de l'Inde, de l'Indonésie et de la Turquie. D'autres pays connaissent des tensions politiques exacerbées comme l'Ukraine, la Thaïlande, l'Argentine ou encore le Venezuela. La mise en œuvre de réformes structurelles n'aura certainement pas lieu avant la tenue de ces élections. Par ailleurs, le risque d'un atterrissage brutal (*hard landing*) en Chine soulève une menace sérieuse pour l'Asie émergente, et, *de facto*, pour les économies avancées. La crise que traversent actuellement les pays émergents trouve aussi ses origines dans le cycle des matières premières. Il semble que le supercycle des matières premières³ touche à sa fin et que les

³ Selon le prix Nobel d'économie Simon Kuznets, un supercycle représente la tendance à la hausse des prix des matières premières sur plusieurs décennies. Ces supercycles se produisent lorsque des économies en forte croissance développent leurs infrastructures. Par conséquent, *ceteris paribus*, la demande de matières premières augmente fortement, entraînant les prix de ces dernières à la hausse. Les économistes s'accordent à dire que le supercycle actuel a commencé au début des années 2000 avec l'émergence des BRICS.

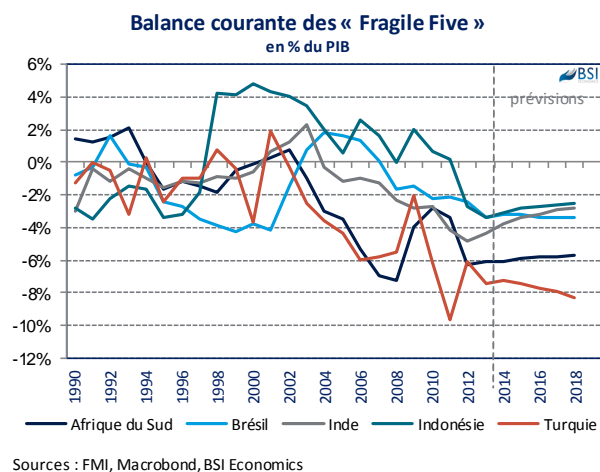
pays émergents, pour la plupart fortement exportateurs de matières premières, soient impactés.

Même si nombre d'économies émergentes font face à des déséquilibres externes importants, le financement de ces derniers avait été rendu possible par les politiques monétaires ultra non-conventionnelles mises en place par les Banques centrales des pays développés. Cependant, toutes les bonnes choses ont une fin et la Fed commence à resserrer peu à peu sa politique monétaire. Concernant le *Tapering* de la Fed, nous faisons l'hypothèse de réductions successives de 10 Milliards \$ par *Federal Open Market Committee* (FOMC). A ce rythme, la fin du troisième volet du *Quantitative Easing* (QE3) devrait être annoncée en octobre 2014 et prendrait effet le mois suivant. Ce premier pas vers un resserrement monétaire a notamment pour conséquence une remontée des taux aux Etats-Unis. Ainsi, les capitaux étrangers qui affluaient vers les marchés émergents en période de liquidité « à bon prix » et de faibles rendements dans les pays avancés ont commencé à fuir ces mêmes pays émergents. Mais quels sont les pays émergents les plus impactés, les plus fragiles ?

« Fragile Five », vous avez dit « Five » ?!

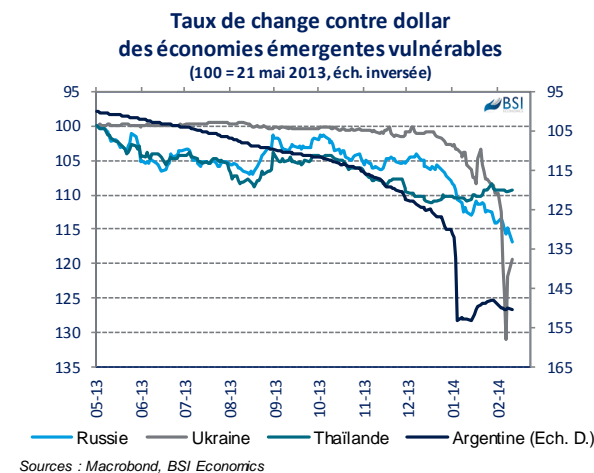
En 2001, Jim O'Neill, alors économiste chez Goldman Sachs, propose de regrouper Brésil, Russie, Inde et Chine sous l'acronyme « BRIC ». Il évoque notamment la rapidité de développement et l'attractivité financière de ces économies en devenir. Dix ans plus tard, lors du troisième sommet des BRIC, l'acronyme devient « BRICS » avec l'adhésion officielle de l'Afrique du Sud. Cependant, oublions un temps ces acronymes car la réalité se veut tout autre. En effet, en août 2013, un analyste de Morgan Stanley du nom de James Lord utilise pour la première fois le terme de « Fragile Five » pour décrire la nouvelle réalité à l'œuvre. Les cinq pays

concernés incluent l’Afrique du Sud, le Brésil, l’Inde, l’Indonésie et la Turquie. Tous ces Etats connaissent des faiblesses structurelles : déficits de balance courante (cf. graphique ci-dessous), déficits budgétaires, taux de croissance du PIB en déclin, inflation supérieure aux objectifs fixés, incertitude politique liée à l’approche d’élections présidentielles et/ou législatives cette année.



Au-delà de ces « Fragile Five » qui représentent plus de 12% du PIB mondial en parité de pouvoir d’achat (PPA), nous nous proposons d’ajouter six autres économies émergentes également vulnérables qui représentent, quant à elles, près de 6% du PIB mondial en PPA : l’Argentine, la Hongrie, la Russie, la Thaïlande, l’Ukraine et le Venezuela. Nous retrouvons chez quasiment chacun d’entre eux un risque politique et/ou électoral non négligeable (e.g. la situation politique est plus que tendue en Ukraine lorsque la Thaïlande se trouve être dans une impasse politique), une politique budgétaire expansionniste alors que certains de ces pays sont concernés par un risque souverain et des déséquilibres externes croissants (e.g. la Russie voit son excédent courant fondre comme neige au soleil alors que le Venezuela a connu une inflation record en 2013 à 56,2%). Les faiblesses de ces pays sont revenues sur le devant de la scène en mai 2013 après l’annonce du *Tapering* puis au début de l’année 2014 lorsque la Fed a effectivement commencé à réduire les montants de ses achats d’actifs. Dans un premier temps, ce sont les devises de certains de ces pays émergents qui se sont fortement dépréciées par

rapport au dollar (cf. graphique ci-dessous) puis les marchés d’actions ont subi quelques ajustements, e.g. le MSCI hongrois en devise locale a chuté de près de 13% du 22 janvier⁴ au 28 février 2014.



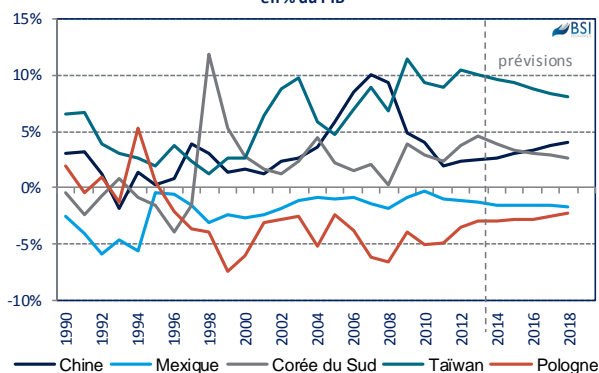
Malgré un grand nombre de fragilités, les risques d’apparition de crises majeures (crises monétaires, crises des dettes souveraines ou encore crises bancaires) demeurent faibles dans les « Fragile Five » que nous étendons ici aux « Fragile Eleven ». En effet, la majorité de ces pays émergents disposent de taux de change flexibles, de réserves de changes importantes, de systèmes bancaires relativement sains et/ou de ratios de dettes publiques et privées faibles. De surcroît, tous les pays émergents ne sont pas fragiles et certains d’entre eux tirent leur épingle du jeu. Les marchés émergents ne sont donc plus une classe d’actifs homogène, une différenciation et une certaine sélectivité s’imposent.

⁴ Nous retenons la date du 22 janvier 2014 comme point de départ du marasme financier de ce début d’année car c’est à partir du 23 janvier que le gouvernement argentin a laissé le peso se déprécier de plus de 13% face au dollar.

Les marchés émergents ne sont plus une classe d'actifs homogène.

Certains pays émergents échappent au marasme financier actuel et ceci pour de bonnes raisons : présence d'excédents courants, inflation maîtrisée, investissements en infrastructures, formation d'une main d'œuvre qualifiée, etc. C'est notamment le cas de certains pays d'Asie émergente ou encore du Moyen-Orient. Nous nous proposons de regrouper cinq pays qui nous semblent les plus solides et qui pèsent dans l'économie mondiale : la Chine, le Mexique, la Corée du Sud, Taïwan et la Pologne. Par opposition aux désormais célèbres « Fragile Five », nous réunissons ces cinq économies émergentes sous le terme de « Solid Five ». Ces « Solid Five » représentent environ 22% du PIB mondial en PPA, la Chine représentant, à elle seule, près de 16% du PIB mondial en PPA. La Chine, la Corée du Sud et Taïwan disposent de forts excédents courants alors que le Mexique et la Pologne se dirigent tendanciellement vers l'équilibre de la balance courante (cf. graphique ci-dessous).

Balance courante des « Solid Five »
en % du PIB

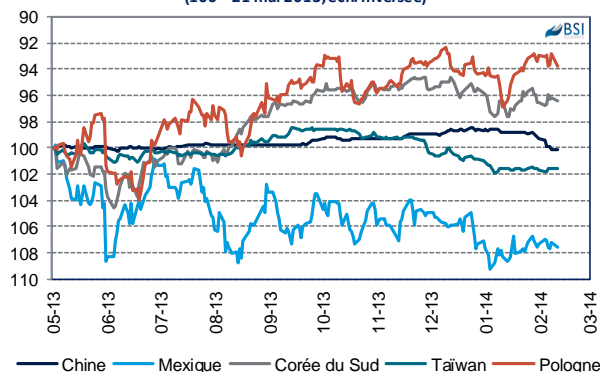


Sources : FMI, Macrobond, BSI Economics

Les marchés financiers avaient pris pour habitude de sanctionner les économies émergentes dans leur ensemble dès que des troubles surgissaient. Au jour d'aujourd'hui, la situation a évolué et les acteurs de marchés ont pris conscience que le monde émergent n'est plus un bloc unique et indivisible. Les évolutions récentes des marchés de change (cf. graphique ci-dessous) viennent nourrir cette théorie. En effet, il apparaît que les

taux de change contre dollar des « Solid Five » n'ont pas été aussi chahutés que ceux de leurs homologues fragiles. Le won sud-coréen et le zloty polonais se sont appréciés, le yuan chinois et le dollar taiwanais sont restés stables pendant que le peso mexicain s'est déprécié relativement faiblement⁵ par rapport aux devises des « Fragile Five ».

Taux de change contre dollar des "Solid Five"
(100 = 21 mai 2013, éch. inversée)



Sources : Macrobond, BSI Economics

Le cas de la Chine mérite que nous nous y attardions car le risque d'un atterrissage brutal (*hard landing*) en fait un acteur systémique. Alors que les flux de capitaux sortent massivement des « Fragile Five » depuis mai 2013, les flux de capitaux entrants ont accéléré en Chine notamment pour des opérations de *carry trade*⁶.

⁵ Nous pouvons expliquer la tendance haussière du peso mexicain par plusieurs facteurs. Historiquement, l'Amérique Latine a connu bien des problèmes (« crise Tequilla » en 1994, propagation de la crise asiatique de 1997 au Brésil et à l'Argentine, crise économique argentine qui a conduit au défaut en 2001, crise de confiance dans la dette brésilienne à l'approche des élections présidentielles de 2002). Par voie de conséquence, quand les pays émergents d'Amérique Latine sont tourmentés, la peur d'une contagion au Mexique se matérialise sur les marchés mexicains et notamment sur le change. Une autre raison à la dépréciation tendancielle du peso mexicain est que, depuis l'annonce du *Tapering* par la Fed, le dollar s'est beaucoup apprécié.

⁶ Se définit comme une opération spéculative sur écart de rendement. Concernant le *carry trade* sur les actifs chinois, l'idée était d'emprunter en devises qui avaient tendance à se déprécier (en dollars par exemple) pour investir en yuans (devise dont les anticipations étaient à l'appréciation) pour tirer parti des taux élevés en Chine, e.g. 5,5% pour le SHIBOR 3 mois contre quasiment 0% aux Etats-Unis.

Ces flux sont d'une ampleur comparable à ceux de l'excédent commercial (260 Milliards \$ en 2013). Par conséquent, la Banque centrale (PBoC) est contrainte d'accumuler des réserves de change de manière très soutenue pour éviter que le yuan ne s'apprécie trop vite. En novembre dernier, le gouverneur adjoint de la PBoC avait déclaré qu'il n'était plus dans l'intérêt de la Chine d'accumuler des réserves de change. C'est dans ce sens que la PBoC est intervenue très récemment sur le marché des changes pour décourager les flux de capitaux entrants à travers une dépréciation de sa devise de 1,3% en une dizaine de jours. Même si cette dépréciation est relativement faible, il s'agit tout de même de la plus forte dépréciation du yuan depuis la grande dévaluation de 1994. Certains des problèmes rencontrés par la Chine ont bien de quoi faire pâlir les économies émergentes les plus vulnérables...

Conclusion.

Les causes profondes de la crise que traversent actuellement de nombreux pays émergents sont bien endogènes. En effet, les risques externes tout comme la vulnérabilité macroéconomique et structurelle interne auxquels font face les « Fragile Five », pour ne citer qu'eux, sont voués à ternir leurs perspectives à court terme. Cependant, le principal déclencheur de cette crise est exogène car nous notons une concomitance avérée entre le *Tapering* de la Fed et les retraits massifs de capitaux étrangers qu'ont subis les marchés émergents menant logiquement à une crise de balance des paiements. Dans le même temps, certains pays émergents ont démontré une certaine résistance aux turbulences actuelles. Si nous nous en tenons à la relative stabilité des taux de change de cinq économies émergentes que nous avons regroupées sous le terme « Solid Five » (Chine, Mexique, Corée du Sud, Taïwan et Pologne), nous

pouvons dire que cette résistance a été saluée par les marchés financiers. Le monde émergent n'est donc plus un bloc unique et indivisible.

A long terme, l'optimisme qui entoure les marchés émergents est fondé. Cependant, l'année 2014 est riche en élections majeures pour le monde émergent et les années à venir constitueront très probablement un parcours du combattant pour les économies émergentes les plus vulnérables. Lorsque les gouvernements actuels et futurs de ces pays seront à même de considérer les marchés financiers comme un allié et non comme un ennemi, les marchés émergents pourront se concentrer davantage sur leurs problèmes structurels plutôt que conjoncturels.

Turquie :

Fragilités externes et instabilité politique, un cocktail explosif



Céline Colin est économiste junior et a travaillé pour la Direction Générale du Trésor à l'Ambassade de France en Egypte.

La Turquie, pays émergent membre du G20, a su moderniser son économie depuis la crise du début des années 2000 en menant une série de réformes structurelles.

Toutefois, la faiblesse de ses fondamentaux (déficit prononcé du compte courant, épargne insuffisante, manque de compétitivité) rend son économie vulnérable et dépendante des flux de capitaux. Le resserrement de la politique monétaire de la Fed vient exacerber cette réalité et pénaliser l'économie turque.

Par ailleurs, les difficultés économiques actuelles sont renforcées par une situation sociale tendue (manifestations à répétition) ainsi que des scandales politiques sur la scène intérieure qui viennent miner d'autant plus la confiance des agents et renforcer le sentiment d'instabilité sur les marchés.

Depuis l'été 2013, nombre de pays émergents sont sous tension, en raison d'un besoin de financement externe trop important, exacerbé par les décisions de politique monétaire américaine ou de tensions politiques et sociales sur la scène intérieure. Dans le cas de la Turquie, la déstabilisation économique et financière apparue cet été s'explique à la fois par un besoin de financement excessif et une forte instabilité institutionnelle et politique.

Après un été difficile, les marchés turcs s'affolent à nouveau en ce début d'année, notamment en

raison de la mise en place des mécanismes de sortie de la politique d'hyper liquidité de la Fed et des scandales de corruption. La Banque centrale turque a récemment réagi en augmentant massivement ses taux d'intérêts. Cette décision, qui pèsera sur la croissance, a contribué à envoyer un signal fort et clair aux investisseurs. Reste que la situation sur le plan intérieur continue d'être explosive, comme en témoigne la réapparition d'affrontements sur la place Taksim à Istanbul au mois de mars.

La Turquie, puissance émergente vulnérable malgré des réformes structurelles.

Avec un PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat de 15 000 dollars en 2012⁷, le dynamisme de son secteur privé et l'importance de son marché domestique (75 millions d'habitants), la Turquie fait désormais partie du club des grands émergents. Mais son développement économique rapide ne s'est pas fait sans douleur puisqu'en 2001 éclate une crise économique nécessitant l'intervention massive du FMI. Avec la mise en place de réformes préconisées par le Fonds et une nouvelle orientation de politique économique (discipline budgétaire, indépendance de la Banque centrale, retour à un système de change flottant), la Turquie a réussi à redresser ses principaux indicateurs macroéconomiques (cf. tableau page 12) : la croissance est repartie à la hausse (et tend à se rééquilibrer vers plus de demande externe), les politiques budgétaire et monétaire ont été maîtrisées et les autorités plus crédibles (le déficit budgétaire représente 2% du PIB en 2012) et l'endettement public est réduit (36% du PIB en 2012 contre 78% du PIB en 2001). Par ailleurs, certains marchés ont été déréglementés et le secteur bancaire restructuré. Enfin, un cadre

⁷ Source FMI. Notons qu'il dépasse la barre des 10 000 dollars en 2005.

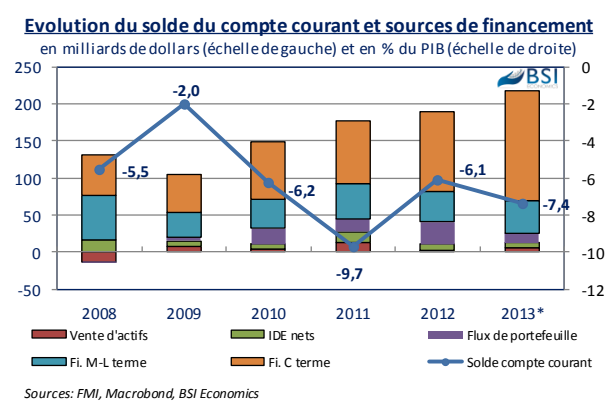
juridique favorable aux IDE a été instauré, facilitant ainsi l'accès au marché pour les investisseurs étrangers.

L'économie turque a ainsi progressivement confirmé son statut de pays émergent et la crise financière de 2008-2009, bien qu'ébranlant la sphère économique (cf. tableau ci-dessous) n'a pas remis en question cette tendance, confirmant ainsi bien son dynamisme et sa flexibilité. Toutefois, de nombreux défis structurels restent encore présents, comme la faible productivité du secteur agricole, les rigidités du marché du travail et l'ampleur de l'économie informelle (estimée à 30% de l'économie).

Malgré les nombreuses réformes structurelles entreprises, l'économie turque restait, avant l'été 2013, vulnérable car très exposée à un éventuel choc externe ou à tout retournement de confiance des agents : le déficit courant représente 6% du PIB fin 2012 (9,7% du PIB fin 2011) en raison d'une insuffisance d'épargne domestique et d'un déficit énergétique. Fait également inquiétant, le déficit courant est financé à plus de moitié par des ressources de court terme (cf. graphique ci-dessous). Traduction immédiate de ce déséquilibre, les agences de notation ont longtemps hésité à faire passer la Turquie au rang d'*Investment grade*⁸ justifiant leurs incertitudes par le fort besoin de financement de l'économie (193 Milliards \$ en

2011, 172 Milliards \$ en 2012), les importants risques de change et de liquidité et le maintien de déséquilibres structurels.

Toutefois, grâce à la réduction de l'endettement public et du risque souverain, la Turquie acquiert le rang d'*Investment grade* fin 2012 (Fitch puis Moody's), laissant ainsi à penser que le pays ferait preuve de résilience face à un choc externe. Ce diagnostic n'est cependant pas partagé par les services du FMI, perplexes quant à la capacité de la Turquie à réduire son déficit courant, et inquiets de voir le pays fortement dépendant de la confiance des agents et des liquidités internationales.



Evolution de l'économie turque de 2000 à 2013

	2001	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Taux de croissance du PIB (%)	-5,7	5,3	8,4	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,8	2,2	3,8
Inflation (%)	68,5	18,4	7,7	8,4	10,1	6,5	6,4	10,4	6,2	8,0
Taux de chômage (%)	8,3	10,5	10,6	10,2	10,9	14,0	11,9	9,8	9,2	9,4
Endettement public (% du PIB)	77,9	67,7	52,7	39,9	40,0	46,1	42,3	39,1	36,2	36,0
Solde du compte courant (% du PIB)	1,9	-2,5	-4,4	-5,8	-5,5	-2,0	-6,2	-9,7	-6,1	-7,4
Réserves en devises (Milliards \$)	19,8	35,2	52,2	56,1	57,1	57,3	63,4	51,9	53,4	48,4
Besoin de financement brut (Milliards \$)	43	46	77		125	112	141	193	172	

Source : FMI

⁸ Le terme « investment grade » désigne les obligations émises par une entité dont la note se situe entre AAA et BBB- (risque faible).

Les tensions domestiques de l'été 2013 ont ébranlé la sphère économique turque.

La déstabilisation de l'économie turque à l'été 2013 était ainsi prévisible compte tenu de sa fragilité intrinsèque en matière de besoin de financement et sa dépendance à l'égard des flux de capitaux internationaux. Or la combinaison des déclarations de la Fed sur le futur retrait du programme de *Quantitative Easing 3* (22 mai) et des manifestations populaires à Istanbul (juin) a constitué l'élément déclencheur des tensions sur les marchés financiers turcs. Visant officiellement à dénoncer les atteintes à la laïcité et certaines décisions du gouvernement, les revendications des manifestants ont été en réalité plus complexes, visant notamment les inégalités économiques régionales et face à l'emploi, ou encore les politiques d'aménagement urbain jugées inadaptées. Ces manifestations menées par la nouvelle classe moyenne urbaine ont également souligné les attentes, aussi bien sur le plan économique que politique, d'une certaine frange de la population, et indirectement témoigné des failles du modèle de développement turc.

Sur les marchés, la détérioration du cours de la monnaie nationale a alors été immédiate (-4% courant mai face au dollar). Pour parer à cette dégradation, la Banque centrale est intervenue sur le marché des changes en activant rapidement sa politique de vente de dollars par adjudication⁹ (première fois depuis début 2012). Cette politique s'est révélée peu efficace et la monnaie a continué de se déprécier (-7% entre mai et juillet). Les marchés et les agences de notation s'inquiètent alors de l'absence de hausse des taux qui entraîne automatiquement une baisse du niveau des réserves en devises¹⁰ et une hausse du risque de liquidité.

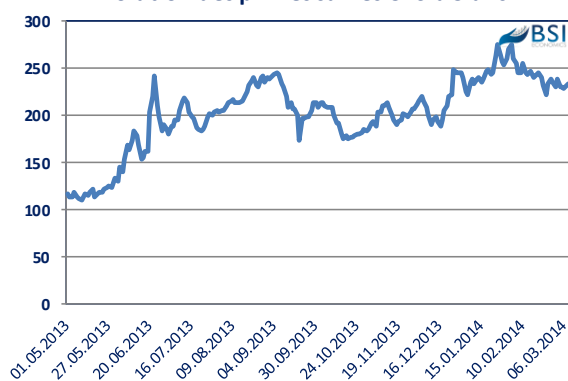
⁹ La Banque centrale vend 6,2 Milliards \$ entre début juin et mi-juillet.

¹⁰ En septembre, elles sont officiellement à 5 mois d'importations de biens et services.

Courant août, la Banque centrale a relevé certains de ses taux, mais cette décision n'est pas parvenue à endiguer la chute du change (-4% face au dollar en août, la barre des 2 livres turques pour 1 \$ étant alors dépassée). En effet, la Banque centrale a alors déjà perdu une partie de la crédibilité qu'elle avait péniblement acquise depuis 2001. Les déclarations de son Président, qui a annoncé l'absence de nouvelles augmentations de taux sans consulter son *board*, ont été dévastatrices pour l'image de l'institution, et ont renforcé l'idée des marchés selon laquelle la Banque centrale n'était plus indépendante vis-à-vis du gouvernement, opposé à toute nouvelle hausse. Se sont ajoutées à cela les critiques du gouvernement à l'égard de certaines banques, bien évidemment négatives aux yeux des investisseurs. Les marchés sont alors d'autant plus inquiets que le déficit du compte courant continue de peser sur la solidité des fondamentaux puisqu'il est estimé à 6,5% du PIB pour 2014.

Le sentiment d'instabilité sur les marchés est alors marqué, et ce malgré le potentiel de croissance à moyen terme de la Turquie et le faible risque systémique (faible niveau des créances douteuses du système bancaire). Ainsi, au cours de l'été, la Bourse d'Istanbul a chuté de près de 30%, les primes sur les CDS à 5 ans ont augmenté de 100 pbb (à 256 pbb), les sorties nettes d'investissements de portefeuille ont avoisiné les 5 Milliards \$, les rémunérations sur les Bons du Trésor turcs ont augmenté, la monnaie s'est dépréciée de 11% face au dollar et les réserves en devises nettes de la Banque centrale se sont réduites de 8% à 45 Milliards \$.

Evolution des primes sur les CDS à 5 ans



Source: Macrobond, BSI Economics

Evolution du taux de change \$/TRY sur les 6 derniers mois



Source: Macrobond, BSI Economics

Evolution des rémunérations des Bons du Trésor à 10 ans



Source: Macrobond, BSI Economics

L'économie turque peine à restaurer la confiance sur les marchés, sur fond de risque politique et de *Tapering* de la Fed.

Les marchés financiers s'affolent à nouveau à la mi décembre en raison d'une instabilité sur le plan domestique (scandales de corruption et arrestations dans certains milieux proches du gouvernement) qui vient renforcer les sorties de capitaux. Ces tendances sont renforcées début

janvier avec la poursuite du ralentissement de la politique monétaire de la Fed. Cette orientation de la politique monétaire outre-Atlantique réduisant les liquidités disponibles indispensables au financement de l'économie turque, est ainsi révélatrice de la fragilité des fondamentaux turcs.

Le scénario joué par la Banque centrale à l'été 2013 semble se reproduire : refus d'augmentation des taux d'intérêt et poursuite des adjudications, ce qui entretient les anticipations de dépréciation des agents (la monnaie nationale s'est alors déjà dépréciée de 30% en 2013 face au dollar). Les réserves nettes en devises s'amenuisent et sont désormais estimées à 50 Milliards \$ par le FMI, aggravant ainsi le risque de liquidité, notamment vis-à-vis des entreprises massivement endettées en devises.

Alors que le besoin de financement continue de dépasser les 100 Milliards \$ et que la livre turque s'est dépréciée de 13% par rapport à sa valeur à la mi-décembre, la Banque centrale intervient sur les marchés à hauteur d'environ 2 Milliards \$ à la fin janvier, puis augmente fortement ses taux (de 7,75% à 12% pour le taux d'intérêt directeur de prêts au jour le jour, de 4,5% à 10% pour le taux de prises en pension¹¹ à une semaine, et de 3,5% à 8% pour le taux d'emprunt à un jour), envoyant ainsi un signal positif aux investisseurs. Cette décision parvient à enrayer légèrement la dépréciation de la livre. Néanmoins son cours reste malmené face au maintien des orientations monétaires des autorités américaines, mais surtout, et encore, de la résurgence de désaccords entre pouvoir exécutif et banquiers centraux. Désormais, le Premier ministre M. Erdogan affiche publiquement son désaccord avec la politique de la Banque centrale.

¹¹ La mise (ou prise) de pension correspond à une opération d'open market : les banques déposent des titres auprès de la Banque centrale (mise en pension) et obtiennent des liquidités pour une durée et un taux connu au préalable (ie. le taux de mise (ou prise) de pension).

Conclusion.

Signe d'une dégradation rapide et sensible de la sphère économique turque, les agences de notation ont commencé à revoir à la baisse leurs prévisions pour la Turquie face aux risques de change et de liquidité qui se profilent. Quant à la Banque centrale, elle a déjà révisé à la hausse ses prévisions d'inflation. Mais au-delà des difficultés économiques actuelles, et notamment du financement du déficit courant en période de réduction de la liquidité sur les marchés internationaux, se posent désormais les questions relatives à la solidité des marchés pour résister à une période de faible visibilité politique et des institutions turques pour gérer à bien la crise politico-institutionnelle.

En effet, rappelons que si les marchés financiers ont accepté pendant près de dix ans le fort besoin de financement de la Turquie, c'est en partie car stabilité économique et confiance politique étaient de mise. Si l'on ajoute à ces interrogations les perspectives de nouvelles tensions sociales (débat sur la censure d'internet, corruption dans le secteur public, menace sur l'indépendance de la justice, positionnement marqué en matière religieuse par le gouvernement), les risques géopolitiques (conflit syrien frontalier, revendications de la minorité kurde), le climat social de l'année 2014 devrait à nouveau être tendu. Il devrait ainsi continuer de pénaliser la sphère économique et financière turque, dans un contexte de poursuite des réorientations de la politique monétaire américaine et d'élections : municipales le 30 mars dernier (au cours desquelles le parti de M. Erdogan s'est vu renforcé), puis présidentielles (août) et législatives (2015).

Achévé de rédiger le 4 avril 2014

BSI Economics, Numéro trimestriel n°1, achevé de rédiger le 4 avril 2014.

Auteurs : Samuel Delepierre, Julien Moussavi et Céline Colin.

Coordinateurs : Victor Lequillerier et Arthur Jurus.

BSI Economics est une association à but non lucratif qui regroupe docteurs, doctorants et actifs soucieux de partager leurs expertises et leurs analyses en matière économique et financière. Créée en octobre 2012, elle œuvre à la promotion des contributions de ses membres, au service d'une dynamique intellectuelle dans les débats publics et économiques. Le siège social de BSI Economics est situé 19 rue du Dragon 75006 PARIS. Site internet : www.bsi-economics.org. Messagerie : contact@bsi-economics.org.

Avertissement :

Les publications reflètent les opinions personnelles des auteurs et sont publiées à titre purement informatif. BSI Economics ne garantit pas l'exactitude des analyses et l'exhaustivité des publications. Leur fiabilité et leur rigueur factuelle sont cependant garanties par la charte éditoriale de BSI Economics. BSI Economics est une association à but non lucratif, apolitique et visant à promouvoir l'analyse économique et financière par un réseau d'actifs professionnels ou universitaires. Les publications ne servent aucun intérêt privé. Ces opinions peuvent être modifiées à tout moment sans notification.

Prochaine publication : juillet 2014.