

Les Matinales du Club

Économies émergentes : le retour des crises ?

Compte-rendu

SEANCE PRESIDEE PAR **CHRISTOPHE DESTAIS**, Directeur-adjoint du CEPII

Intervenant

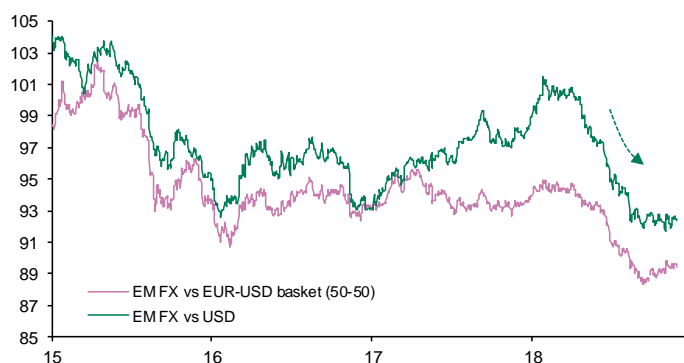
Sébastien Barbe, Global Head of EM Research and Strategy, Credit Agricole
CIB

SEBASTIEN BARBE

Cette conférence a pour but de nous interroger sur les perspectives pour les pays émergents. C'est une présentation qui s'adresse plutôt aux investisseurs et aux clients de la banque. Le point de départ de notre conférence est la dépréciation d'un certain nombre de devises émergentes durant le deuxième et le troisième trimestre de cette année. Il faut aussi noter l'importance de la crise turque et argentine.

Dépréciation des devises émergentes

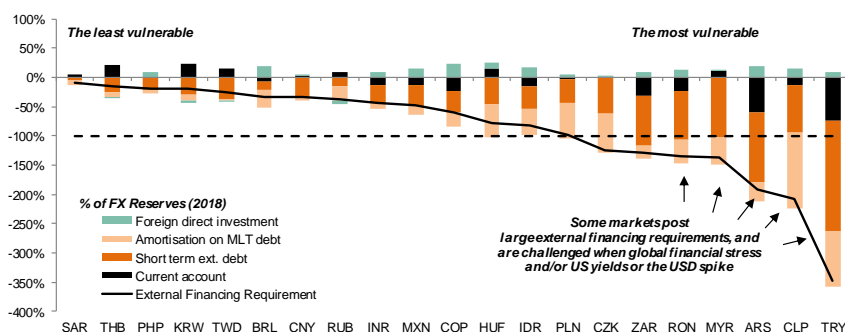
Sur ce graphique, la courbe verte représente l'indice que nous avons construit pour synthétiser le taux de change des pays émergents contre le dollar. La courbe rose représente le taux de change des pays émergents par rapport à un panier euro/dollar.



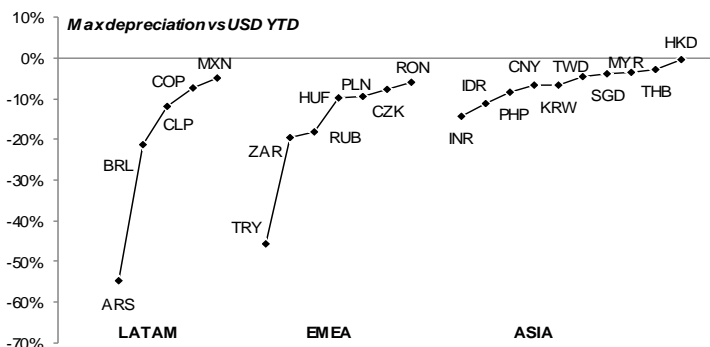
Cela permet de montrer que c'est un problème qui a touché la perception que les investisseurs ont des pays émergents et qui n'est pas due à l'appréciation du dollar. Il y a eu un décalage assez fort mais nous pensons que cela tend vers une stabilisation plutôt que vers une crise grave. En effet, nous prévoyons une stabilité ou une légère appréciation des devises par rapport au dollar pour la plupart des pays. Une exception est notable pour la Turquie et l'Afrique du Sud qui sont deux devises où il y a un risque de change très important. Nous avons des prévisions euro/dollar plutôt à la hausse pour 2019. Il est plus facile de s'apprécier face au dollar quand celui-ci se déprécie par rapport aux autres devises clés. Ce n'est pas vraiment une force des taux de change émergents qu'on attend mais plutôt une résistance à la condition que le dollar se déprécie.

Besoin en financement externe

Un premier élément de réponse pour appuyer le fait que nous ne soyons pas trop pessimistes sur les devises émergentes est que nous constatons que ce qu'il s'est passé au cours de 2018 est quelque chose d'assez discriminé plutôt qu'une vente massive et indiscriminée des marchés émergents, ce qui est plutôt rassurant.

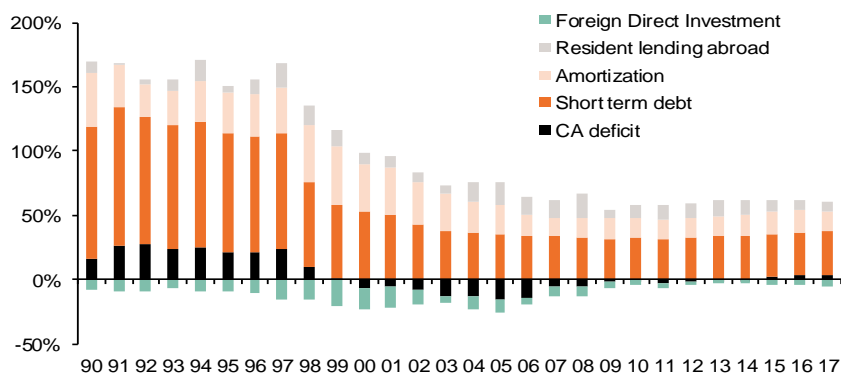


Le graphique ci-dessus montre la fragilité des pays. Cet indicateur est le besoin de financement externe des pays. Sur ce graphique, on voit à gauche les pays les plus résistants : l'Arabie Saoudite (montant de réserve important et pas tellement d'endettement extérieur), ensuite les devises asiatiques (ces pays ont beaucoup de réserves et la plupart sont passés à des excédents courants), puis les 4 BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) qui sont dans une situation assez confortable si on regarde uniquement ce critère-là. À droite du graphique, nous observons trois devises assez fragiles : la livre Turque, le peso argentin et le rand Sud-Africain. Si on regarde le prochain graphique, on constate que ces trois devises sont parmi les quatre qui ont souffert le plus de dépréciation.



Ce n'est donc pas quelque chose d'indiscriminée, ce n'est pas un panic "sell-off". Il y a un autre facteur qui a joué un rôle important dans la dépréciation de la monnaie, c'est l'incertitude politique présente dans ces pays. Par exemple, le Brésil se trouvait dans la partie gauche du graphique précédent, plutôt en situation relativement résistante mais ce sont les élections présidentielles qui ont joué sur la dépréciation de sa devise. Les indicateurs macroéconomiques de la Russie sont plutôt positifs mais la possibilité de sanctions a fait décaler la devise (RUB).

Nous pouvons constater que le besoin de financement externe en pourcentage des réserves de change sur longue période a légèrement augmenté ces dernières années. Ceci est lié avec les politiques monétaires qui ont été mises en place (Quantitative easing), il y a plus de liquidités qui circulent sur les marchés émergents, cela crée une vulnérabilité.



Mais si on se met dans une perspective beaucoup plus longue, on peut se demander si les grandes crises émergentes vont revenir. Si on compare avec la fin des années 90, le ratio s'est beaucoup amélioré. En Asie, beaucoup de pays sont passés d'un déficit courant à un excédent courant et les niveaux de réserve ont explosé (coussin de liquidité pour faire face aux tensions). En revanche, certains pays sont dans des conditions de précarité : Indonésie, Afrique du Sud, Turquie. L'endettement extérieur de ces pays n'est pas dans un état critique mais néanmoins il y a une potentialité qu'en cas de poussée de l'aversion pour le risque, les investisseurs vendent les avoirs

qu'ils ont en titres de dette gouvernementale, ce qui peut jouer sur le taux de change. En moyenne, cela s'est amélioré mais il y a encore des points de vulnérabilité.

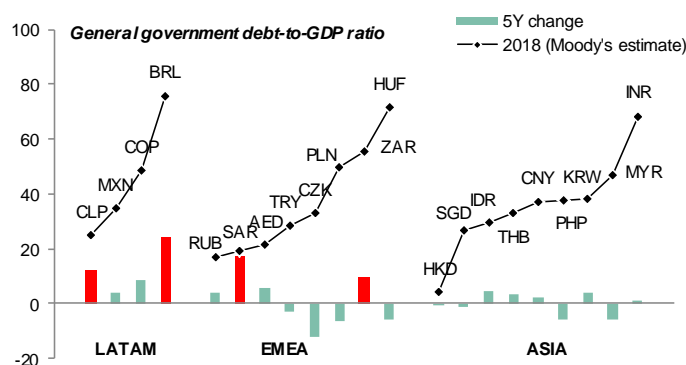
Niveau des devises



Le graphique de gauche indique que le taux de change effectif réel dans les pays émergents s'est apprécié de 24% depuis 2007. Si nous décomposons ce taux entre le yuan et les devises émergentes sans le yuan (graphique de droite), nous constatons que le yuan est responsable de l'essentiel de l'appréciation et que le reste (courbe pointillée) s'est apprécié de 1%. Nous ne pouvons donc pas nous servir de l'argument selon lequel les pays émergents seraient une classe d'actifs trop chers pour vendre en masse les devises émergentes.

Le risque souverain

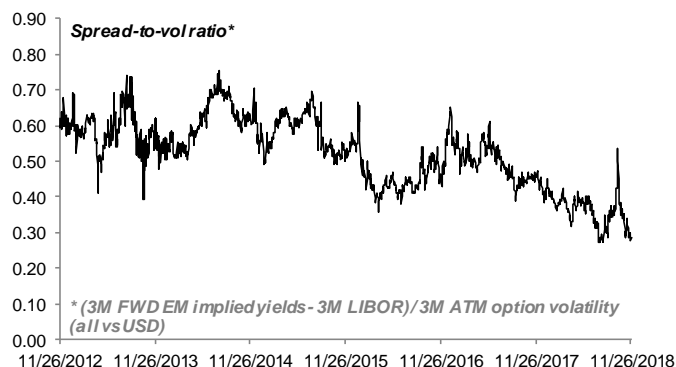
Le graphique suivant permet de déterminer depuis 5 ans la dégradation en matière de *Dette* gouvernementale *sur PIB* représentée par la courbe noire. Les barres représentent le changement dans ce ratio depuis 5 ans.



Nous remarquons que les niveaux de dettes ne sont pas très élevés et sont en dessous des pays développés. Cela s'est très légèrement détérioré en moyenne depuis 5 ans, ce qui permet de cibler les pays qui sont les plus fragiles, c'est-à-dire des pays ayant une dette publique élevée et un ratio d'endettement qui s'est détérioré. Deux pays sont concernés : le Brésil, avec une dette publique proche de 80% du PIB et un ratio qui s'est détérioré et l'Afrique du Sud, avec une dette publique élevée et une détérioration des finances publiques. De plus ceux-ci sont des pays qui ont une croissance potentielle assez faible. Nous n'avons pas de signe évident de détérioration importante dans les pays émergents même s'il y a des points de fragilité.

Attractivité des investisseurs

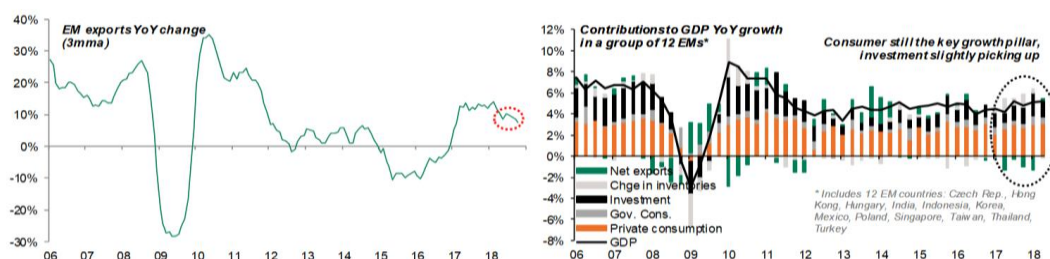
Nous nous demandons quelles raisons les investisseurs ont d'aller sur les marchés émergents, compte tenu de la rentabilité et du risque. En Turquie, il y a eu une crise de change cet été, pourtant depuis septembre, certains de nos clients sont rentrés sur le marché turque et ont obtenu une rentabilité de 8%. La livre Turque est 35% en dessous de sa moyenne de long terme et si on regarde un indicateur de rentabilité, c'est-à-dire le taux d'intérêt divisé par la volatilité : la Turquie est un marché très attractif malgré une situation macroéconomique très dangereuse. Seulement il est de moins en moins intéressant d'investir dans les pays émergents. Si on regarde l'écart entre le taux d'intérêt implicite et le LIBOR-3mois (actif sans risque) divisé par la volatilité : on voit qu'on est à un niveau historiquement bas sur cette période de 6 ans.



Il est donc moins motivant d'un point de vue de la rentabilité d'aller sur les marchés émergents dans un contexte où les taux américains ont beaucoup augmenté. Cela va brider les flux vers les pays émergents d'autant plus si la Fed continue à remonter ses taux.

Perspectives de croissance (21,37mn)

Nous constatons des améliorations concernant les perspectives de croissance dans les pays émergents qui viennent de l'accélération des exportations en dollar. Le graphique de gauche représente le changement en glissement annuel des exportations totales mesurées en dollar. Entre 2013 et 2016 : il y a vraiment une bonne image de la morosité sur le cycle manufacturé mondiale et les pays émergents en ont vraiment pâti. Puis fin 2016, cela s'améliore mais en 2018, il y a un ralentissement dans les pays émergents. Il est normal que les exportations ralentissent car la politique fiscale aux Etats-Unis soutient le niveau de l'activité et on prévoit un ralentissement de la croissance en Chine mais cela ne justifie pas des sorties massives de capitaux.

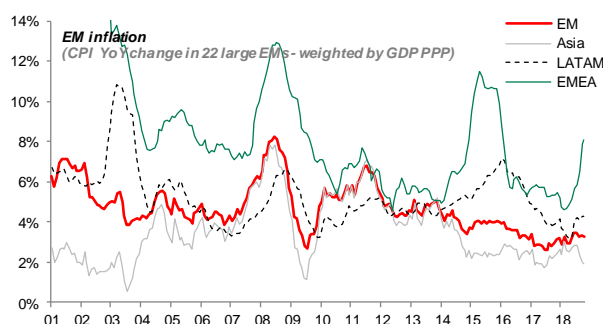


Le graphique de droite représente la décomposition de la croissance par la demande. Nous remarquons que la consommation privée est restée solide ces dernières années mais que le niveau de la contribution de l'investissement à la croissance est en dessous de la période avant la crise des subprimes. Nous notons une amélioration depuis trois trimestres qui est due à l'amélioration des

perspectives des exportations. Les entreprises dans les pays émergents ont été plus à l'aise pour investir dans les capacités de production mais c'est modeste.

Politique monétaire et inflation

Nous savons que la Fed va remonter ses taux et nous pensons que les pays émergents ne vont pas suivre car il y a beaucoup moins d'urgence pour eux à le faire. Pour la plupart des pays émergents (à part la Turquie et le Brésil) c'est moins de 50 points de base que nous prévoyons contre 125 pour les Etats-Unis. Il y a des marges de manœuvre pour que les pays émergents ne remontent pas leurs taux autant que la Fed et c'est lié à l'inflation. Sur le graphique suivant, la courbe rouge représente l'inflation pour tous les pays émergents puis les autres courbes séparent les pays en trois régions. La courbe verte décolle à cause de la Turquie.



Nous remarquons que le risque inflationniste dans les pays émergents n'est pas très important et si les prix du pétrole restent à leur niveau actuel, il n'y a pas une urgence de monter son taux juste pour l'inflation. En revanche s'il y a une pression sur le taux de change, certaines banques centrales peuvent monter les taux pour défendre leur monnaie.

Prévisions de croissance et risques à la baisse

Concernant nos prévisions de croissance, nous prévoyons une décélération : 4,2% en 2019 contre 4,4% cette année, ce qui peut paraître un peu optimiste. Néanmoins les risques autour de ce scénario sont des risques plutôt à la baisse comme le rythme à laquelle la Fed va monter ses taux (pas plus de 4) ou le risque que le dollar s'apprécie davantage ou reste fort. Nous avons des prévisions inverses mais si cela se passe, c'est une pression supplémentaire sur les pays émergents. De plus, le fait qu'on arrive en fin de cycle qui a été plus long que d'habitude sur la croissance américaine crée un risque d'ajustement de la politique fiscale en 2020 qui peut provoquer une décélération aux Etats-Unis. Du côté de l'Europe, il y a une politique incertaine notamment avec le Brexit ou l'Italie. Il est difficile d'établir un lien direct mais il y a une situation multifactorielle de risque qui peut avoir un impact négatif sur l'appétit pour le risque et donc sur l'investissement dans les pays émergents. Le dernier risque c'est la Chine que nous allons un peu plus détailler.

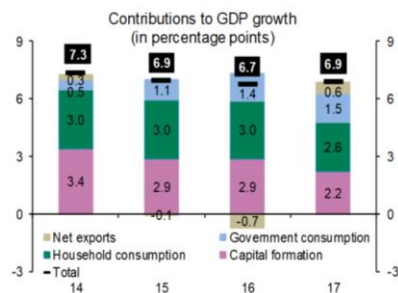
La Chine

Concernant la Chine, nous proposons un scénario de guerre commerciale que nous avons radicalisé depuis 3-4 mois. Nous faisons l'hypothèse que tous les échanges bilatéraux entre les Etats-Unis et la Chine seront soumis à des tarifs, c'est-à-dire qu'il n'y aura pas d'accord. Nous pensons aussi qu'il y a une volonté de l'administration américaine de vouloir freiner l'émergence de la Chine comme puissance géopolitique. Sur le graphique de gauche, nous constatons que l'investissement et les ventes au détail ralentissent mais l'investissement dans une plus grande mesure. Le défi est d'arriver à dégonfler le taux d'investissement sans que la consommation privée souffre de cela.

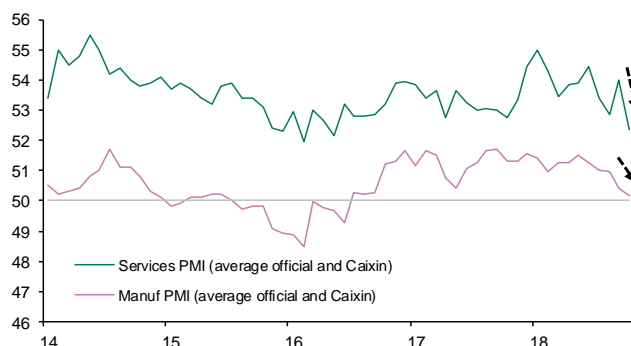
Less investment, resilient consumption



China GDP growth increased in 2017



La contribution à la croissance est représentée sur le graphique de droite (ci-dessus). La Chine arrive à garder un taux de croissance assez important parce qu'elle s'appuie sur les exportations, ce qui permet de ne pas avoir de décélération trop forte. De plus nous pensons que la Chine a besoin de rendre son économie plus soutenable et aussi de nettoyer son système financier. Il faut que sa dette privée en pourcentage du PIB se stabilise puis décroît. La Chine doit être moins généreuse en crédit domestique et a besoin de plus s'appuyer sur la demande extérieure de manière à basculer ses financements des banques vers les marchés financiers. Seulement la mise en place de ce mécanisme est repoussée par la pression mise par l'administration américaine. Nous constatons en observant le graphique des PMI chinois que les services et les industries manufacturières décélèrent.



L'investissement décélère aussi et les créations d'emplois se détériorent significativement. Il y a donc une décélération de la croissance en Chine mais les mesures de stimulus sont faibles. Il y a alors un risque de « soft patch » car plusieurs d'indicateurs commencent à baisser et les autorités chinoises ne veulent pas sur réagir pour ne pas augmenter le problème de dette. Nous pensons que la Chine va garder le contrôle sur la dépréciation de sa devise.

Pour conclure sur les pays émergents, la fragilité financière ne justifie pas nécessairement un « sell-off » massif des marchés émergents. On est plus robuste qu'il y a 15 ans avec des spots de fragilité importants. En revanche, les marchés émergents sont moins attractifs qu'avant et une décélération sous contrôle avec des risques importants est à prévoir. Il y a un risque en début d'année provenant du "soft patch" en Chine et en dernière partie de l'année avec la fin du cycle américain qui peut être brutal. Pour l'année, même s'il y a une stabilité des devises émergentes face au dollar, il y a une possibilité d'avoir de la volatilité en début et en fin d'année.

Deux points chauds : la Turquie et le Brésil

- La Turquie possède un ratio financier fragile mais les investisseurs sont assez chauds

concernant ce marché, c'est pour cela que la devise est relativement stable. Il y a deux améliorations notables : un déficit courant qui s'est transformé en excédent et la Banque centrale qui a relevé ses taux. Mais cela ne risque pas de durer pour plusieurs raisons. Premièrement, la devise s'est beaucoup appréciée, nous sommes revenus au niveau de mars c'est-à-dire que tout le bénéfice de la dévaluation de l'été est perdu. Deuxièmement, il y a un effondrement de la confiance (des entreprises ainsi que des ménages) qui se traduit par une contraction de la demande domestique. Erdogan est un leader populiste, qui a choisi de ne pas faire appel au FMI et de tenir en laisse la Banque Centrale, il ne pourra donc plus longtemps continuer de mettre la pression sur la population sachant que des élections locales arrivent et qu'il veut rester populaire. Pour finir, les facteurs qui ont mené à la crise de change cet été n'ont pas disparu, il peut donc y avoir une nouvelle crise de change ou une forte dépréciation cette année. C'est le pays sur lequel nous sommes le moins confiant en terme de devise.

- Un problème de réforme de fond est présent au Brésil sachant que le taux d'investissement est beaucoup plus faible que dans les autres pays émergents. Il y a notamment des problèmes d'infrastructures, d'hôpitaux, d'écoles, de retraites et augmenter la croissance potentielle du Brésil veut dire dégager des marges de manœuvre pour l'investissement. Le problème c'est que ce n'est pas le gouvernement qui va payer pour cela (dette publique sur PIB proche de 80%). Sachant que Bolsonaro est un leader populiste, qui s'est fait élire sur un programme qui visait à réduire la criminalité, il est très difficile pour lui de mettre en place des réformes coûteuses pour la population. Cependant le marché semble plutôt optimiste là-dessus car l'influence des conseillers libéraux qui veulent privatiser pourrait créer des ressources pour financer des investissements. Le président devrait tout de même essayer de satisfaire les marchés et ainsi d'empêcher une forte dépréciation de la devise.

Questions & Réponses

- 1- ***Est-ce que vous pouvez élaborer un peu mieux quel est le niveau actuel du prix du pétrole et quel est son impact sur l'ensemble des économies émergentes ?***

Réponse : Le prix du pétrole a chuté. Si cela continue, au niveau américain, il y aurait moins d'incitation à investir et à augmenter la production donc il y a un aspect stabilisateur ici. Les pays de l'OPEC devraient s'entendre pour ramener un prix un peu plus élevé. Notre prévision de prix est au niveau de 70\$ et est compatible avec les enjeux pour Poutine ainsi que pour l'Arabie Saoudite. L'impact sur les pays émergents est le suivant : les devises émergentes sont corrélées aux prix du pétrole jusqu'à récemment, il faut donc plutôt regarder les mouvements brusques qui peuvent être destructifs pour les pays émergents. Si on reste à un niveau de 70\$, il n'y a pas tellement de facteurs inflationnistes, ce qui est positif. En revanche si les cours du pétrole s'effondraient, les actifs risqués pourraient en pâtir et au contraire une augmentation des cours poserait un problème pour la croissance.

- Est ce que la Turquie n'a pas adopté les réformes du FMI sans y recourir avec les mesures qui ont été prises cet été ?

Réponse : En un sens oui, il y a une forte contraction du crédit en terme réel ainsi qu'une contraction de l'activité et en conséquence les déficits sont réduits. Ce n'est pas forcément une situation soutenable car la Turquie va avoir des difficultés à trouver un financement alternatif au FMI.

- 2- Suyan Zhou : ***Je voudrais poser une question concernant les marchés financiers chinois sous la pression américaine, pourriez-vous voir la possibilité d'ouvrir le***

Marché financier de la Chine ? Quels en sont les risques ?

Réponse : Les chinois veulent ouvrir leur marché depuis longtemps, sans avoir besoin de la pression des américains. Ils ont commencé à mettre en place des canaux pour attirer de l'épargne étrangère et des ressources dans le marché obligataire. De plus la Chine essaye de s'acheminer vers un modèle où leur monnaie sera une monnaie de réserve et pour cela il faut ouvrir son marché financier. Le problème est qu'il est difficile à la fois de s'ouvrir à l'épargne étrangère et de garder un système bancaire stimulé par la demande du gouvernement. Le danger est de se retrouver avec un marché financier ouvert mais qui n'a pas été nettoyé mais les chinois sont conscients de ce risque. C'est pourquoi il est plus probable que les chinois ouvrent moins vite leur marché à cause de la pression américaine car ils sont vraiment averses au facteur d'instabilité.

4- Sébastien Jean : ***Vous prévoyez à la fois que le resserrement des taux américains va être rapide et que le dollar va s'affaiblir. Est-ce que l'an prochain, il n'y a pas un risque que le différentiel de taux domine et tire le dollar vers la hausse ? D'autant qu'on a vu que l'attractivité des marchés émergents en termes de relation entre différentiel de taux et volatilité n'est pas forcément à son sommet. De plus la politique protectionniste de Trump si elle s'étend aura plutôt tendance à tirer le dollar à la hausse.***

Réponse : Je suis assez d'accord, le dollar va se déprécier moins que ce que l'on pense.

La deuxième question concerne le besoin de financement externe : selon ton équipe l'examen des structures d'endettement extérieur des pays, qui varient à la fois dans la composition entre devise et en termes de durée, pointe-t-il des fragilités particulières ?

Réponse : Ce sont des questions assez complexes qui nécessitent des développements. Le secteur privé s'est pas mal endetté dans certains pays et présente un risque spécifique.

- Un dernier point : dans les facteurs de risque, ce qui est frappant c'est qu'il y a une accumulation des risques négatifs. Nous sommes dans une économie mondiale de plus en plus interdépendante, il y a potentiellement cette combinaison de risque qui peut aboutir à un schéma assez pessimiste qui lui-même peut être un facteur de ralentissement. Un autre risque qui n'est pas mentionné : L'éclatement de la bulle boursière aux Etats-Unis, historiquement élevée. L'optimisme sur les perspectives jouent un rôle sur l'évolution, y a-t-il des raisons d'avoir un risque à la hausse ?

Réponse : Sur la bulle boursière aux Etats-Unis : on s'attendait à ce qu'il y ait un décalage de l'indice boursier sur les marchés émergents mais il n'y a pas eu d'impact en terme de sortie de capitaux nettes et de décalage sur les devises. Nous restons tout de même très vigilants là-dessus. Les prix dans les pays développés restent très élevés et si on a une combinaison de décélération du cycle, peut-être de risque structurel sur le système financier américain ça peut entraîner une baisse des bourses émergentes.

5- Michel Aglietta : ***Parmi les risques que vous avez identifiés, j'ai été surpris que vous ne parliez pas des chocs financiers aux Etats-Unis, Yellen est intervenu plusieurs fois sur les « leveraged loan » qui sont un cocktail à peu près « subprime » du côté entreprise. Si vous lisez le GFSR d'octobre cette année c'est vraiment inquiétant ce qu'ils disent. Pourquoi vous ne le mettez pas dans l'ensemble de la situation de risque possible à un ralentissement fort de l'économie mondiale ?***

Réponse : Ce n'est pas un des risques que nous avons déterminé comme important.

- Concernant la Chine : Avez-vous regardé à quel point le développement de l'innovation depuis 2015 est assez extraordinaire, en terme de développement des start up, de l'intelligence artificielle, des robots et l'effort publique dans la R&D pour la formation d'expert de très haut niveau. Ainsi la Chine a la possibilité de faire avancer l'objectif « Made in CHINA 2025 » sans l'aide américaine. D'autre part, le marché mondial de la consommation jusqu'en 2050 est le marché chinois. Le ralentissement chinois est prévu, mais n'oubliez pas que ce qu'ils veulent avoir c'est au moins 6% de croissance jusqu'en 2020 pour respecter l'objectif de doublement du revenu réel par tête sur 2011-2020 mais après il n'y aura plus d'objectif de croissance quantitative. Pour parler de la Chine des années 2020, il ne faut pas prendre les modèles antérieurs, il faut penser l'objectif dit de « nouvelle ère ».

Réponse : Je suis d'accord avec tout ce que vous avez dit. La Chine s'est autonomisée mais elle est devenu une économie plus intensive en crédit (purement interne), le ratio dépôt/crédit a baissé alors que celui du crédit/PIB a augmenté. Des difficultés financières sont à attendre même s'il y a tout un pan de l'économie qui est modernisé car toute une partie reste dépendante des financements des banques qui sont dictés par les gouvernements. C'est une économie duale qui a un profil de risque inquiétant.

Christophe Destais : ***Est-ce que le gouvernement chinois n'a pas les moyens fiscaux pour faire une reconnaissance de tous ces financements douteux et en finir ?***

Réponse : La dette publique n'est pas très élevée (40% du PIB) mais le gouvernement détient beaucoup d'actifs. S'ils voulaient privatiser il pourrait le faire car ils ont beaucoup d'actifs à vendre. Les ratios montrent une marge de manœuvre mais le processus de capitalisation de la dette peut engendrer beaucoup de volatilité.