

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/100 – 21 mars 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés financiers sapés par une politique américaine aux effets incertains ?.....	2
☞ Espagne : la bonne performance du commerce international	3
☞ Allemagne : plus de marges budgétaires	4
☞ Face à l'intensification des incertitudes, la BoE a gardé ses taux inchangés en mars	5
☞ Chine : le changement de discours des autorités sera-t-il suffisant pour raviver la confiance ?.....	7
☞ Turquie : après l'économie au service du politique, le politique au détriment de l'économie.....	9

👉 Des marchés financiers sapés par une politique américaine aux effets incertains ?

Les marchés financiers sont toujours en quête de clarté sur la politique économique menée par le président américain, Donald Trump. Effectivité des droits de douane préalablement annoncés, réciprocité des tarifs prévue pour le 2 avril, cessez-le-feu éventuel en Ukraine, autant de zones d'ombre générant de la volatilité, ce que redoutent les investisseurs. Pour l'heure, l'incertitude domine toujours sur les effets de la politique de Trump, mais les premiers signes d'un ralentissement aux États-Unis apparaissent et les anticipations d'inflation semblent plus défavorables. Dans l'attente d'une meilleure visibilité, les marchés financiers ont privilégié l'attentisme et un optimisme modéré sur les baisses de taux envisagées par les banques centrales.

Aux États-Unis, les ventes au détail ont faiblement progressé, de 0,2% sur un mois, en février, après un recul de 1,2% en janvier (la plus forte baisse depuis novembre 2022). Cependant, la ventilation des dépenses laisse entrevoir quelques signes de fragilité. Ce frémissement provient majoritairement des résultats des ventes en ligne et, dans une moindre mesure, des magasins de bien-être et santé. Le point noir réside principalement dans la baisse marquée des ventes dans les bars et restaurants (au plus bas depuis treize mois), suggérant davantage de précaution de la part des ménages dans leurs comportements de consommation. L'instauration de droits de douane plus élevés et les licenciements massifs de fonctionnaires fédéraux les incitent à épargner. Les récentes corrections des marchés boursiers ont également pu jouer un rôle dans la réduction des dépenses, en raison d'effets de richesse moindres.

Sans grande surprise, la Réserve fédérale américaine a conservé la fourchette de son taux de référence inchangée, à 4,25%-4,5%. Les attentes étaient surtout focalisées sur ses nouvelles projections de croissance et d'inflation et les anticipations de taux. Ces projections tablent sur un ralentissement plus prononcé de la croissance à 1,7% en 2025 (contre 2,1% en décembre) et une inflation temporairement plus marquée à 2,7% (contre 2,5% auparavant). La nouvelle politique commerciale américaine crée une incertitude « inhabituellement élevée » selon Jerome Powell, conduisant à davantage de circonspection de la part de la banque centrale. Le graphique à points (« *dot plot* »), retraçant les anticipations de taux des membres de la Fed, suggère néanmoins deux baisses de taux de 25 points de base attendues cette année, tout comme la projection de décembre. Une partie de l'inflation générée pourrait être compensée par le freinage de l'activité rendant ainsi plus incertain les choix de politique monétaire futurs.

Par ailleurs, l'OCDE n'a pas manqué de souligner dans son rapport intermédiaire sur les perspectives de croissance de mars que des signes d'un ralentissement mondial étaient perceptibles. Une dégradation de la confiance des consommateurs serait déjà à l'œuvre en raison des tensions sur le commerce mondial et d'anticipations d'inflation repartant à la hausse. Elle a ainsi révisé à la baisse la prévision de croissance mondiale pour 2025 à 3,1% contre 3,3% dans son rapport de décembre. Les États-Unis et la zone euro voient leur croissance rabotée de respectivement 0,2 et 0,3 point de pourcentage pour s'établir à 2,2% et 1% en 2025. L'organisation a par ailleurs mis en garde contre le risque accru d'une fragmentation des échanges qui pourrait ternir davantage les perspectives d'activité.

L'inflation de février en zone euro a été révisée à 2,3%, en baisse de 0,1 point de pourcentage par rapport à la première estimation, confirmant ainsi de moindres tensions sur les prix (inflation à 2,5% en janvier). L'inflation sous-jacente est en revanche confirmée à 2,6% (2,7% en janvier). Néanmoins, les tensions commerciales et l'augmentation probable des dépenses de défense pourraient inciter la BCE à davantage de prudence dans le rythme des baisses de taux. De son côté, le Parlement allemand a ouvert la voie à un assouplissement des règles budgétaires et approuvé un plan d'investissement massif de 500 milliards d'euros dans les infrastructures, les dépenses militaires et la protection du climat. Dans la foulée, l'agence de notation Fitch a averti que la notation de l'Allemagne pourrait être mise sous pression à plus long terme sans amélioration durable de sa croissance.

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux semblent s'être néanmoins stabilisés, le S&P 500 enregistrant une hausse de 0,4% sur la semaine et l'Euro Stoxx 50 de 0,1%. Sur les marchés obligataires, les craintes d'une récession économique américaine se sont quelque peu estompées au profit d'un ralentissement marqué. Les rendements du souverain allemand et américain de long terme ont ainsi reculé de respectivement 12 et 9 points de base. En parallèle, les primes de risque française, espagnole et italienne sont restées globalement inchangées. La devise européenne s'est quant à elle légèrement dépréciée face au dollar (-0,5%) après le « *statu quo* » de la Fed, l'institution n'étant « pas pressée » de réduire ses taux. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a augmenté de 1,7% sur fond de nouvelles sanctions américaines envers l'Iran et d'un nouveau plan de réduction de la production des pays OPEP+.

Zone euro

Espagne : la bonne performance du commerce international

Le fort dynamisme dont fait preuve l'économie espagnole, avec une croissance du PIB en 2024 atteignant 3,2%, s'explique en grande partie par l'excellente performance du secteur extérieur. Celle-ci repose notamment sur les exportations de services, où se distingue la robustesse habituelle du tourisme, mais aussi sur la forte croissance des services non touristiques.

Les échanges de biens, de services et de revenus de l'économie espagnole avec l'extérieur (balance courante) ont affiché en 2024 un excédent de 3,0% du PIB (contre 2,7% l'année précédente), un niveau très proche du record historique atteint en 2016 (3,1%). À l'exception du déficit des revenus, stabilisé à 1,3% du PIB, les autres composantes ont contribué à l'amélioration du solde courant, notamment grâce à la légère correction du déficit commercial (en particulier de sa composante énergétique, en raison de la forte baisse des prix des importations), ainsi qu'à l'élargissement de l'excédent des services, principalement du tourisme.

L'Espagne présente d'importants excédents de biens avec certains de ses principaux partenaires européens (Portugal, Italie, Royaume-Uni et France) grâce notamment à l'industrie automobile et surtout

à l'alimentation. À l'inverse, les déficits se sont creusés avec l'Allemagne (les déficits en biens semi-finis et en équipements étant partiellement compensés par l'excédent alimentaire), la Chine (les biens d'équipement et les produits manufacturés de consommation représentant 75% du déséquilibre) et les États-Unis, dont le solde s'est nettement détérioré ces dernières années sous l'effet de la composante énergétique.

S'agissant du solde des services, les chiffres du tourisme en 2024 ont été spectaculaires : l'excédent a progressé de 16,4%, atteignant 68,4 milliards d'euros, un nouveau record historique équivalant à 4,3% du PIB (contre 3,9% en 2023) ; 93,8 millions de touristes ont visité l'Espagne, soit une hausse de 10,1% par rapport à l'année précédente, et les recettes touristiques ont frôlé les 98,6 milliards d'euros, en hausse de 15,9% ; des chiffres records dans les deux cas. Les dépenses touristiques à l'extérieur ont également augmenté, mais à un rythme légèrement inférieur (+14,7%), signe que les voyages des Espagnols à l'étranger reprennent fortement après l'arrêt brutal provoqué par la pandémie.

✓ Notre opinion – Pour 2025, nous prévoyons que l'excédent de la balance courante se maintiendra, bien qu'il soit légèrement inférieur à celui de 2024 (sous la barre de 3% du PIB). Cette évolution s'explique par une légère augmentation du déficit de la balance des biens, partiellement compensée par une réduction du déficit des revenus et une hausse de l'excédent des services. D'une part, les importations de marchandises devraient repartir à la hausse, stimulées par un regain de vigueur de la demande intérieure et une pression accrue sur les prix à l'importation. Les exportations, quant à elles, resteront limitées par la faiblesse des principaux partenaires commerciaux de la zone euro, ainsi que par les incertitudes liées à la politique tarifaire des États-Unis.

Concernant le tourisme, nous prévoyons une normalisation de son rythme de croissance après les niveaux records récemment atteints. Cependant, certains facteurs continueront de soutenir le secteur, notamment l'intensification du processus de désaisonnalisation et la reprise du revenu disponible réel dans les pays d'origine des flux. Par ailleurs, l'instabilité géopolitique persistante au Moyen-Orient pourrait renforcer l'attrait de l'Espagne en tant que destination sûre et stable.

Allemagne : plus de marges budgétaires

L'assemblée fédérale (*Bundestag*) sortante s'est réunie mardi en session extraordinaire pour voter un amendement à la Constitution visant à élargir les marges d'action budgétaire. Ce vote a eu lieu peu après les élections fédérales anticipées de février. La Cour constitutionnelle fédérale (*Bundesverfassungsgericht*) avait rejeté les plaintes concernant la légitimité de l'assemblée fédérale intérimaire à organiser ce vote. La réforme a été adoptée avec le soutien de la CDU/CSU, du SPD et des Verts, obtenant la majorité qualifiée des deux tiers requise. Le texte devrait vraisemblablement être approuvé par le Conseil fédéral des États (*Bundesrat*) vendredi.

La proposition constitue une première étape vers la réforme du frein à l'endettement, permettant aux États allemands d'enregistrer un déficit structurel de 0,35% du PIB. Les ressources supplémentaires

seraient consacrées aux investissements aux niveaux régional et local. De plus, les dépenses de défense supérieures à 1% du PIB seront exemptées du calcul du déficit au titre de la règle, ce qui libérerait également des ressources supplémentaires. À cet égard, l'Allemagne aurait dépensé en défense 2,1% du PIB en 2024 et prévoit augmenter ces dépenses à 3,5% du PIB au cours des prochaines années. Par ailleurs, il a été convenu d'un fonds d'investissement hors budget de 500 milliards d'euros à dépenser sur douze ans pour des investissements dans les infrastructures (le plus important dispositif à ce jour), afin de contrer des décennies de sous-investissement. 100 milliards d'euros seraient transférés aux États et aux entités locales. La proposition des Verts prévoyant qu'en outre 100 milliards d'euros soient consacrés à la décarbonation a aussi été votée.

Royaume-Uni

Face à l'intensification des incertitudes, la BoE a gardé ses taux inchangés en mars

La Banque centrale d'Angleterre (BoE) a laissé son taux directeur inchangé à 4,5% à l'issue de sa réunion de politique monétaire des 18 et 19 mars, en ligne avec les anticipations. Swati Dhingra a de nouveau pris une position *dovish*, en votant pour une baisse de taux de 25 points de base, tandis que Catherine L. Mann, qui avait voté avec Swati Dhingra en février, a finalement rejoint la majorité du comité de politique monétaire (MPC).

La décision de maintenir le *statu quo* sur les taux intervient dans un contexte d'intensification des incertitudes tant mondiales que domestiques. Les *minutes* de la réunion soulignent la hausse de l'incertitude autour du commerce mondial liée aux annonces de tarifs douaniers du président américain ainsi que la hausse des incertitudes géopolitiques et de la volatilité sur les marchés financiers. Sur le plan domestique, l'activité a fortement ralenti au second semestre 2024 et les enquêtes de confiance se sont détériorées en fin d'année. Bien que le PIB ait surpris favorablement en décembre et en janvier (+0,4%) et en janvier (+0,1%), conduisant à une révision à la hausse de la prévision de croissance du PIB au premier trimestre (à +0,25% contre +0,1% prévu précédemment), les enquêtes de confiance signalent un affaiblissement de l'activité et une croissance sous-jacente toujours proche de zéro, à 0,1%. Selon la BoE, la politique monétaire restrictive continue de peser sur la croissance.

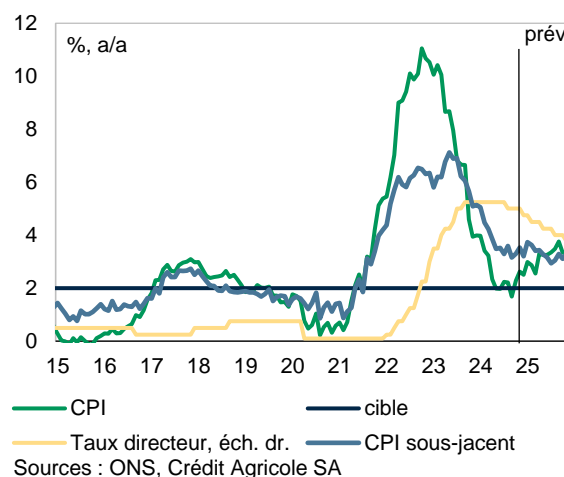
Le marché du travail continue également de s'assouplir légèrement : le nombre de postes vacants par chômeur est à son niveau d'équilibre et les enquêtes de la BoE auprès des entreprises concernant leurs difficultés de recrutement se sont normalisées. Les indicateurs des salaires suivis par la BoE ont continué de se modérer, bien qu'en restant à des niveaux élevés et contrastant avec l'accélération des chiffres officiels de croissance des salaires publiés par l'ONS (à 5,9% en janvier pour l'économie totale, 6,1% dans le secteur privé). Cette divergence s'explique, selon la BoE, par des effets de composition et de volatilité dans certains secteurs. Quant aux prix, l'inflation CPI a progressé en janvier légèrement plus que prévu par la BoE (à

3% contre 2,5% en décembre). La BoE maintient sa prévision d'une hausse du taux d'inflation CPI dans les prochains mois, avec un pic à 3,8% au troisième trimestre (inchangé par rapport aux projections de février).

Comme en février, la BoE envisage deux scénarios pour l'économie et pour la conduite de la politique monétaire : d'une part, un scénario où la demande faiblit plus que l'offre et conduit à des pressions inflationnistes plus faibles, ce qui nécessiterait une politique monétaire moins restrictive ; d'autre part, un scénario de persistance de pressions sur les prix et les salaires, avec l'émergence d'effets de second tour liés à la hausse de l'inflation à court terme, auquel cas la politique monétaire devra être plus restrictive.

Face à ces deux scénarios, la BoE maintient une approche « graduelle et prudente » quant au rythme de l'assouplissement monétaire à venir et considère que « la politique monétaire devra rester restrictive pendant suffisamment longtemps, jusqu'à ce que les risques autour d'un retour durable de l'inflation à l'objectif de 2% à moyen terme se soient davantage dissipés. Le Comité décidera du degré approprié de restriction de la politique monétaire à chaque réunion ».

R-U : inflation CPI et taux directeur



✓ Notre opinion – Le communiqué de la BoE et les minutes de la réunion de politique monétaire n'ont pas réservé de surprises particulières : elles confortent notre scénario d'un retrait graduel de la restriction monétaire au cours des prochains trimestres. Nous continuons d'anticiper trois baisses de taux supplémentaires cette année, avec une baisse de 25 points de base par trimestre (soit plus que les anticipations de marché qui prévoient deux baisses de taux supplémentaires cette année). Le principal facteur justifiant cette prudence est la hausse de l'inflation anticipée dans les prochains mois et la nécessité d'éviter que ne se matérialise le risque d'effets de second tour, notamment sur les salaires dont la croissance demeure élevée. Les anticipations d'inflation par les ménages et les entreprises ont augmenté, alors que la BoE doit maintenir les anticipations d'inflation à long terme ancrées à 2%.

Toutefois, les risques nous semblent désormais orientés vers une accélération de l'assouplissement monétaire de la BoE, probablement au second semestre. En effet, une détérioration plus forte que prévu du marché du travail (compte tenu de la chute des enquêtes d'emploi en lien avec la hausse des coûts salariaux le 1^{er} avril prochain) devrait peser sur la consommation privée. Le gouvernement semble par ailleurs envisager des coupes budgétaires dans les prestations sociales (afin de financer les nouveaux objectifs de hausse des dépenses militaires), ce qui devrait également peser sur la confiance du consommateur déjà confronté à des prix de l'énergie en hausse. Les taux de rendements d'État risquent de rester élevés compte tenu de la situation budgétaire tendue, se traduisant par des taux de crédit plus élevés aux ménages et aux entreprises. Dans ce scénario de détérioration plus forte que prévu de la demande, la BoE pourrait envisager de réduire ses taux de manière plus agressive.

Pays émergents

Asie

Chine : le changement de discours des autorités sera-t-il suffisant pour raviver la confiance ?

Le doute n'est plus possible, il y a un changement dans le discours des autorités chinoises. Bien que ce changement soit encore timide dans les mesures concrètes, il a déjà le mérite de faire réagir des marchés qui ne croyaient plus à un plan de relance attendu depuis la fin du Covid. Ce changement s'incarne par l'accent mis sur le soutien à la consommation domestique et à la demande, alors que les politiques publiques chinoises ciblait traditionnellement l'offre, notamment *via* le soutien aux entreprises sous toutes ses formes (subventions, crédits d'impôts, accès aux liquidités), et que Xi Jinping fustigeait régulièrement les « sociétés d'assistés » dans lesquels l'État-providence et les mécanismes keynésiens pouvaient être déployés.

Cette semaine, les autorités chinoises ont annoncé un plan visant à « stimuler vigoureusement la consommation », dont ils avaient déjà fait une priorité lors des sessions parlementaires début mars, au cours desquelles la cible – ambitieuse – de 5% de croissance pour 2025 avait été confirmée.

Les marchés ont accueilli ce nouveau plan avec enthousiasme, alors que les valeurs chinoises profitent toujours d'un « effet *DeepSeek* », portant essentiellement les valeurs des entreprises de la technologie. Tandis que le soutien au secteur privé se manifeste au plus haut sommet de l'État, notamment par un Jack Ma revenu dans les bonnes grâces et reçu par Xi Jinping en personne, les marchés ont donc envie de croire que la Chine a remis la croissance économique à la première place de ses priorités.

La route est encore longue

À y regarder de plus près, pourtant, si le discours a changé, c'est aussi qu'il traduit les inquiétudes réelles et justifiées des autorités, qui se rendent bien compte que la crise de confiance des ménages est

profonde et durable, et que le durcissement des conditions extérieures, à commencer par la hausse des droits de douane américains, risque de gripper le moteur le plus dynamique de la croissance.

Les autorités avaient beau affirmer depuis 2015 vouloir rééquilibrer le modèle de croissance de l'investissement vers la consommation, afin également de réduire la dépendance vis-à-vis de l'extérieur, aucune politique publique ne reflétait véritablement ce discours. Si bien que la part de l'investissement dans le PIB avait même augmenté après le Covid. Cette fois-ci, le gouvernement semble dessiner des pistes plus concrètes pour relancer une consommation toujours en berne.

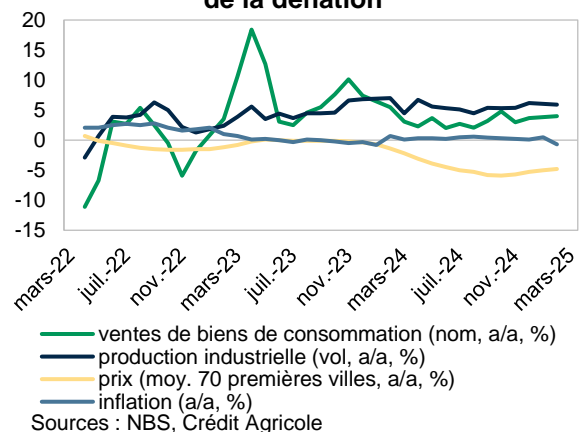
D'abord, la prolongation du programme de remplacement des biens de consommation (téléphone, téléviseur, petit électroménager), pour lequel une enveloppe de 300 milliards de yuans (40 milliards de dollars environ) est prévue. Ensuite, une hausse du salaire minimum, après la hausse des salaires des fonctionnaires en décembre, l'élargissement de la couverture sociale pour certains emplois précaires, notamment les livreurs et les travailleurs migrants. Enfin, des annonces d'aides à la garde d'enfants, afin également de soutenir une démographie en chute libre, alors que la population a baissé pour la troisième année consécutive en 2024 et que le nombre d'enfant par femme se situe autour de 1,1.

Mais cela sera-t-il suffisant pour redonner aux ménages chinois l'envie et la confiance nécessaires pour consommer ? Rien de moins sûr, tant ils semblent avoir été percutés par la crise du Covid. En janvier et février, les ventes au détail ont progressé de 4% en glissement annuel. Une performance tout à fait honorable, légèrement supérieure aux attentes du consensus. Oui, mais ces 4% se sont faits à un coût budgétaire et monétaire élevé : celui des subventions étatiques pour encourager l'achat de

Chine : bourse



Chine : les ingrédients de la déflation



biens de consommation et surtout d'une baisse des prix généralisée, qui s'est traduite par un retour à la déflation (les prix ont reculé de 0,7% en février en glissement annuel). Un lourd tribut à payer pour un rythme d'augmentation qui ne dépasse toujours pas celui de la croissance générale de l'activité, et pose la question de l'efficacité et de la durabilité des mesures. En 2024, 25% des entreprises chinoises signalaient des pertes. Sans le soutien de l'État, et dans un contexte de réduction des marges et de guerre des prix, la correction pourrait être encore plus forte.

Les ménages chinois sont toujours inquiets : le secteur immobilier ne montre pas de réel signe de reprise et les volumes de nouvelles constructions sont même repartis à la baisse en février. Or, c'est dans ce secteur que se trouve l'essentiel du patrimoine chinois, et ce n'est pas la légère embellie des valeurs boursières qui va convaincre les Chinois de placer leur épargne sur les marchés, alors que les solutions d'épargne financière restent assez peu développées au regard du réservoir d'investisseurs potentiels.

Là encore, l'État est au chevet du secteur. Les acteurs publics n'ont jamais été aussi impliqués dans les transactions en cours, comme acheteur ou développeur de projets, alors que les promoteurs privés ont été balayés par la crise. Plus de 50% ont fait faillite depuis 2021, les collectivités locales, voire les entreprises publiques, sont donc en première ligne pour reprendre des projets, acheter des biens vacants ou toujours en cours de construction et encadrer une baisse des prix, officiellement toujours limitée.

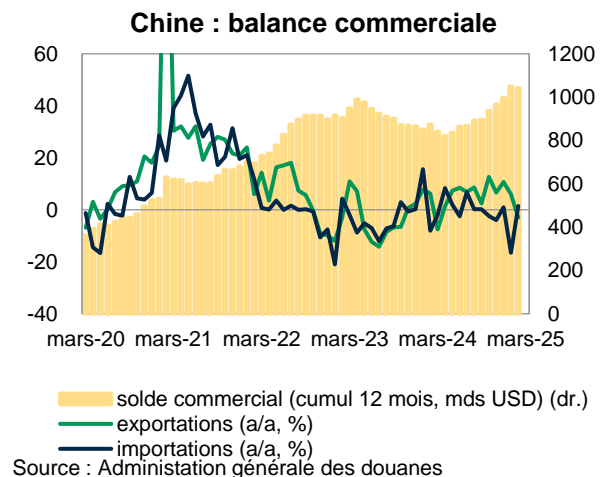
L'inconnue américaine

S'ajoutent maintenant des inquiétudes liées à la position américaine sur les droits de douane. Deux hausses de 10% ont déjà été appliquées en février et en mars. Prudente, la Chine a répliqué avec parcimonie, en ciblant certaines catégories de produits (agricoles et énergétiques notamment), avec des hausses de tarifs comprises entre 10 et 15%. Elle veille aussi à la stabilité du yuan, en limitant sa dépréciation, alors que le président américain a déjà pointé du doigt la sous-évaluation de la devise chinoise, « injuste » pour les États-Unis. De quoi laisser la porte ouverte à d'éventuelles

négociations, que Donald Trump n'a apparemment pas hâte de précipiter. S'il a indiqué souhaiter rencontrer son homologue dans « un futur pas trop lointain », aucune date précise n'a été avancée. Et si la Chine n'est pas le pays le plus concerné par les mesures de « tarifs réciproques », dont les contours doivent être dévoilés début avril, elle pourrait être soumise à de nouveaux droits, puisque Donald Trump avait promis 60% sur l'ensemble des importations américaines depuis la Chine, lors de la campagne présidentielle.

En février, les exportations de la Chine ont reculé de 3% en glissement annuel. Cela n'est pas encore préoccupant : anticipant les hausses de tarifs, les entreprises chinoises avaient massivement exporté aux États-Unis en fin d'année 2024. De plus, des effets de saisonnalité, liés aux dates exactes du Nouvel An lunaire (certaines années uniquement en février, d'autres à cheval sur janvier et février), peuvent également jouer.

Il n'empêche que les exportateurs chinois se préparent à des mois difficiles, et ce d'autant que les annonces américaines pourraient également provoquer des effets indirects en conduisant d'autres pays à ériger des barrières tarifaires ou non-tarifaires pour se protéger d'une déferlante de produits chinois. Si la Chine a indiqué vouloir réduire certaines surcapacités, notamment dans l'acier et l'aluminium, ses marges de manœuvre sont réduites, car elle doit gérer en interne ses propres contraintes en matière d'emplois et de stabilité sociale.



☑ Notre opinion – Le changement de discours indique que les autorités chinoises prennent au sérieux les signes d'essoufflement d'un modèle qui se heurte aujourd'hui aux limites bien connues des économies émergentes ayant insuffisamment veillé à équilibrer et répartir les gains de la croissance afin de créer une classe moyenne consommatrice, capable de soutenir la demande sans l'aide de l'extérieur. Reste à connaître plus précisément les mesures et les moyens qui seront mis sur la table pour relancer le moteur de la consommation, ainsi que la capacité des gouvernements locaux – certainement en première ligne dans ce domaine – à mettre en place ces mesures, alors même qu'ils doivent déjà gérer un autre héritage de ce modèle de croissance déséquilibré : le désendettement et la rationalisation des quelques 12 000 plateformes financières utilisées pour financer les programmes d'infrastructures.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie : après l'économie au service du politique, le politique au détriment de l'économie

Les événements majeurs qui se déroulent en Turquie doivent absolument être remis dans un contexte politique long, pour en comprendre les raisons et les enjeux, économiques, politiques et géopolitiques. La Turquie reste en effet l'un des pays pivots les plus importants du monde, maillon indispensable des scénarios à la fois européens, méditerranéens, nord et moyen-orientaux. Elle est gardienne des détroits de la mer Noire et elle peut parler à la Russie, tout en aidant l'Ukraine. Les événements actuels rappellent donc qu'Erdogan aura un jour une succession ; que les fins de règne sont toujours difficiles ; et que les questions politiques turques concernent beaucoup de pays. Il va aussi falloir surveiller si ces événements peuvent avoir des effets de contagion, sur les populations (et sur les gouvernements), dans des régions proches, fragiles économiquement et socialement (notamment Tunisie et Égypte). Enfin, comment tout cela va être analysé et perçu par les marchés, dans un pays où les équilibres de financement à court terme sont toujours susceptibles de revenir sur la table.

Dans le catalogue des régimes qui ne sont pas tout à fait des démocraties mais qui en conservent certaines caractéristiques, la Turquie avait trouvé son appellation sous le terme « d'autoritarisme compétitif¹ ». En effet, parmi ces régimes « hybrides », la Turquie se distingue par l'importance du moment électoral : les élections présidentielles et législatives de 2018 et 2023 ont mobilisé plus de 85% de l'électorat. Les taux de participation sont comparables pour les élections locales malgré une légère baisse à 78% lors des dernières élections municipales (mars 2024). En comparaison, en Hongrie, la participation aux élections législatives fluctue entre 60% et 70% et en Serbie, le taux de participation aux élections nationales ne dépasse pas 60%.

Surtout, malgré plus de vingt ans au pouvoir, l'AKP a subi plusieurs revers électoraux : depuis 2015, l'AKP doit gouverner en coalition avec le parti nationaliste (MHP) faute de majorité au Parlement, et en 2019 le parti du président a perdu les municipalités d'Ankara et d'Istanbul, malgré l'annulation du scrutin stambouliote et un second vote. Enfin, en mars 2024, lors des dernières élections municipales, l'AKP a connu sa plus importante défaite électorale face au CHP, le principal parti d'opposition. À cette occasion, ce dernier a largement renforcé son contrôle sur les grandes municipalités et surtout, il a obtenu un score au niveau national supérieur à celui de l'AKP.

Dans ce contexte, l'arrestation le 19 mars d'Ekrem İmamoğlu², le maire d'Istanbul, est un

vrai tournant pour la démocratie turque. Ce dimanche 23 mars, il devait être désigné à l'issue d'une primaire comme candidat du CHP pour l'élection présidentielle de 2028. La veille de son arrestation, son diplôme universitaire avait été déclaré invalide, ce qui pourrait également l'empêcher de se présenter à cette élection. La nature des chefs d'accusation qui sont portés à son encontre ouvre la possibilité qu'il soit démis de ses fonctions de maire. Cette dernière pratique est courante en Turquie, mais jusqu'à présent utilisée dans les municipalités à majorité kurde.

Depuis son arrivée au pouvoir en 2002, l'AKP a connu des phases de libéralisation et de durcissement de son pouvoir.

Entre 2002 et 2008, l'AKP a surtout œuvré à réduire l'influence de l'armée dans le système politique et dans la gouvernance économique. Cela a été fait avec le soutien de l'UE dans le cadre du processus d'adhésion débuté en 2005. Ce mouvement a profité à l'amélioration de la qualité de la gouvernance économique, avec notamment la mise en place d'autorités indépendantes.

À partir des années 2010, cette volonté de sortir l'armée du régime politique turc a commencé à se faire au détriment des progrès institutionnels, à la fois parce que le contrôle du parti sur l'État s'étendait et parce que la crainte d'un coup d'État militaire subsistait. Les manifestations de Gezi en 2013, en particulier, ont fait apparaître clairement le raidissement de l'AKP au pouvoir aux yeux de la population turque et des observateurs internationaux.

La tentative de coup d'État de 2016 a marqué un autre tournant important puisqu'elle s'est soldée par d'importantes purges dans l'armée et dans l'État. L'année suivante, la Constitution turque a été amendée par referendum, transformant le régime parlementaire en régime présidentiel. Cela a eu un fort impact sur la gouvernance économique qui s'est concentrée entre les mains du président. C'est à partir de ce moment que la politique monétaire turque a perdu toute indépendance vis-à-vis de l'exécutif, avec depuis des renvois fréquents du président de la Banque centrale. Le risque politique turc, qui s'apparente de plus en plus à un « risque Erdogan » se confond donc de plus en plus avec l'évaluation économique du pays.

Une plus grande verticalité du pouvoir n'a pourtant pas éliminé la tradition des élections compétitives. Ainsi, fin 2021, l'exécutif a donc jugé nécessaire de mobiliser toute l'économie au service de la campagne électorale de mai 2023, ce au prix de déséquilibres macro-financiers aigus. De fin 2021 à juin

¹ « *Competitive authoritarianism* » ; [The rise of competitive authoritarianism](#), Steven Levitsky and Lucan A. Way

² En tout, 105 personnes ont été arrêtées, surtout au sein du principal parti d'opposition, le CHP.

2023 se déploie alors la phase la plus emblématique de l'hétérodoxie monétaire défendue par le président Erdoğan (sous le nom de *New Economic Model*) qui a conduit à une explosion de l'inflation. Or, celle-ci va également jouer un rôle politique considérable dans les semaines à venir, car la population turque est confrontée depuis plusieurs années à de grandes difficultés de pouvoir d'achat.

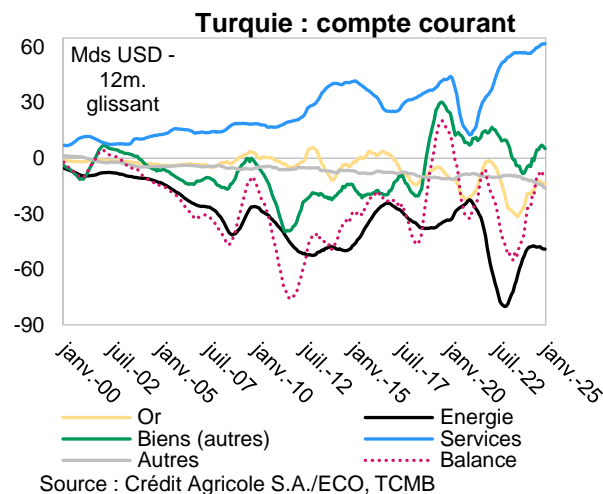
L'arrestation du principal opposant au président constitue donc une véritable rupture qui pourrait signifier un verrouillage bien plus dur du système politique. Tout dépend néanmoins de ce qui va se passer dans la rue, et de la capacité du pouvoir à contenir les manifestations. Cet événement politique signe-t-il la fin de la normalisation macro-économique ?

Tout est question d'interprétation. Depuis juin 2023, le vice-président, Cevdet Yilmaz, et le ministre des Finances et du Trésor, Mehmet Şimşek portent une politique de « normalisation » de l'économie, qui passe par la réduction de l'inflation et l'assainissement des équilibres externes (stabilisation du taux de change, réduction du déficit du compte courant et reconstitution des réserves de la Banque centrale). Pour cela, la nouvelle équipe économique doit agir sur la demande intérieure, en la modérant, et plus complexe, sur les anticipations des acteurs économiques. Aux investisseurs étrangers, comme aux épargnants turcs, la stabilité du taux de change a été promise (l'appréciation en termes réels de la livre est un pilier de la politique de la Banque centrale).

Les premiers ont donc acheté des titres turcs pour profiter des taux d'intérêt élevés (la Banque centrale a augmenté son taux directeur de 8,5% à 50% entre juin 2023 et mars 2024) dans des opérations dites de *carry-trade*. Le secteur privé turc, banque et entreprises, a également retrouvé l'accès *de facto* perdu à la veille des élections, au financement étranger par la dette.

Les seconds ont accompagné la *re-liraisation* appelée par la Banque centrale, c'est-à-dire l'augmentation de la part des dépôts bancaires en livres plutôt qu'en devises. Les ménages ont également réduit leurs achats d'or ou de véhicules, biens utilisés

comme une protection face à la dépréciation de la monnaie locale. Cela a contribué à la forte réduction du déficit du compte courant.



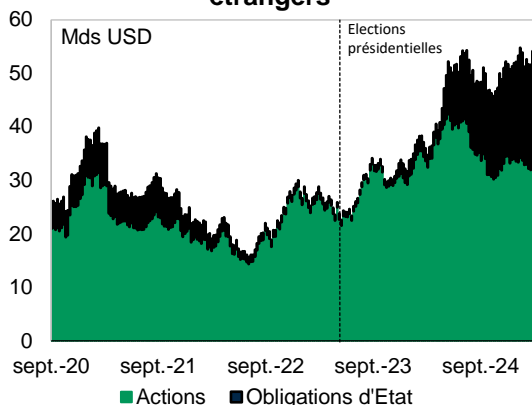
Plus largement, l'équipe économique vendait aux investisseurs la promesse d'une période de répit, d'ici aux prochaines élections de 2028, pendant laquelle la politique n'influencerait pas la gouvernance économique.

Comment cette arrestation va-t-elle impacter le risque pays turc ?

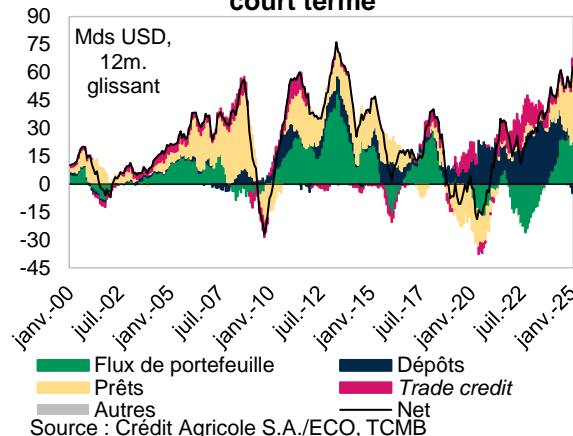
Il est clair qu'elle marque une forte dégradation de la qualité institutionnelle et de l'État de droit en Turquie. De plus, elle va donc immédiatement peser sur la perception du risque pays.

Dans le très court terme, les marchés ont réagi violemment à l'instabilité : la livre a atteint son plus haut historique en court de journée en se dépréciant de plus de 10%. Les banques turques ont réagi en vendant pour 9 milliards de dollars pour défendre la monnaie nationale. La bourse s'est également effondrée, entraînant l'activation à deux reprises des coupe-circuits (interruption des échanges lorsque l'indice boursier chute de plus de 5% au cours d'une séance). L'ampleur que prendra les manifestations qui ont déjà rassemblé en soutien au candidat du CHP jouera sur cette lecture du court terme. Vendredi, trois jours après l'arrestation, la bourse

Turquie : détention de titres par les étrangers



Turquie : flux entrant de capitaux de court terme



était toujours en baisse (-7% en mi-journée), alors que les manifestations semblaient se poursuivre et pourrait s'intensifier pendant le week-end.

La question de l'impact dans le moyen terme (et donc sur les anticipations) est plus ouverte. Le président turc a appris au marché à mettre un signe égal entre Erdoğan l'animal politique et Erdoğan l'hétérodoxe. Ce que cette arrestation fait apparaître était en réalité visible depuis des mois : il n'y a pas de trêves inter-élections dans la Turquie d'Erdoğan.

Pour briguer un troisième mandat de président, le chef de file de l'AKP a besoin de changer la Constitution ou que le Parlement convoque des élections anticipées. Il ne dispose de la majorité parlementaire pour aucune des deux options. Alors, les négociations avec les Kurdes, entamées par un appel du président du MHP au *leader* historique du PKK en octobre dernier, ont largement été vues comme une manœuvre qui pouvait assurer au président les voix du DEM, le parti pro-kurde présent au parlement. C'est aussi la raison pour laquelle le CHP tient sa primaire si longtemps avant l'élection. En parallèle de ces négociations, une vague d'arrestation avait déjà eu lieu dans l'opposition et la société civile depuis le début d'année.

Cevdet Yildmaz, présenté comme celui qui peut convaincre le président de mener une politique monétaire orthodoxe, et Mehmet Şimşek, qui a la confiance des marchés pour avoir démissionné de son poste de vice-Premier ministre en 2018 quand la politique économique a pour la première fois pris un virage franchement non conventionnel, tenteront de défendre la crédibilité et la pérennité de leurs efforts. Les investisseurs quant à eux seront particulièrement attentifs à leur poids dans les arbitrages gouvernementaux. Les conclusions qu'ils en tireront apparaîtront bien vite dans les flux capitaux (détention d'obligation d'État par les investisseurs étrangers), ce que peut gérer la Banque centrale grâce à ses réserves. En revanche, la réaction des épargnants turcs peut avoir un impact de plus grande ampleur *via* la dollarisation des dépôts ou les importations d'or. Cela pèserait plus durablement sur le cours de la livre, avec des marges de manœuvre plus limitées pour la Banque centrale. Économistes, entreprises et ménages révéleront leur perception à l'occasion du sondage réalisé par la Banque centrale sur les anticipations d'inflation. Cela pourrait jouer sur le rythme du cycle de baisse du taux directeur que la Banque centrale a entamé en décembre 2024 (deux baisses de 250 points de base à 45% pour le moment).

Erdoğan a-t-il bien jugé du « moment turc » ?

Ce n'est pas la première fois que la livre turque, et derrière les flux de capitaux étrangers, connectent

avec les questions d'État de droit et de stabilité politique en Turquie. Néanmoins, le risque de sanctions, ou au moins de réaction, des alliés américains et européens, était la courroie de transmission fondamentale entre les deux.

Aujourd'hui, il est vraisemblable que le président turc estime pouvoir capitaliser sur un moment géopolitique qui lui donnerait une grande marge de manœuvre. En effet, la guerre en Ukraine a renforcé le rôle de la Turquie au sein de l'Otan, en tant que soutien militaire à l'Ukraine et puissance structurante de la mer Noire. Par ailleurs, le président turc souhaite capitaliser sur le récent réveil européen quant à sa vulnérabilité face à la Russie. Ce qu'il souhaite offrir aux pays de l'UE, c'est d'être un négociateur qui les inclura (ce qui n'est pas le cas aujourd'hui en Arabie saoudite), qui défend l'intégrité territoriale ukrainienne (y compris la Crimée), et qui est disposé à rejoindre une mission de maintien de la paix en Ukraine (grâce à la deuxième armée de l'Otan en termes d'effectifs, là où le manque de troupes projetables est un facteur très limitant pour les armées européennes). En plus, Ankara met en avant son industrie de défense qui a fait d'importants progrès ces dernières années, mais qui pourrait surtout peser pour ce qui est du volume de production de certaines munitions cruciales aujourd'hui dans le conflit en Ukraine.

Ce nouveau positionnement a déjà porté ses fruits pour la Turquie : après plusieurs années d'embargo, Ankara a réussi à commander auprès des États-Unis et des Européens des nouveaux avions de chasse (F16 et kits de modernisation auprès des Américains et *Eurofighter* auprès des Européens). De plus, les négociations sur la modernisation de l'union douanière qui lie UE et Turquie ont repris, alors qu'elles avaient été interrompues en 2019. Enfin, aussi bien Mark Rutte, le secrétaire général de l'Otan, que Donald Tusk, le Premier ministre polonais, se sont récemment exprimés en faveur de l'intégration de la Turquie à l'architecture de sécurité européenne.

Erdoğan souhaite également construire une bonne relation avec le président Trump³ pour démêler plusieurs dossiers de tension avec les États-Unis, que ce soit la présence américaine en Syrie, la mise sous sanction du secteur de défense turque (sanctions CATSA depuis l'achat par la Turquie de systèmes S400 russes), ou encore les sanctions américaines sur la Russie. La Turquie, très dépendante de l'énergie russe, vient par exemple selon Bloomberg d'obtenir une extension à l'exemption sur les sanctions visant Gazprombank, la banque russe par laquelle passe le règlement du gaz russe. L'exemption initiale de trois mois devait expirer le 20 mars.

³ Les deux présidents se sont récemment appelés et Erdoğan souhaiterait rencontrer le président américain en avril.

☑ **Notre opinion** – La Turquie pense ses avantages économiques et diplomatiques depuis longtemps en termes géoéconomiques. La déclaration du président Erdoğan sur le caractère indispensable de la Turquie pour l'architecture de sécurité de l'Europe ne déroge pas à cette règle. Pourtant, les rendez-vous ratés entre le positionnement géoéconomique favorable de la Turquie et les investisseurs ne manquent pas, pas plus que les paris géopolitiques qui ont sous-estimé les risques (l'achat des S400 en premier lieu). Aujourd'hui, le débat sur l'intégration de la Turquie à l'architecture de sécurité de l'UE n'est pas clos. La perception d'une dérive démocratique dans le pays sera donc certainement utilisée par les pays qui cherchent à restreindre le périmètre de l'effort financier européen pour la défense.

Surtout, Erdoğan a rappelé aux investisseurs que l'économie n'est pas ce qui passe en premier en Turquie, même lorsqu'un ancien banquier est nommé au ministère des Finances et du Trésor pour aller faire le tour des places financières muni d'un message sur la nouvelle adhérence sans faille de la Turquie à l'orthodoxie monétaire.

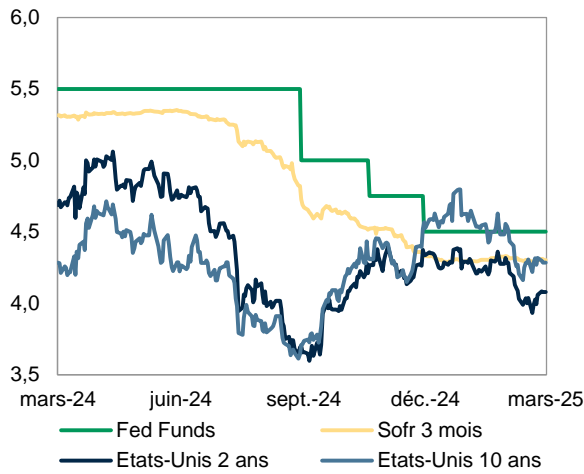
Pour les investisseurs de long terme, cela change peu de choses dans l'immédiat, car ils n'étaient jamais revenus : malgré les plans successifs les IDE ne dépassent pas 1% du PIB, alors que l'objectif est de capturer 1,5% des IDE globaux.

Pour les flux de court terme, le risque est celui d'une sortie rapide. Les réserves, nouvellement reconstituées (171 milliards de dollars de réserves brutes et 74 milliards de dollars pour les réserves nettes mi-mars), permettent théoriquement à la Banque centrale de stabiliser la livre en cas de retrait. Néanmoins, elle a pour cela besoin de conserver la confiance des épargnants turcs : si le taux de « lira-isation » des dépôts retombait à son niveau d'avant les élections de mai 2023, ce sont 125 milliards de dollars de dépôts que les épargnants convertiraient en devises. Enfin, la confiance demeure fondamentale pour une économie qui affiche 221 milliards de dollars de dette externe à court terme (décembre 2024 – maturité résiduelle).

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

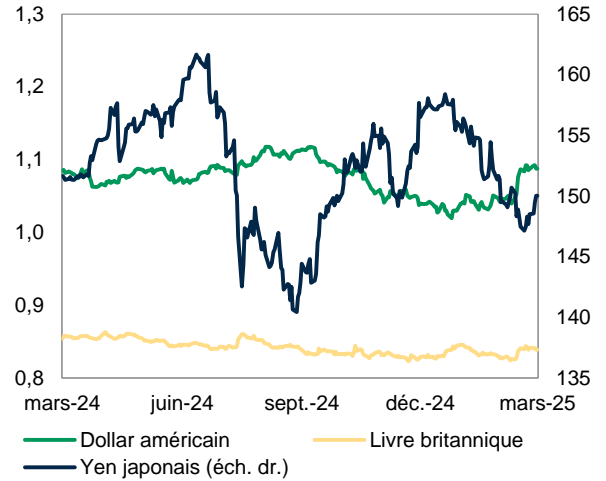
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

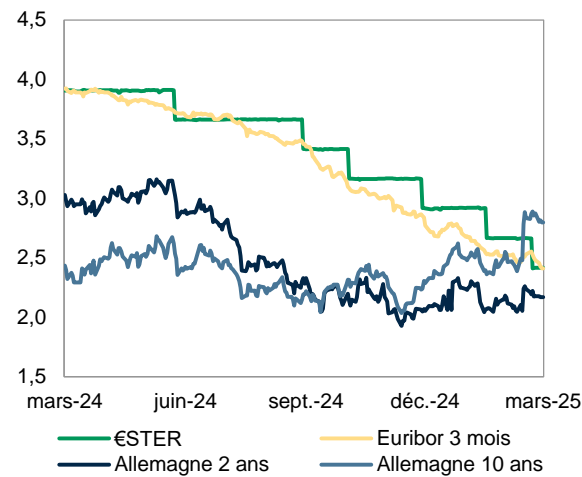
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

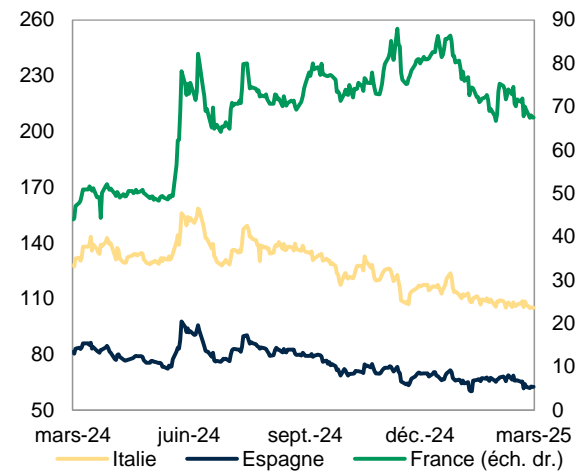
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

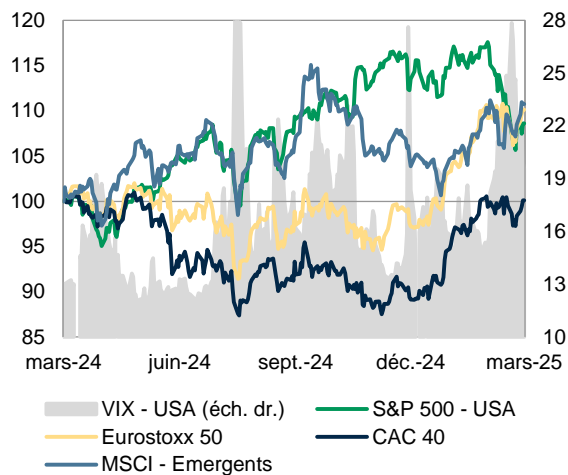
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

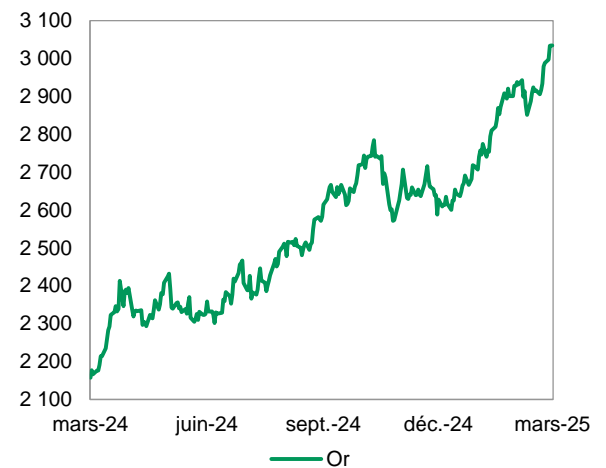
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

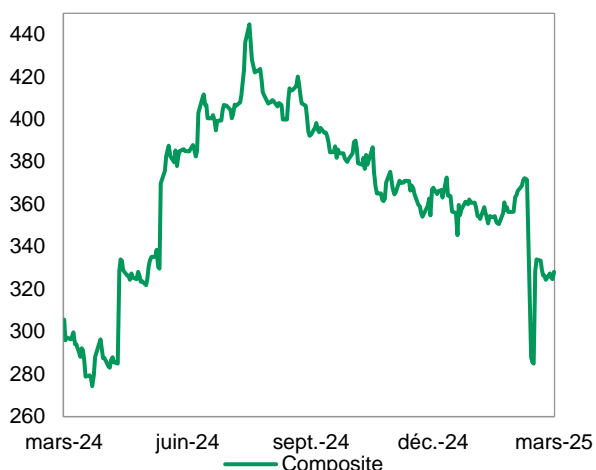
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

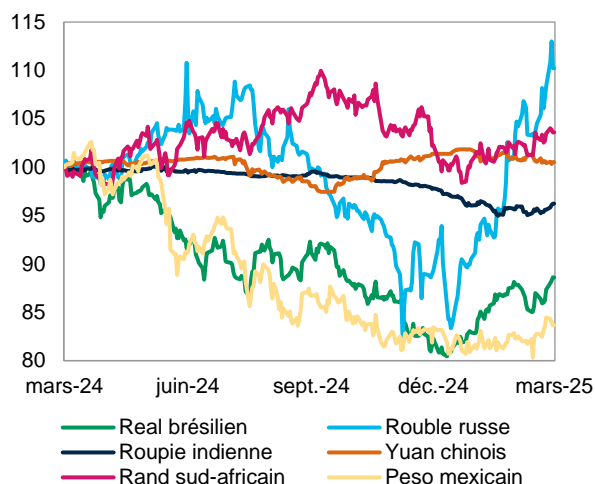
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

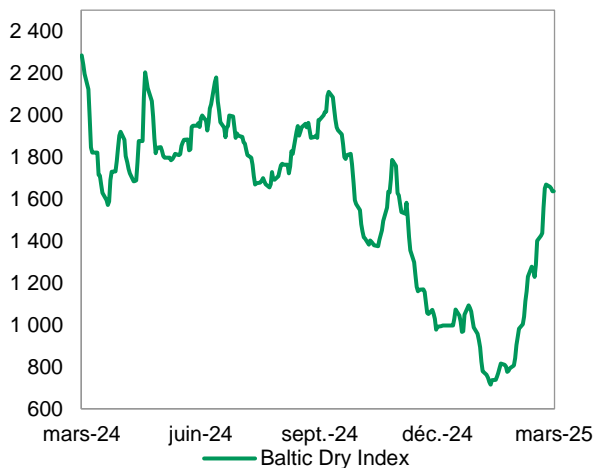
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

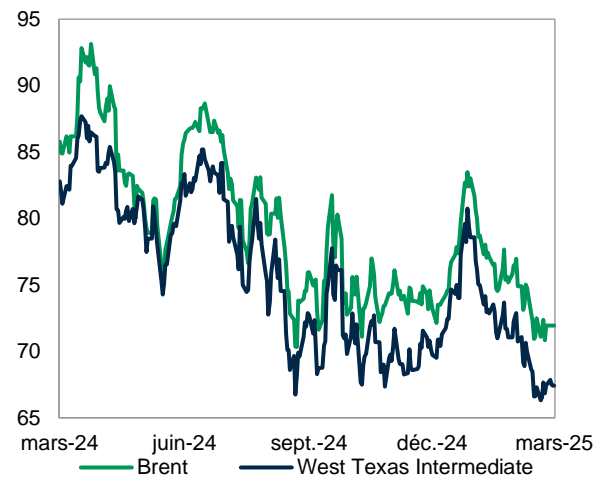
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

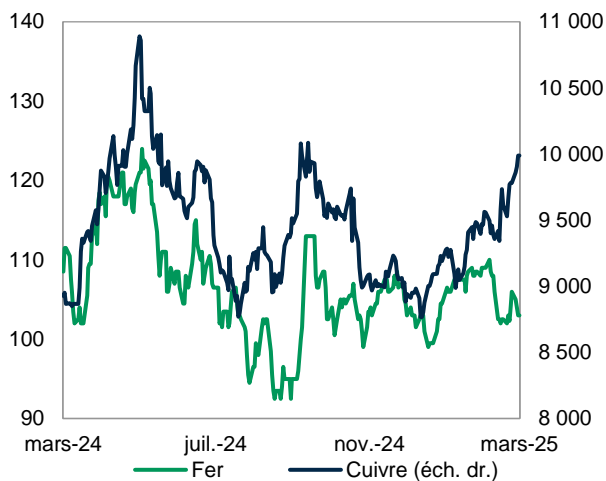
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

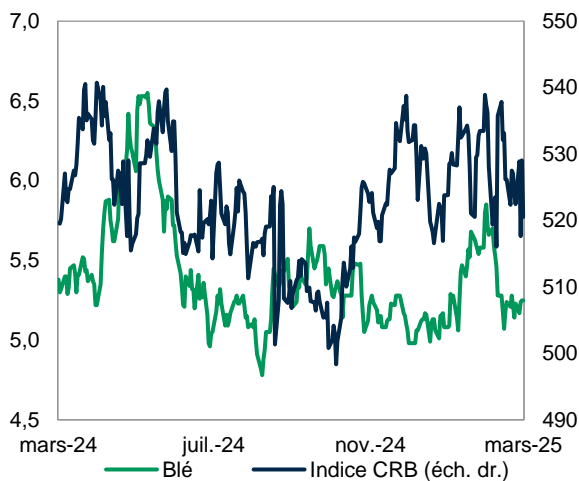
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 – Décembre 2024

[Un scénario conditionnel, plus que jamais](#)

Date	Titre	Thème
19/03/2025	Brésil – Inflation en hausse, croissance prête à décélérer	Amérique latine
18/03/2025	Union européenne – L'excédent commercial en biens vis-à-vis des États-Unis s'accroît en 2024	Union européenne
14/03/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/03/2025	Chine – 5%, rien de vraiment surprenant	Asie
13/03/2025	France – L'amélioration des conditions des femmes sur le marché du travail reste incomplète	France
13/03/2025	Mexique : l'économie en péril face aux tensions commerciales avec les États-Unis	Amérique latine
12/03/2025	La BCE et l'objectif du taux de change : de Triffin à Mar-a-lago en passant par les droits de douane	Zone euro
11/03/2025	Europe – Quid de l'autonomie européenne des paiements par carte ?	Europe
07/03/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/03/2025	Chine : DeepSeek, sauveur ou fossoyeur des marchés chinois ?	Asie
05/03/2025	Pays émergents et en développement – Dette : résilience et vulnérabilités	Monde
04/03/2025	France – De nombreux indicateurs sans véritable surprise, l'emploi en prend pour son grade	France
04/03/2025	Allemagne – Changement de chancelier	Zone euro
03/03/2025	Low-code et IA, la révolution du développement logiciel	Informatique

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Simon SEINCE, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.