



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire  
20 août 2018**

### **Turquie : 3 questions-clé pour les investisseurs**

Nous avons déjà abondamment traité la crise turque la semaine dernière<sup>1</sup>. Nous essayons ici de répondre à 3 questions-clé.

1/En quoi la zone euro est-elle particulièrement concernée par la crise turque ?

2/Comment résoudre la crise turque ?

3/Que faire en termes de stratégie d'investissement ?

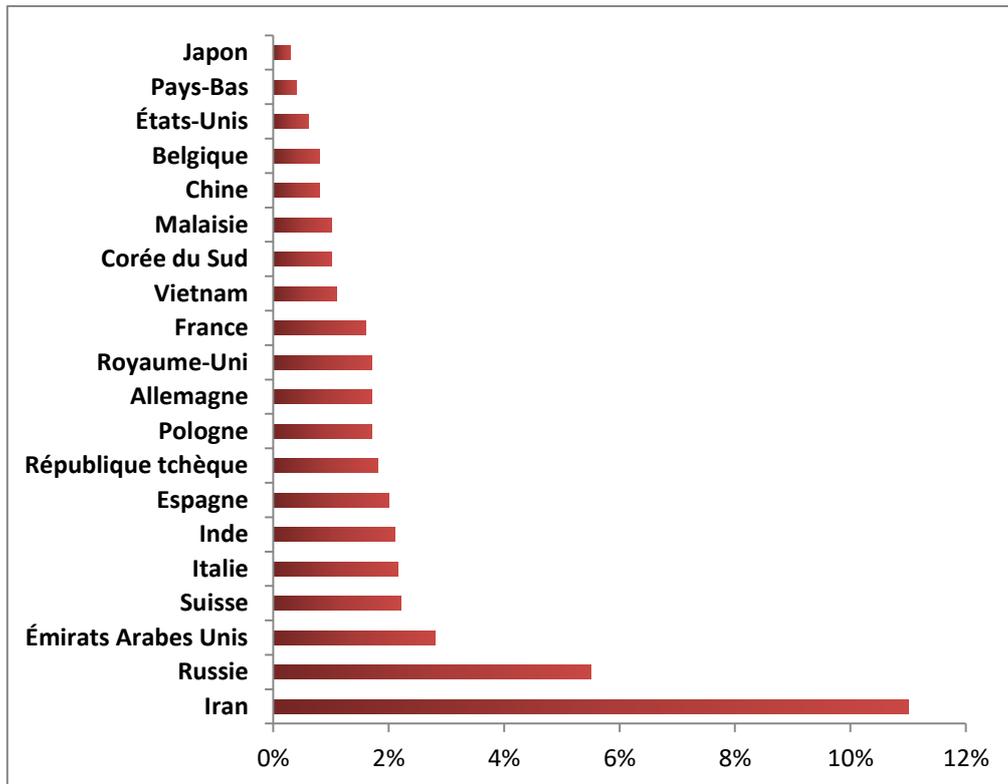
#### **1/En quoi la zone euro est-elle particulièrement concernée par la crise turque ?**

Revenons d'abord sur les expositions économiques. Elles ne sont réellement significatives que pour des pays comme l'Iran, la Bulgarie, l'Azerbaïdjan et, dans une moindre mesure, la Russie. Pour la plupart des grands pays développés et émergents, la Turquie représente moins de 2% du total de leurs exportations (voir graph ci-après).

---

<sup>1</sup> Voir notre éditorial du 13 août : « Crise turquie ; quels risques ? »

**Exportations vers la Turquie  
(en proportion du total des exportations de chaque pays)**



Source: Bloomberg, Les Cahiers Verts

En % du PIB, les exportations de la zone euro vers la Turquie représentent 0,6% du PIB (0,7% pour l'Allemagne, 0,6% pour l'Espagne, 0,5% pour l'Italie et 0,3% pour la France). Pour les Etats-Unis, le Japon ou la Chine, le poids est quasi-nul (0,1/0,2%). En termes de stocks d'investissements directs (160 mds de dollars à fin 2017), le poids de la zone euro est prédominant avec 75% du total. Mais ici encore, le poids en % du PIB des pays européens est insignifiant.

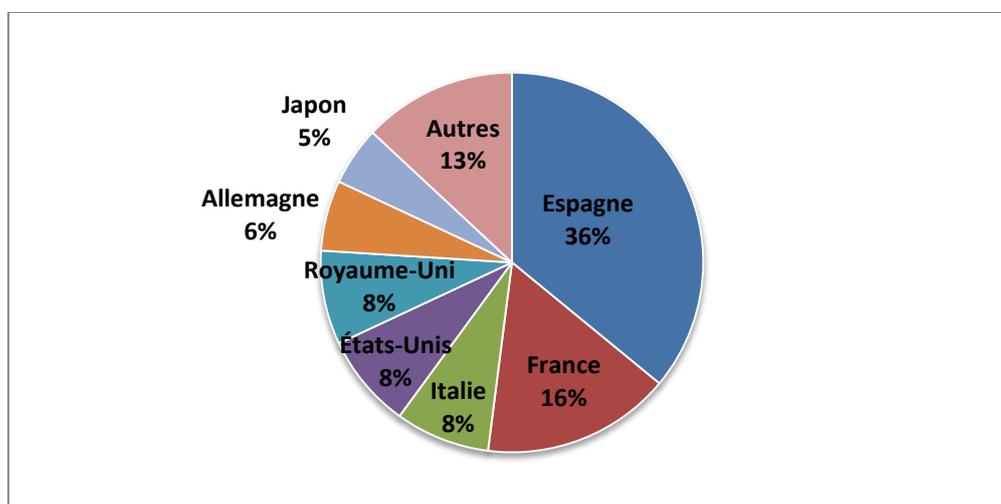
Quid des expositions financières ? Les actifs financiers turcs (à 75% des instruments de dette) détenus par les non-résidents sont relativement négligeables à l'échelle mondiale. L'exposition totale directe des banques étrangères<sup>2</sup> en Turquie est de 220 mds de dollars environ<sup>3</sup> au T1 2018 (dont 70% en devises étrangères)<sup>4</sup>. La zone euro à elle seule représente près des trois quarts des expositions bancaires. Les 2 principaux systèmes bancaires engagés en Turquie sont l'Espagne (36% du total) et la France (16% du total). Suivent l'Italie, les USA et le Royaume Uni (8% du total chacun) ; voir graph ci-dessous.

<sup>2</sup> Il faudrait ajouter près de 80 mds de dollars d'expositions indirectes (produits dérivés dont les couvertures de défaut (CDS), engagements, garanties,...) dont 60% proviennent des banques de la zone euro.

<sup>3</sup> 265 mds si l'on tient compte des actifs des banques des filiales étrangères.

<sup>4</sup> 60% de cette exposition concerne les entreprises non financières. Le reste est composé des banques (23%) et du secteur officiel (17%).

**Répartition des expositions des banques étrangères sur la Turquie  
(en % des expositions totales des banques étrangères au T1 2018)**



Source: BRI, Les Cahiers Verts

Il faut noter qu'en % du PIB, ces expositions sont faibles, à l'exception de l'Espagne (5,5%) et, dans une moindre mesure, de la France (1,2%) et de l'Italie (0,9%). L'exposition apparaît plutôt marginale partout ailleurs en zone euro (moins de 1% du PIB).

Au total, il est vrai que la zone euro est objectivement (sur un plan macroéconomique ou macro financier) plus « concernée » par la crise turque. À cela s'ajoute un risque politique potentiel (présence de plus de 3 millions de migrants sur le sol turc) qui toucherait plus l'Europe, en cas de forte détérioration.

Pour le reste, les expositions européennes apparaissent « gérables », mais il faut être conscient qu'une aggravation de la situation turque pèserait sur l'appétit spécifique pour le risque européen, en tenant aussi compte du poids élevé des bancaires dans les indices européens ainsi que la contagion aux autres pays émergents (auxquels la zone euro est plus exposée que les USA).

## **2/Comment résoudre la crise turque ?**

Comme nous l'avons signalé la semaine dernière, les problèmes macro financiers les plus cruciaux de la Turquie sont son déficit courant et le poids de la dette externe libellée en devises étrangères. Ce déficit courant reflète avant tout un déséquilibre épargne/investissement du secteur privé, tout particulièrement des entreprises non financières<sup>5</sup>. Celui-ci explique aussi une hausse très forte de la dette des entreprises au cours des dernières années. Celle-ci représente aujourd'hui plus de 520 mds de dollars (presque 60% du PIB). Près de 300 mds de cette dette corporative (34% du PIB) est libellée en devises étrangères. Cet accroissement du levier des entreprises (notamment en devises) s'est accompagné d'une montée de la dette externe des banques locales (plus de 200 mds, 23% du PIB).

<sup>5</sup> La dette publique est restée relativement modérée (28% du PIB).

La Turquie présente à plus d'un égard la vulnérabilité financière la plus forte de tous les grands pays émergents relativement fragiles et sensibles au resserrement monétaire américain. Prenons 4 indicateurs-clé (déficit courant/PIB, dette externe/PIB, dette externe de court terme/PIB, dette entreprises non financières/PIB) et examinons la situation de la Turquie par rapport à la moyenne équipondérée de 7 autres pays (Argentine, Brésil, Inde, Mexique, Colombie, Afrique du Sud et Indonésie). Le résultat est très clair ; la situation de la Turquie est partout plus dégradée, même vis-à-vis de l'Argentine.

**Indicateurs de vulnérabilité financière de la Turquie vs. Autres grands pays émergents « fragiles »  
(données les plus récentes)**

	Déficit courant/PIB	dette externe/PIB	dette externe de court terme/PIB	dette entreprises non financières/PIB
Turquie	<b>-7%</b>	<b>52%</b>	<b>14%%</b>	<b>59%</b>
Moyenne 7 autres pays émergents « fragiles »	<b>-2,6%</b>	<b>31%</b>	<b>5,5%</b>	<b>32,6%</b>

Source : BRI, Banque mondiale, Les Cahiers Verts

Le besoin de financement externe à 1 an (financement du déficit de la balance courante et refinancement de la dette externe des entités turques) est de l'ordre de 230 mds de dollars (dont 110 mds pour les banques et près de 70 mds pour les entreprises non financières). Dit autrement, l'économie a besoin de ces fonds extérieurs pour être maintenue à flot, toutes choses égales par ailleurs. Le cercle vicieux dans lequel est entrée l'économie turque est le suivant : la fuite des capitaux (qui entraîne une chute de la devise), l'inflation (qui est due en partie à la surchauffe antérieure et à la baisse de la livre), le resserrement des conditions financières (hausse des taux directeurs nécessaire pour stabiliser la devise, hausse des taux de marché et hausse du service de la dette en devises pour les entreprises et les banques) et les incertitudes politiques vont conduire le pays en récession, ce qui va entraîner des défauts, aggraver le bilan des banques, d'où une contraction du crédit local et une aggravation des difficultés de refinancement externe pour les banques et entreprises turques, donc une amplification des pressions récessives, une nouvelle pression à baisse de la livre, etc...

À cela s'ajoute un déficit de crédibilité criante des autorités ; gesticulations médiatiques nuisibles d'Erdogan, nomination de son gendre (peu expérimenté) comme ministre des finances, pressions sur la banque centrale qui a perdu de fait son autonomie,...

Les mesures prises par les autorités turques la semaine dernière (allègement des réserves obligatoires pour les banques, allègement des règles en termes de maturité et de collatéraux pour le refinancement des banques auprès de la banque centrale, limitation des opérations de swaps de change,...) sont purement techniques et de courte portée. Par ailleurs, l'outil des réserves de change (moins de 100 mds de dollars, un niveau faible eu égard de la dette externe de court terme) est largement insuffisant. Les sources de financement externe type FMI, Qatar, voire Russie, seront également insuffisantes. Elles ne peuvent en aucun cas prétendre répondre aux multiples déséquilibres de la Turquie.

Au point où nous en sommes, il faut, pour stabiliser la situation, un ensemble de mesures cohérentes, bref un paquet crédible qui comprenne à notre avis des hausses substantielles du taux directeur (pour stabiliser la livre), un plan de soutien au secteur bancaire (recapitalisation,...), un engagement anti-inflationniste de moyen terme, un engagement de consolidation du déficit budgétaire structurel de moyen terme (non incompatible avec des mesures de soutien ciblé en faveur de secteurs affectés par la crise). Les mesures d'assistance externe (FMI) ou le rétablissement provisoire des contrôles de capitaux ne sont au mieux que complémentaires. Il va sans dire que, parallèlement, des signaux d'apaisement diplomatique avec les USA seraient les bienvenus.

Mais il faut être conscient qu'au-delà du contenu, le timing est crucial. Il faut agir très vite. Les vecteurs de pro-cyclicité sont en effet toujours là: agences de rating (S&P et Moody's viennent d'ailleurs de se manifester récemment), CDS, flux de capitaux, anticipations inflationnistes,... qui aggravent la situation initiale avant que tout retournement crédible de politique économique se mette en place. L'entrée en récession nous semble de toute façon quasi-irréversible (pour réduire le déficit courant et l'inflation) à ce stade et il vaut mieux essayer aujourd'hui d'en limiter l'ampleur et la portée.

### **3/Quelles conclusions opérationnelles en termes de stratégie d'investissement ?**

Notre point de vue central est que la situation peut encore se détériorer dans le très court terme en fonction des réactions politiques turques. Mais nous pensons qu'il n'y a pas d'alternative réelle aux mesures d'ajustement que nous avons brièvement évoquées plus haut. Ce n'est qu'à cette condition que la confiance pourra revenir.

Au niveau mondial, la Turquie n'est pas en soi un acteur systémique comme nous l'avons souligné la semaine dernière. Ce n'est que le cumul d'une détérioration de la situation turque et d'une aggravation des tensions commerciales sino-américaines (notamment en septembre) ainsi que des tensions italiennes à la rentrée qui pourraient déboucher sur une franche correction des actifs risqués (actions et high yield) dans les semaines à venir.

Le risque européen est supérieur au risque américain et japonais du fait de l'exposition européenne à la Turquie (et aussi aux émergents). D'autre part, le risque turc pourrait s'ajouter à la rentrée au risque italien (présentation du document pluriannuel et financier le 27 septembre prochain) et au Brexit. En cas de détérioration en Turquie, il faudra s'attendre à un nouvel accès de faiblesse de l'euro-dollar et une nouvelle sous performance des marchés d'actifs risqués européens.

Pour le risque émergent, le poids du marché turc est assez marginal. Par exemple, la Turquie ne pèse que 1% du MSCI emerging markets. Le potentiel de contagion est pour nous limité eu égard aux grandes crises émergentes du passé comme celles de 1997-98, même s'il n'est pas négligeable, comme nous l'avons déjà dit. Comme souvent, le stress sur les devises émergentes concerne celles des pays qui présentent des degrés de vulnérabilité financière (en particulier la dette externe libellée en devises), même s'ils n'atteignent pas les niveaux turcs (Afrique du Sud, Brésil, Indonésie, Inde,...). Mais encore une fois, la situation, notamment en termes de déficit courant s'est significativement améliorée depuis les dernières phases de stress émergent en 2013-15. Et la position de la moyenne des pays émergents est nettement meilleure qu'en 1997-98.

Il nous semble que le niveau du dollar (qui dépend pour l'essentiel de la dynamique relative de la croissance américaine, de l'attitude de la Fed et de l'aversion au risque) et l'efficacité du plan de relance chinois (voir nos précédentes publications) sont plus importants pour l'ensemble des

marchés émergents que les mesures turques. Historiquement, les périodes de sur performances des marchés émergents sont très rares lorsque le dollar monte. Aujourd'hui le discount sur MSCI EM apparaît substantiel (plus de 10%) et l'euro-dollar donne récemment quelques signes de stabilisation. Il nous semble que le gros de la hausse du dollar est derrière nous (valorisation, taux courts futurs, positionnement des investisseurs,...). Il est sans doute opportun de revenir prudemment sur ce compartiment, en particulier sur MSCI China (configuration très éloignée du risque turc, attractivité absolue et relative en termes de valorisation, perspectives du plan de soutien,...) tout en étant conscient du risque de tensions commerciales initiées par Trump.

S'agissant des marchés turcs eux-mêmes, il nous semble que tout retour est prématuré sans la mise en place d'un plan crédible que nous évoquions plus haut. La devise est très sensiblement sous-évaluée dans une optique de moyen terme, mais l'expérience des crises émergentes du passé montre que les indicateurs de valorisation de moyen et long terme ne constituent pas une force de rappel de court terme. Même remarque pour le marché de la dette locale ainsi que pour le marché actions. MSCI Turkey présente évidemment la pire performance des marchés depuis le début de l'année (-52% en dollars). Le discount (P/e fwd un an) du marché turc est significatif ; 32% par rapport à sa moyenne historique, 28 % par rapport à la moyenne des émergents. Mais l'impact dépressif sur les BPA futurs et la hausse des taux doivent aussi être intégrés.

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).**

**Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**