

Perspectives

Hebdomadaire – N°18/056 – 2 mars 2018

PAYS EMERGENTS – L'actualité de la semaine

Éditorial – L'aversion au risque financier... américain ?

Les marchés financiers des grands pays développés ont été secoués de violents soubresauts depuis le début de l'année, laissant craindre une réappréciation générale des taux d'intérêt dits sans risque et, en conséquence, des marchés actions et « périphériques », au sein desquels les marchés émergents seraient évidemment des victimes de choix.

Bref rappel de la séquence et de l'ampleur des événements. La remontée des taux d'intérêt à dix ans américains et allemands atteint près de – respectivement – 40 et 20 points de base depuis le début de l'année. Ils tangentent désormais 2,90% et 0,70%, des niveaux qui restent faibles, mais un mouvement de redressement qui néanmoins surprend. Bien qu'il paraisse agressif, il faut cependant le rapprocher des plus récents épisodes de tensions. Les taux américains s'étaient ainsi tendus de 80 pdb dans la foulée de l'élection de D. Trump et de près de 135 pdb lors du *taper tantrum* de 2013. Les taux allemands s'étaient quant à eux redressés de 90 pdb en avril 2015, un mouvement justifié par des débouclages de positions longues et non par des facteurs économiques.

Que trouve-t-on derrière les tensions récentes ? Le double mouvement de hausse des taux d'intérêt, puis de baisse des actions, a été largement nourri par une réappréciation par les marchés du risque inflationniste aux États-Unis ratifiant le resserrement monétaire (sur lequel il n'y avait pourtant pas de doutes à émettre). La remontée des taux d'intérêt a été alimentée, en amont, par d'excellents chiffres de croissance (qui, de surcroît, excédaient les attentes) et l'annonce d'un plan budgétaire de grande ampleur par l'administration Trump, dont une réforme fiscale prompte à doper rapidement les bénéficiaires des entreprises. Outre la question du financement de cet ambitieux « package », s'est inévitablement posée celle de l'inflation, conséquence naturelle d'un plan inopportun dans une économie fonctionnant au plein de ses capacités notamment en termes d'emplois. La correction des marchés actions s'est accélérée après la publication d'un chiffre de croissance des salaires plus fort que prévu aux États-Unis. Ce soupçon d'accélération des salaires (salaires dont il faut rappeler que la sagesse était source d'inquiétudes) a nourri des spéculations sur le retour de l'inflation « pour de vrai » et s'est, *in fine*, traduit par une nouvelle hausse brutale des taux longs.

Le retour de l'inflation (ou plutôt la peur de son retour) est donc souvent cité comme l'un des facteurs clés : un bouc émissaire facile. L'accélération des salaires n'est pas surprenante et son impact sur les prix à la consommation sera dilué (gains de productivité, concurrence, etc.). L'inflation sous-jacente reste contenue au regard, notamment, des chiffres de croissance désormais prévus pour 2018 (2,7% aux États-Unis) Cela conforte le scénario des banquiers centraux de remontée vers les cibles d'inflation et conduisent les marchés à valider (enfin pour de bon semble-t-il) les resserrements monétaires avérés (*Federal Reserve*) ou à venir (BCE). Des resserrements (pourtant bien entamés aux États-Unis) que les marchés obligataires n'avaient certainement pas été parfaitement intégrés.

Enfin, *quid* de la diffusion des tensions obligataires issues des émetteurs souverains de « standing » aux actifs plus risqués et, notamment, aux émergents ? Les actifs émergents (dette en monnaie locale, en devises, actions, change) ont été secoués, mais dans des proportions « modestes » à l'aune des secousses qu'ils peuvent habituellement enregistrer. Quelques modestes ébauches d'explication ? Plus de visibilité sur la croissance de la Chine ou, plutôt, moins de doutes quant à son ralentissement jusqu'ici ordonné ; une croissance solide en zone euro ; une reprise du commerce mondial et des prix des matières premières qui se redressent ; et, enfin, des déséquilibres financiers (dont les besoins de financement en devises) au sein des grands émergents qui semblent « gérables ».

Le repli des marchés actions majeurs invite à la prudence et un resserrement monétaire américain plus vif qu'anticipé ne peut être exclu. Néanmoins, le mouvement récent de tensions sur les taux d'intérêt semble être **plus un « repricing » (réconfortant) en lien avec une croissance plus soutenue et une inflation en accélération légère que l'amorce d'une vague irrépressible d'aversion au risque : cette (relative) résistance des actifs émergents semble en être le signe.**

Les faits marquants de la semaine

Attention à la surchauffe en Turquie... En Tunisie, les difficultés économiques mettent à mal la transition politique. Au Brésil : le prix comptant de l'absence de réforme des retraites ? La dégradation de la note par Fitch à BB-.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie – Attention à la surchauffe....

Deux récents rapports de mission de Goldman Sachs et Merrill Lynch nous semblent intéressants à commenter, car le diagnostic pays sur la Turquie est difficile en ce moment, confronté à un vrai manque de fiabilité statistique.

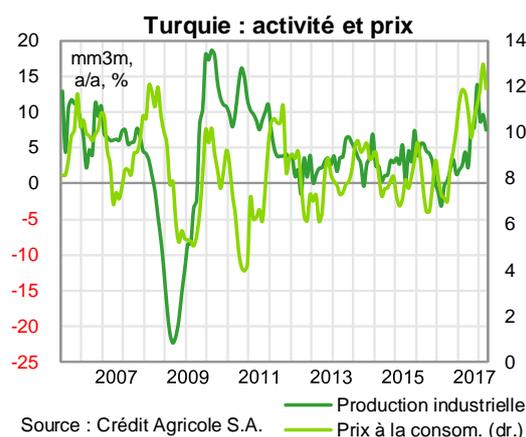
En premier lieu, les deux missions soulignent la préoccupation des autorités face un taux d'inflation en rapide augmentation et face au risque de désancrage des anticipations. Nous avons déjà constaté ce problème de désancrage lors de notre mission en novembre. En revanche, il ne semblait pas à ce moment-là que les autorités monétaires turques soient très préoccupées par l'inflation. Au contraire, le focus de tous les analystes locaux portait sur la croissance.

Que s'est-il passé depuis ? Eh bien, à l'évidence, une tendance à la surchauffe de l'activité qui est en train de se dessiner. On parle donc plutôt à présent de la nécessité de ramener la croissance vers 5% pour 2018 contre un niveau proche des 7% actuellement (avec un doute sur le niveau de croissance potentielle, difficile à situer entre 4 et 5%). Donc, ce n'est sans doute pas tant l'inflation en soi qui est un problème pour les autorités, mais l'inflation en tant que signal de surchauffe : il faut ainsi que la croissance soit forte pour satisfaire les électeurs (dans un contexte de chômage élevé) mais pas trop, car cela entraîne une hausse des prix dommageable pour les revenus réels.

La politique économique reste donc, en fait, encadrée par un impératif politique : assurer la réélection la plus paisible possible d'Erdogan en 2019 (il est de moins en moins probable d'avoir des élections anticipées). Dans ce contexte, la politique de stimulation du crédit de 2017 est stoppée (bien que des aides soient toujours accordées, notamment pour l'achat de nouvelles voitures), et les autorités turques vont plutôt chercher à freiner la demande cette année, et à contrôler un peu plus l'inflation.

Elles ont cependant peu de leviers sur les prix. En effet, sur les trois principales composantes de l'inflation, deux dépendent peu de la politique économique et beaucoup plus du contexte macro-économique externe (le prix du pétrole) ou géopolitique (fort effet sur le taux de change). Restent les prix alimentaires et les prix administrés, et il est à peu près certain que les autorités vont chercher à les contrôler.

Cette tendance à la surchauffe dans un contexte de prix du pétrole plus élevé va également creuser légèrement le déficit courant en 2018 et donc les besoins de financement externes du secteur privé. Rappelons que le risque de liquidité est latent dans ce pays depuis des années, mais il peut évidemment devenir un peu plus d'actualité, avec la remontée des taux américains. Certes, on n'anticipe pas de risque systémique à court terme dans le secteur privé, mais il faut rester prudent quant à l'équilibre de change des comptes des principaux émetteurs de dette turcs, notamment quand ils ne disposent pas d'activités leur rapportant naturellement des devises (le secteur de la construction par exemple). Conscientes de cela, les autorités turques ont d'ailleurs adopté une loi récente pour limiter la dette en devises des petites entreprises turques.



Commentaire – *Le contexte macro-économique global de reprise est plutôt favorable à la Turquie, qui profite toujours des cycles de reprise en Europe. Mais on est aussi en train de retrouver les caractéristiques du cycle de croissance turc lui-même, avec une reprise rapide de la demande intérieure. Tout l'enjeu des mois à venir va donc être de maîtriser la croissance et la consommation, tout en stimulant l'investissement.*

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Tunisie – Les difficultés économiques mettent à mal la transition politique

Les chiffres macro-économiques définitifs de l'année 2017 commencent à sortir pour la Tunisie et ils ne sont pas bons, et ce malgré l'aide du FMI et des pays amis qui offrent leur soutien externe depuis plus de deux années.

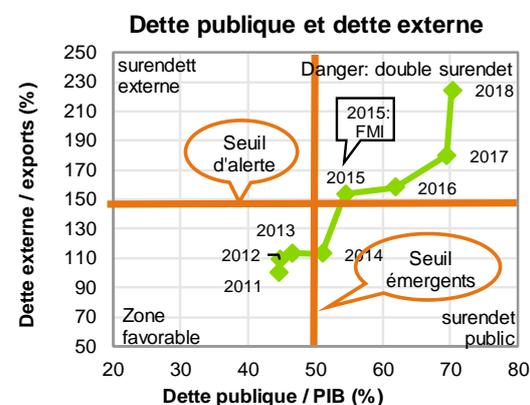
La plupart des indicateurs évoluent défavorablement : la croissance du PIB reste médiocre et ne devrait atteindre que 2,1% en 2017. Par ailleurs, cette croissance est très déséquilibrée, puisque le déficit courant devrait dépasser 4 Mds USD, soit plus de 10% du PIB. En fait, les importations ont crû plus vite que les exportations, contribuant à creuser le déficit commercial à 5,7 Mds USD, soit plus de 14% du PIB, et ce malgré le redressement du tourisme l'année passée (l'impact des attentats de 2015 s'atténue peu à peu). Le déficit courant est essentiellement financé par l'aide internationale puisque les investissements directs étrangers n'excèdent pas 900 millions USD au cours des quatre derniers trimestres, soit 2,2% du PIB. Ce qui rendra son financement problématique à la fin de la période de tirage des fonds du FMI.

Les nouvelles ne sont pas meilleures sur le front des finances publiques, puisque les dépenses salariales – qui ont explosé après l'embauche de centaines de fonctionnaires en 2012 – peinent à s'ajuster. Le déficit budgétaire devrait donc s'établir à 5,9% du PIB en 2017 (mais en termes purement budgétaires, les dépenses publiques excèdent de 21% les recettes). La

dette publique devrait donc atteindre 70% du PIB en 2017. Et avec une dette publique à plus de deux tiers en devises, on comprend que le gouvernement essaie de contenir coûte que coûte la dépréciation du dinar pourtant favorisée par les déséquilibres externes.

Au total, le pays est entré depuis 2015 dans une zone dangereuse de double surendettement externe et budgétaire et s'enfoncé un peu plus chaque année dans les difficultés économiques.

Ces mauvaises nouvelles interviennent, alors que l'inflation progresse à plus de 5% début 2018, notamment en raison de l'augmentation des prix des produits de consommation courante moins subventionnés par l'État.



☑ Commentaire – *Compte tenu du mécontentement populaire et de l'instabilité sociale récente, le sentiment qui prédomine est que le gouvernement se situe dans une impasse politique et économique. La coalition entre les différents partis politiques (dont Nidaa Tounès et Ennahdha) aboutit à une politique de compromis qui empêche l'adoption de réformes structurelles ambitieuses. Les difficultés économiques fragilisent fortement le processus de transition politique qui reste inachevé. Les prochaines élections auront lieu en 2019.*

Liban – La conférence Paris IV aidera-t-elle l'économie ?

Une conférence des donateurs doit avoir lieu en avril prochain à Paris. Le Liban y exposera ses nouveaux besoins financiers pour faire face à la crise des réfugiés syriens et pour favoriser la construction d'infrastructures, dans une économie affectée par la guerre civile en Syrie depuis 2011. Pour parvenir à convaincre les donateurs, le budget 2018 vient d'être voté. Cette conférence se déroulera dans le contexte particulier de tensions géopolitiques avec l'Arabie et Israël.

En novembre dernier, la dette publique du Liban a excédé le seuil de 150% du PIB. Le gouvernement ambitionne d'attirer plus de 10 Mds

USD de fonds d'aide, soit presque 20% du PIB, un objectif très ambitieux.

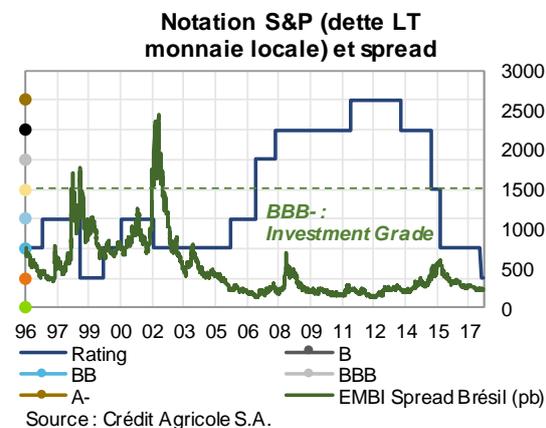
☑ Commentaire – *Les précédentes éditions de cette conférence (Paris I, II et III) avaient permis au Liban d'éviter le défaut souverain. Mais le pays était moins clivé qu'il ne l'est actuellement – la dernière conférence Paris III a eu lieu il y a plus de dix ans en 2007, peu de temps après l'assassinat du président Rafik Hariri. Les créanciers du Liban mettent beaucoup d'espoir dans ce soutien externe pour réduire la vulnérabilité financière du pays.*

Amérique latine

Brésil – Le prix comptant de l'absence de réforme des retraites ? La dégradation de la note par Fitch à BB-

L'agence de notation Fitch a dégradé d'un cran la note souveraine du Brésil à BB- (perspective stable). Cette « sanction » est explicitement motivée par la décision du gouvernement de ne pas entreprendre la réforme des retraites avant la fin de son mandat. Alors que le gouvernement s'était donné pour objectif de présenter un projet de loi au parlement avant la fin du mois de février, il a été « contraint » d'y renoncer tant la probabilité de son passage y était tenue (pour ne pas dire nulle). Or, la situation budgétaire est préoccupante et la marge de manœuvre étroite (voire inexistante) avec un déficit du secteur public de 7,8% du PIB en 2017, dont 4% au titre du régime des retraites, et une dette publique à 74% du PIB. La décision de Fitch a cependant eu peu d'impact sur les

marchés à part quelques tensions sur le taux de change.



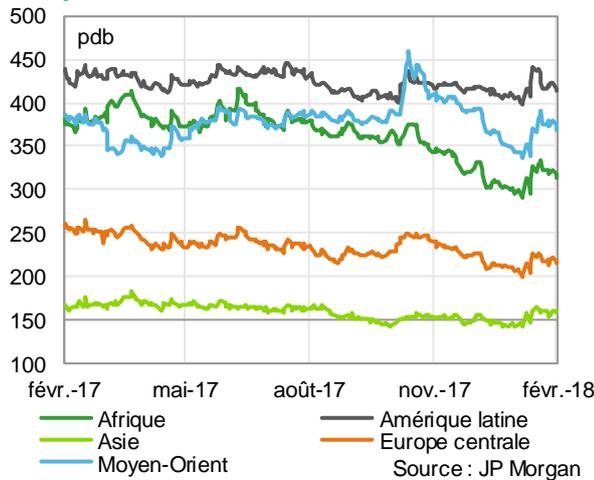
☑ Commentaire – La décision de Fitch suit celle que Standard & Poor's a prise en janvier 2018 (dégradation à BB-). Le rating chez Moody's avait été dégradé à Ba2 en février 2016. Après cette période de stabilité de deux ans, compte tenu de l'absence de progrès et de perspectives de progrès à brève échéance sur le front crucial des retraites, il est fort probable que Moody's revoit sa notation à la baisse. Ces dégradations ne reflètent pas une opinion négative sur la capacité du Brésil à assumer ses engagements externes ou des inquiétudes sur la conduite de pans essentiels de sa politique économique (flexibilité, crédibilité de sa politique monétaire et de change notamment). Ils découlent clairement de la nécessité de régler rapidement le problème des retraites, d'enrayer la hausse mécanique des déficits publics et de la dette brute qui limite l'action du gouvernement et le redéploiement des dépenses au profit, notamment, des investissements.

L'abandon de la réforme des retraites peut être lu comme un aveu d'échec ou comme une preuve de lucidité. Ce renoncement permettrait à l'actuel gouvernement de ne pas avoir à aborder les élections en ayant tenté (et certainement raté) le passage d'une réforme plus populaire, à court terme, aux yeux des agences de rating et des marchés que de son électorat. Différer cette réforme, douloureuse mais nécessaire, a néanmoins de lourdes conséquences. Deux estimations éloquentes : d'ici 2021, le déficit public pourrait croître jusqu'à 10% du PIB et la dette brute approcher 100% du PIB.

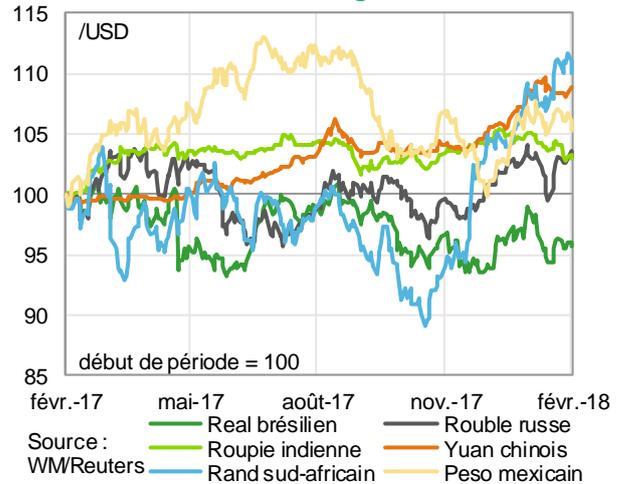
Or, à ce jour, cette réforme est différée sine die, car son avenir est entièrement conditionné par l'issue des élections d'octobre. Bien que les chances de candidature de Lula ne soient pas encore nulles (en dépit de sa condamnation réitérée à l'unanimité par la cour d'appel en janvier), son absence fait peser le risque d'une campagne présidentielle très fragmentée, dans laquelle les extrémités du spectre politique se renforcent. Les perspectives électorales sont toujours aussi floues. La construction d'une coalition susceptible de promouvoir la réforme des retraites (entre autres sujets) est très mince. Qu'il paraît désormais loin le temps de l'investissement grade.

Tendances à suivre

Spreads sur les émissions souveraines



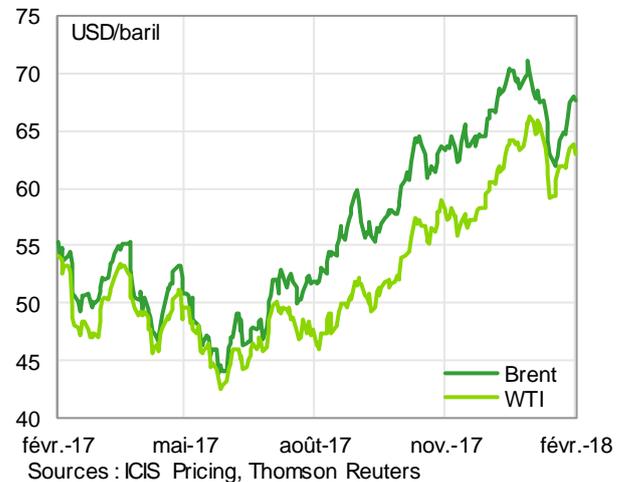
Devises émergentes



Coût du fret



Pétrole



Baltic dry index : indice de référence pour le prix du transport maritime en vrac de matières sèches.

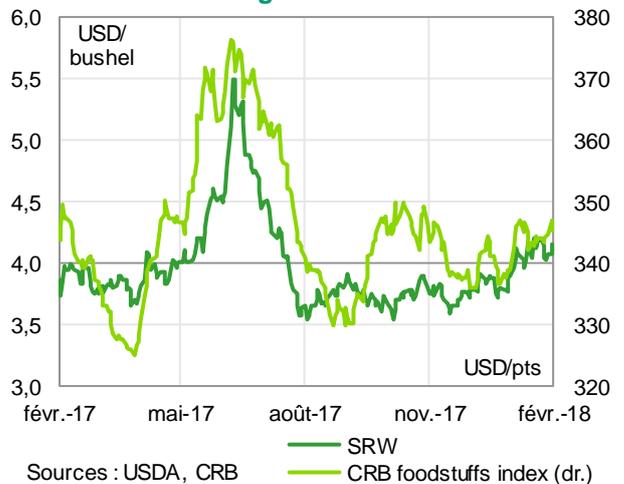
Brent : pétrole de mer du Nord, et qualité de référence pour fixer le cours du brut.

WTI - West Texas Intermediate : (autre) qualité de référence pour fixer le prix du pétrole brut.

Métaux



Agriculture



Minerai de fer : Brésil et Inde = 2^e et 3^e exportateurs mondiaux, et un indicateur pertinent pour suivre la demande (et la production) chinoise d'acier.

Cuivre : métal de référence.

SRW : *Soft Red Winter Wheat* de Kansas City, qualité de référence pour fixer le prix du blé.

CRB foodstuffs index : indice synthétique de l'évolution des cours de dix produits alimentaires calculé par le *Commodity Research Bureau*.

Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Etats-Unis	2,3	2,4	2,0	2,1	2,2	1,8	-2,5	-2,5	-2,6
Japon	1,8	1,6	1,6	0,5	0,7	1,1	4,1	4,0	4,0
Zone euro	2,4	2,3	1,8	1,5	1,4	1,2	3,1	3,1	3,3
Asie	6,2	5,9	5,9	2,4	2,5	2,5	1,6	1,0	0,8
Chine	6,8	6,6	6,4	1,5	2,0	1,7	0,8	0,2	0,0
Inde	7,1	6,5	7,3	4,5	3,5	4,5	-0,7	-1,5	-1,6
Corée du Sud	3,1	2,9	2,8	2,0	1,9	2,0	5,5	5,5	5,5
Indonésie	5,1	5,2	5,3	3,8	4,0	3,8	-1,5	-1,7	-1,8
Taiwan	2,5	2,0	2,0	0,6	1,2	1,5	13,0	12,0	12,0
Thaïlande	3,9	3,9	3,8	0,7	1,1	0,8	11,0	9,0	7,5
Malaisie	5,9	4,7	4,5	3,9	2,9	2,5	2,9	3,0	2,7
Singapour	3,3	2,5	2,2	0,6	1,0	1,0	19,1	18,2	18,8
Hong Kong	3,4	2,5	2,5	1,5	2,5	2,3	4,3	3,0	3,0
Philippines	6,6	6,5	6,5	3,3	3,6	3,2	-0,1	0,0	0,0
Vietnam	6,5	6,4	6,2	3,6	3,8	3,8	0,5	0,5	0,5
Amérique latine	1,5	2,6	2,8	6,5	4,9	4,4	-1,7	-2,2	-2,7
Brésil	0,8	2,8	3,0	3,3	3,8	4,0	-0,6	-1,6	-1,9
Mexique	2,0	1,9	2,1	5,7	3,3	3,2	-1,6	-1,8	-3,2
Argentine	2,9	3,6	3,7	23,0	14,0	10,0	-4,3	-4,5	-4,5
Colombie	1,6	2,7	2,3	3,3	3,2	3,2	-3,7	-3,3	-3,0
Europe émergente	3,5	2,8	2,5	5,6	5,0	4,8	-0,3	-0,3	-0,4
Russie	2,0	1,7	1,4	4,4	4,0	4,0	2,2	2,0	1,8
Turquie	6,3	4,4	4,0	11,2	9,5	9,0	-4,9	-4,7	-4,3
Pologne	4,5	3,8	3,3	2,0	1,7	2,0	-0,5	-0,5	-0,7
Rép. Tchèque	4,4	3,2	3,0	2,5	2,3	2,0	0,6	0,5	0,5
Roumanie	6,8	4,2	3,8	1,3	3,6	3,1	-2,7	-2,9	-3,1
Hongrie	3,8	3,7	3,2	2,3	2,7	3,0	5,5	4,2	3,5
Ukraine	1,8	3,0	3,3	12,9	9,9	7,0	-4,4	-3,8	-4,0
Afrique, Moyen-Orient	2,2	3,1	3,2	7,7	6,5	6,1	-1,1	-0,6	0,1
Arabie Saoudite	-0,5	1,5	2,5	-0,3	3,4	2,9	0,5	1,3	3,0
Emirats Arabes Unis	2,0	3,0	3,1	2,0	3,1	3,0	3,8	3,0	3,5
Afrique du Sud	0,8	1,2	1,3	5,4	5,3	5,5	-2,3	-3,0	-3,2
Egypte	4,0	4,1	4,3	28,6	14,4	12,0	-6,0	-4,1	-3,3
Algérie	2,5	2,3	2,1	6,5	6,0	6,6	-13,7	-12,0	-11,3
Qatar	1,5	2,0	2,2	0,7	3,0	2,8	1,0	1,5	2,8
Koweït	-1,2	2,7	3,0	2,2	3,3	3,5	2,7	3,5	4,9
Maroc	4,2	4,0	3,8	1,1	1,8	2,0	-3,6	-3,3	-3,1
Tunisie	2,2	2,8	3,1	5,1	4,8	4,3	-8,5	-7,3	-7,5
Total	3,6	3,6	3,5	3,0	2,8	2,7			
Pays industrialisés	2,2	2,2	1,9	1,7	1,8	1,6			
Pays émergents	4,7	4,7	4,7	4,0	3,7	3,5			

MAJ le 21/02/2018

Vous pouvez consulter nos [prévisions économiques et financières](#) sur notre site Internet.

Achévé de rédiger le 2 mars 2018

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
26/02/2018	<u>Europe – L'actualité de la semaine</u>	Europe
23/02/2018	<u>Pays émergents - L'actualité de la semaine</u>	Emergents
15/02/2018	<u>Enjeux politiques – Populismes : le piège se referme en République tchèque</u>	République tchèque
15/02/2018	<u>France – Travail temporaire : tendances à mi-février 2018</u>	France, sectoriel
14/02/2018	<u>France – Établissements de santé : tendances à mi-février 2018</u>	France, sectoriel
13/02/2018	<u>France – Transports routiers de marchandises : tendances à mi-février 2018</u>	France, sectoriel
12/02/2018	<u>Europe – L'actualité de la semaine</u>	Europe
02/02/2018	<u>France - Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2018-2019</u>	France, immobilier
23/01/2018	<u>Roumanie – Conjoncture : entre croissance et incertitudes</u>	Roumanie
19/01/2018	<u>Royaume-Uni - Scénario 2018-2019 : perspectives au T4-2017</u>	Royaume-Uni
19/01/2018	<u>Allemagne - Enjeux politiques</u>	Allemagne
18/01/2018	<u>Italie : Conjoncture : Un cercle vertueux à ne pas entraver</u>	Italie, éco et bancaire
15/01/2018	<u>France – Scénario 2018-2019 : perspectives au T4-2017</u>	France
15/01/2018	<u>Allemagne – Scénario 2017-2018 : perspectives au T4-2017</u>	Europe
20/12/2017	<u>Monde – Scénario macro-économique 2017-2018 : cruelle imagination</u>	monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB – Ada ZAN

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Asie : Sylvain LACLIAS

Afrique : Matthias LOISE

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE

Documentation : Elisabeth SERREAU – Delphine EUPHRASIE

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 : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : application [Études ECO](#) disponible sur App store

Android : application [Études ECO](#) disponible 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.