



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Éditorial du 13 août 2018

Crise turque: quels risques ?

La Turquie, bien que membre du G20, n'est assurément pas un acteur économique systémique à l'échelle mondiale. En dollars courants, la Turquie est la 17ème puissance mondiale (1,1 % du PIB mondial en dollars), avec un PIB à peine supérieur à celui des Pays-Bas et équivalent à 43% du PIB italien.

La Turquie est en revanche un acteur géostratégique plus important. Pays frontalier avec l'Irak, l'Iran et la Syrie, c'est un acteur-clé au sein du Proche et Moyen Orient. Ajoutons que c'est une puissance militaire non négligeable (15ème rang mondial au sein des dépenses militaires, soit 1% des dépenses mondiales totales). Mais ces considérations jouent peu dans le court terme. En revanche, la greffe d'une crise géopolitique avec la guerre commerciale (annonce par Trump d'un doublement des tarifs sur l'acier et l'aluminium importé de Turquie) suite à l'emprisonnement en Turquie d'un pasteur américain, est défavorable pour l'appétit général pour le risque dans le contexte actuel (concomitance avec les sanctions contre la Russie et maintien des tensions avec la Chine et l'Iran). Les déclarations enflammées et « complotistes » d'Erdogan qui ont suivi ne sont pas de nature à arranger la situation.

Pour l'Europe (zone euro), l'importance de la Turquie est plus visible. Au plan commercial, les exportations de biens à destination de la Turquie ne représentent, certes, que 0,6% du PIB de la zone. Mais les expositions bancaires semblent plus significatives. La presse anglo-saxonne (le FT) a révélé vendredi dernier les inquiétudes de la BCE sur l'exposition de certains établissements européens (BBVA, BNPP et UniCredit). En particulier, la BCE s'inquièterait du risque que certains emprunteurs turcs ne soient pas couverts contre la baisse de la devise nationale et puissent faire défaut sur des emprunts en devises (qui représentent jusqu'à 40 % des actifs du secteur bancaire turc). L'exposition totale des banques étrangères en Turquie est de 265 mds de dollars (dont 70% en devises étrangères), soit 29% du PIB turc. Les 2 principaux systèmes bancaires engagés en Turquie sont l'Espagne (37,6% du total) et la France (17,5% du total). Cela n'en fait pas un risque systémique pour autant, loin de là.

Les dommages collatéraux potentiels sont ici aussi plus lointains et plus stratégiques pour l'Europe. Outre le rapprochement avec la Russie, il ne faut pas oublier que la Turquie accueille plus de 3 millions de réfugiés syriens. Une grave détérioration de la situation économique turque pourrait de fait remettre en cause l'accord avec l'UE. L'Europe a en fait tout intérêt à une Turquie stable.

Quid de la crise turque sur le monde émergent d'une façon générale ?

1

Socofi 9 rue d'Artois 75008 Paris – 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles Tél : 00 33 1 53 42 65 33

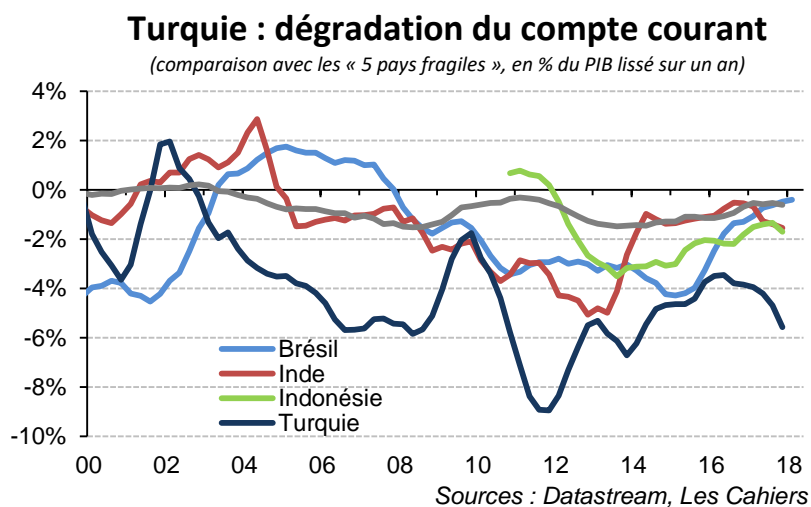
E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com

Société anonyme au capital de 40 000 Euros RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR 643427077

Nous avons déjà mentionné maintes fois les vecteurs principaux de vulnérabilité des pays émergents en période de resserrement des conditions financières américaines (hausse du dollar et des taux en dollars); déficit de la balance courante, dépendance aux flux de capitaux de court terme, dette élevée en dollars, inflation rigide à la baisse (qui pousse la banque centrale nationale à relever les taux lorsque la devise baisse), manque de crédibilité politique interne à lutter contre les déséquilibres,...

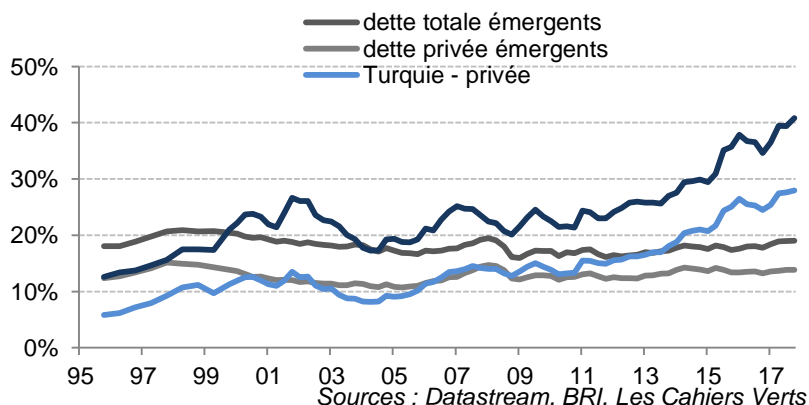
Toutes ces caractéristiques sont très largement présentes en Turquie.

a) Un déficit courant à 7,2% de PIB. Parmi les 5 pays émergents les plus « fragiles » lors du stress de 2013-15, seule la Turquie ne s'est pas véritablement améliorée (voir graph ci-dessous).



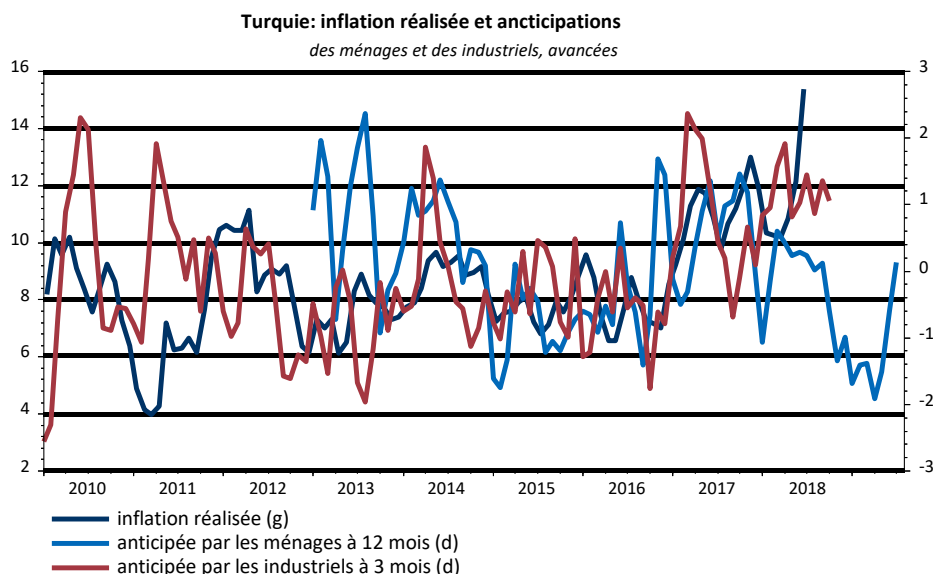
b) Une dette externe qui a fortement progressé pour dépasser les 50% du PIB, un niveau 2 fois supérieur à celui de la moyenne émergente ; en devises, il a dépassé les 40% contre une moyenne émergente à 20% (voir graph ci-dessous) et le ratio dette externe de court terme sur réserves est passé de 6,5% en 2015 à 9% aujourd'hui. Les besoins de financement extérieur (financement du déficit courant et refinancement de la dette extérieure) sont d'un peu plus de 220 mds de dollars¹.

Emergents : estimation de l'endettement extérieur en monnaie étrangère (en % du PIB)



¹ Selon la banque centrale, les engagements en devises étrangères des entreprises non financières turques dépassent leurs actifs (en devises étrangères) de 200 mds de dollars.

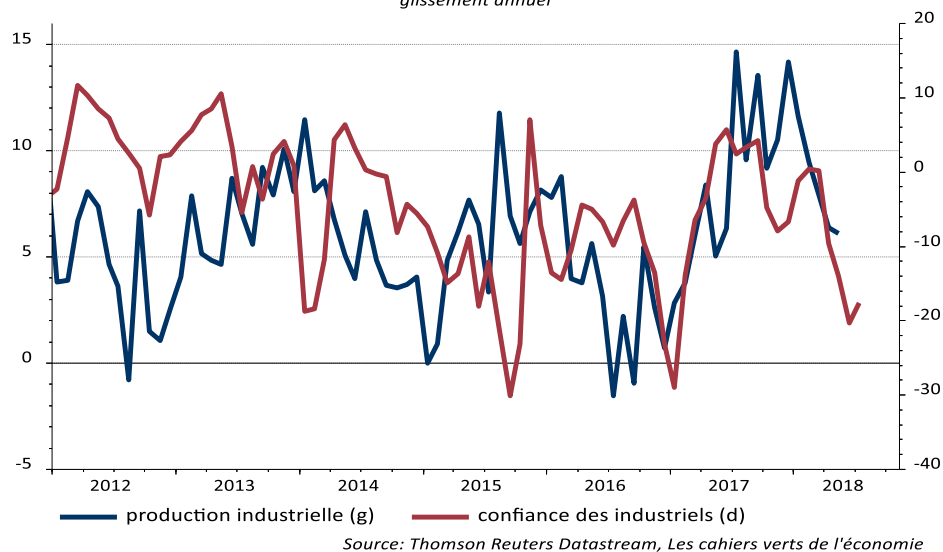
c) Une inflation totale en hausse à un plus haut depuis 2003 à près de 16% et +12% pour l'inflation sous-jacente (voir graph ci-dessous) , d'où une hausse du taux de refinancement de la Banque centrale de 300pb à 17,75%, tout en étant sous la pression du gouvernement et des déclarations nationalistes d'Erdogan allant à l'encontre de l'indépendance de la banque centrale.



Et dans un tel cas de figure, les vecteurs pro-cycliques sont toujours là: agences de rating, conjoncture, flux de capitaux, anticipations inflationnistes,... qui aggravent la situation initiale avant que tout retournement crédible de politique économique se mette en place. Notons ainsi une dépréciation de la lire d'environ 40% contre le dollar depuis le début de l'année (une baisse plus forte que celle du peso argentin), des sorties nettes de flux de portefeuille de 1,3mds USD entre mars et juin, ... Signalons que la conjoncture² se dégrade très sensiblement (voir graph ci-dessous): l'indice PMI manufacturier est inférieur à 50 (seuil entre expansion et contraction) depuis avril 2018 (voir graph ci-dessous). La croissance du crédit bancaire en volume a fortement décéléré depuis le pic d'octobre 2017, compte tenu de la réduction du fonds de garantie du crédit et de la hausse des taux. Pour nous, la probabilité d'une entrée récente en récession (ou à tout le moins d'un puissant hard landing) de l'économie turque est très élevée.

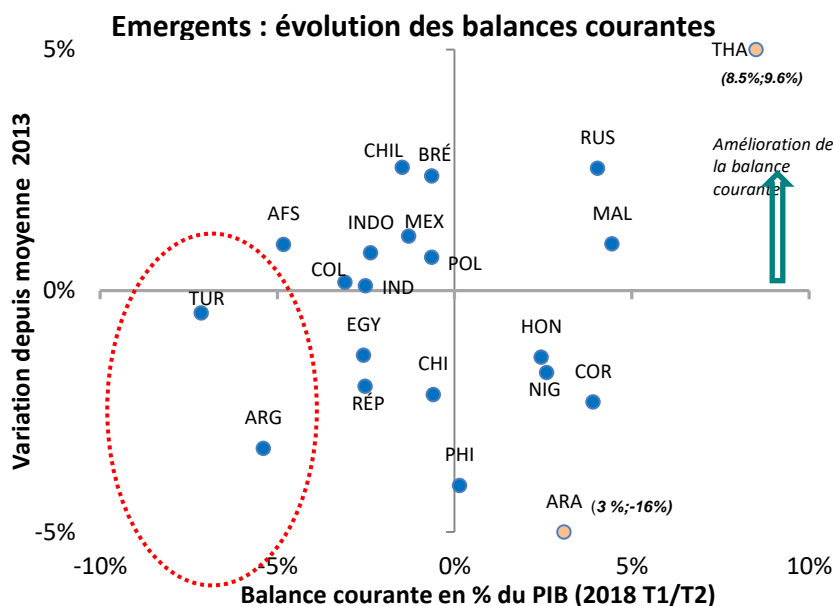
² Soutenue par une politique budgétaire expansionniste, menée à la suite de la tentative de coup d'Etat de 2016 (extension du fonds de garantie aux PME, l'assouplissement de l'encadrement du crédit aux ménages) et une conjoncture internationale porteuse (notamment européenne), la croissance du PIB réel a dépassé les 7% en 2017.

Turquie: production industrielle et confiance des industriels
glissement annuel

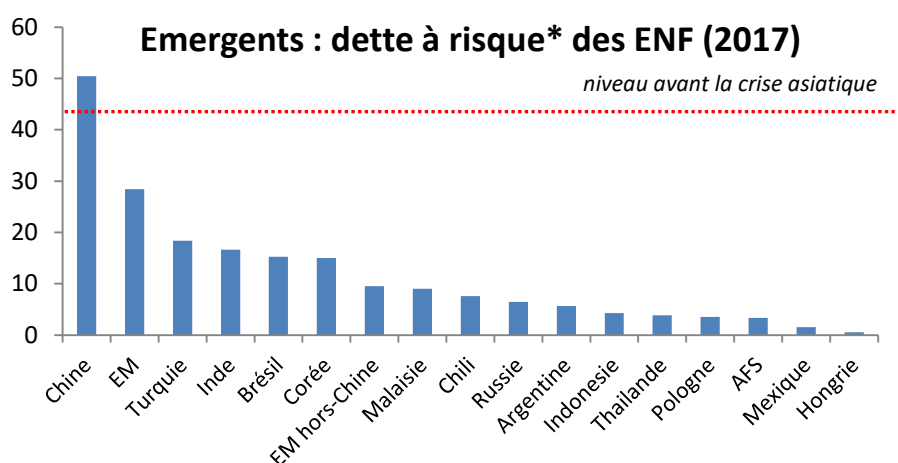


Va-t-on pour autant vers une contagion plus ou moins généralisée à l'ensemble des marchés émergents ? Nous ne le pensons pas car les critères de vulnérabilité de la Turquie ne sont pas partagés par les autres grands pays émergents.

En effet, l'étude des crises émergentes passées (de change et/ou de balance des paiements) montre qu'un fort déséquilibre courant est souvent une condition nécessaire à un épisode de « sudden stop ». Or, les déséquilibres se sont fortement réduits dans les émergents depuis 5 ans. Seules l'Argentine et la Turquie et, dans une moindre mesure, l'Afrique du Sud et la Colombie, présentent toujours un déficit courant important (voir graph ci-dessous).



Par ailleurs, si la tendance est plutôt au resserrement des politiques monétaires, les banques centrales émergentes restent prudentes et il ne semble pas y avoir en agrégé de risque de resserrement monétaire excessif (sauf dans des pays où l'inflation est élevée et où les pressions sur la devise sont fortes, tels que précisément, l'Argentine ou la Turquie). Pour finir, si l'endettement en dollars a très nettement progressé en % du PIB dans les pays émergents, la hausse s'est principalement produite dans les entreprises non financières (ENF). Or, la dette à risque dans les entreprises émergentes (hors-Chine, cas particulier) est relativement limitée et bien en deçà des niveaux d'avant la crise asiatique, à l'exception de la Turquie (voir graph ci-dessous).



*) Dette des entreprises ayant un intérêt coverage ratio < 2

Source : FED, Les Cahiers Verts

Quid du court terme ? Le stress peut sans doute se poursuivre quelque peu compte tenu du caractère déroutant des 2 principaux protagonistes (Trump et Erdogan), alors même que nos indicateurs d'appétit pour le risque ne sont pas particulièrement déprimés et que la liquidité est faible en août. Mais Erdogan a peu de marges de manœuvre. L'outil des réserves de change est largement insuffisant et le rétablissement éventuel des contrôles de capitaux ne résoudrait pas les problèmes de fond tout en mettant de la pression sur les autres devises et marchés émergents. Les sources de financement externes (nécessaires pour permettre à l'économie de se maintenir) nous paraissent trop peu importantes hors des pays occidentaux (Chine, Russie, Moyen Orient,...). Il ne lui restera tôt ou tard qu'à engager un programme d'ajustement budgétaire et un resserrement monétaire (si l'on admet que la banque centrale n'est plus véritablement indépendante) ainsi qu'à donner quelques signaux d'apaisement avec les USA. Quant à Trump, il est sensible à l'impact qu'une forte détérioration de la situation pourrait avoir sur le marché américain.

Que faire en cas de dégradation de la situation à très court terme ?

- Long yen et franc suisse vs. euro
- Long Bund
- Long short dette souveraine émergente en dollars (EMBIG) vs dette souveraine en monnaie locale (GBI EM)
- Short Afrique du Sud, Mexique et Colombie (devises et actions)

Au-delà, notre indicateur d'appétit pour le risque relatif entre pays émergents et pays développés a largement chuté ces derniers mois et atteint actuellement les niveaux les plus faibles observés depuis début 2016. Les marchés actions émergents (qui sous performant nettement en 2018) bénéficient d'une décote de plus de 10% par rapport aux marchés émergés et commencent à redevenir attractifs sur un horizon plus lointain.

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.