



Turquie

Une équation complexe

- L'importante révision à la hausse des comptes nationaux pour 2012-2015 n'efface pas la vulnérabilité externe et le manque de crédibilité de la politique monétaire.
- La croissance économique a flanché au S2 2016 en lien avec la tentative de putsch du 15 juillet.
- Les inquiétudes politiques et sécuritaires devraient continuer de peser sur la confiance des agents économiques et des investisseurs, la livre turque et l'activité économique en 2017.

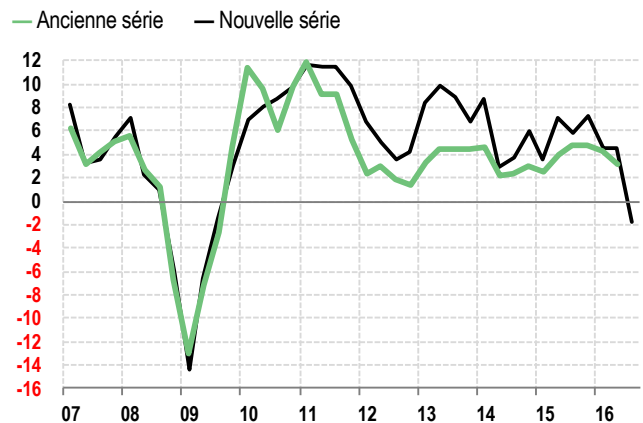
Une réévaluation massive des comptes nationaux

La publication en décembre des comptes nationaux pour le 3^e trimestre accompagnée d'une révision méthodologique et de l'historique du PIB a délivré une bonne et une mauvaise surprise. La mauvaise est l'ampleur du coup d'arrêt économique suite au choc de la tentative du coup d'Etat du 15 juillet. Selon les nouvelles séries publiées, le PIB réel s'est contracté de 1,8% en glissement annuel (g.a.) au T3 ; la non-publication de données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés limitant la pertinence de l'analyse séquentielle (t/t). La révision à la hausse de la croissance du PIB au T3 2015 accentue l'effet de base. L'essentiel de la chute de l'activité économique est imputable au plongeon de la consommation privée (-3,2% g.a.). La saison touristique a été catastrophique (-40% de recettes sur l'été). Le taux de chômage grimpe (11,8% en données cvs). L'investissement a stagné (-0,6%), contrairement à la consommation publique qui a été très dynamique (+23,8%), sans surprise compte tenu de la politique budgétaire expansionniste. Les exportations (-7%) ont pâti de la fragilité de la demande externe. Coté offre, seuls les secteurs immobilier et de la construction ont continué de progresser.

La surprise majeure, positive mais laissant perplexe, est l'importance de la révision à la hausse de l'historique de croissance économique à partir de 2011, suite à l'adoption des normes européennes (ESA 2010) conformes aux normes internationales (SNA 2008). Sur la période 2012-2015, le PIB réel aurait ainsi cru de 6,1% en moyenne contre seulement 3,3% selon les anciennes séries. Le PIB réel a été revu à la hausse de près de 11% et le PIB nominal de 19%. La répartition valeur/volume n'est donc pas en cause dans cette réévaluation massive. La plupart des composantes du PIB a été revu à la hausse, sauf la consommation privée, principal moteur de la croissance depuis 2013, a été revue à la baisse depuis mi-2015. Ceci tendrait à indiquer une moindre résilience de la confiance des ménages dans un contexte socio-politique et géopolitique difficile. La révision la plus substantielle concerne l'investissement. Certaines dépenses comme la « R&D » ont été reclassifiées en investissement. Surtout, malgré l'absence de détails sur la FBCF (secteur public ou privé ; dépenses en machines et équipement ou construction), Turkstat indique que les anciennes séries sous-estimaient largement le boom de la construction. La « nouvelle physionomie » de

l'investissement est plus cohérente avec le dynamisme du crédit aux entreprises observé ses dernières années. En effet, malgré les besoins en fonds de roulement des entreprises et l'importance de leur dette à refinancer, la décorrélation entre investissement et crédit était jusqu'alors difficilement explicable.

■ Croissance du PIB (% , glissement annuel)



Sources : Turkstat, Bloomberg

...induisant une réécriture du récit macroéconomique, sans remise en cause des vulnérabilités du pays

Cette nouvelle méthodologie apparaît plus robuste (prix chaînés et donc pondération évolutive des composantes, renforcement des sources de données observées au détriment des données d'enquêtes, reclassification de certains critères), et les nouvelles statistiques sont censées refléter plus précisément la réalité économique (74% de l'écart entre anciennes et nouvelles séries serait dû à des erreurs de mesure). Elles rendent cependant caduque une partie du diagnostic d'un ralentissement économique tendanciel depuis 2012 et l'absence de gains de productivité, après une décennie faste (5% de croissance en moyenne) ponctuée par deux années de surinvestissement (2010-2011) suite au choc récessif de 2008-2009. Identifié comme le talon d'Achille de l'économie turque, la supposée faiblesse du taux d'épargne domestique n'est plus aussi évidente. Avec un taux d'investissement rehaussé de 5 points de PIB à 28% et des déficits extérieurs réduits d'environ 1 point du fait de la réévaluation du PIB, le taux d'épargne domestique remonte mécaniquement de plus de 6 points. A environ 21% du PIB, il se situe dorénavant dans la moyenne des pays développés, au-dessus de l'Europe centrale et orientale ainsi que de l'Amérique latine, même s'il reste loin de ceux des pays d'Asie. Au final, les turcs seraient donc substantiellement plus riches et plus parcimonieux qu'estimé jusqu'alors, les ratios de finances publiques, relativement bons, se trouvant aussi renforcés.

Toutefois, la vulnérabilité extérieure de la Turquie demeure. Le PIB nominal exprimé en dollar US est rogné par la forte dépréciation



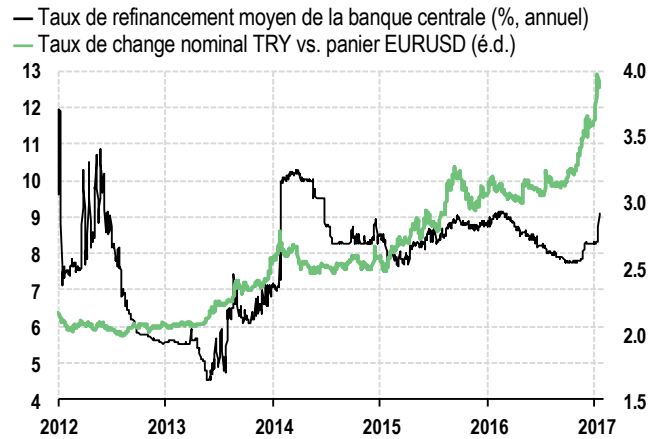
nominale de la livre turque (50% vis-à-vis du panier euro-dollar depuis mai 2013). Les besoins de financements externes du pays sont toujours substantiels : près de USD 200 mds en 2016, soit près de 25% du PIB, compte tenu d'un déficit du compte courant de l'ordre de USD 35 mds et du remboursement de la dette externe à hauteur d'environ USD 135 mds. USD 200 mds correspond aussi au montant de la dette en devise des entreprises non financières turques, majoritairement d'origine *onshore* (auprès de banques locales) et à moyen long terme. Face au poids de ces engagements externes, les réserves de change, en légère baisse sur un an à USD 92 mds, constituent un matelas de sécurité relativement mince, d'autant plus que les réserves de change libres (i.e. hors dépôts des banques commerciales) ne s'élèvent qu'à USD 37 mds. Depuis le pic de mai 2013 correspondant à l'annonce du *tapering* par la Fed et aux premiers mouvements sociaux en Turquie, l'encours des actifs en monnaie locale (obligations et actions) détenus par les non-résidents s'est contracté de USD 152 mds à USD 61 mds, en raison de sorties nettes d'investissement de portefeuille de l'ordre de USD 9 mds et surtout d'effets de change et de valorisation.

...dans un contexte de détérioration de la situation politique et sécuritaire

Alors que les attentats perpétrés par Daech et le PKK se multiplient, notamment depuis l'implication militaire de la Turquie sur le sol Syrien (août), l'état d'urgence a été reconduit depuis juillet. Les arrestations, licenciements et mises à pied au sein des institutions et des milieux d'affaires, au-delà des « cercles gülenistes », se poursuit et renforce le clivage de la société. L'adoption le 22 janvier par l'assemblée du projet de révision constitutionnelle instituant un régime présidentiel fort (suppression du poste de premier ministre au profit d'un président chef de gouvernement et du parti majoritaire ; pouvoirs présidentiels renforcés sur la justice, etc.) devrait être soumise à un referendum populaire sous trois mois. Il pourrait être suivi d'élections anticipées afin de rendre la réforme applicable immédiatement (et non en 2019) et renouveler l'assemblée soupçonnée de compter encore des « gülenistes » dans ses rangs. A ce contexte domestique et régional difficile s'ajoutent le nouveau raidissement des relations diplomatiques avec les Etats-Unis et l'Union européenne au profit d'un rapprochement avec la Russie et l'effet négatif de l'élection de Donald Trump sur les marchés émergents.

La livre a été sévèrement chahutée, se dépréciant de 35% face au dollar depuis juillet 2016, dont 32% depuis l'abaissement par Moody's de la note souveraine en catégorie spéculative fin septembre (suivi par Fitch le 27 janvier), 23% depuis les élections américaines en novembre et 10% depuis début 2017. Signe d'une certaine fébrilité des autorités, Le président Erdogan a intimé aux détenteurs d'actifs en devises de les convertir en livre dans un élan patriotique. Si certaines entreprises publiques et privées auraient obtempéré, l'euro-dollarisation des dépôts bancaires s'est néanmoins intensifiée. Des rumeurs d'instauration de contrôles de capitaux ont circulé, rapidement démenties par le gouvernement, conscient de l'effet dévastateur de telles mesures sur les investissements de portefeuille, cruciaux pour la soutenabilité de la balance des paiements. En revanche, un renforcement de la fiscalité sur les dépôts en devises, qui ne s'apparenterait pas à une mesure

■ Taux d'intérêt et taux de change



Sources : CBRT, Datastream, BNP Paribas

de contrôle des capitaux, est plus vraisemblable, même si elle n'aurait a priori que peu d'effet sur le comportement des épargnants qui recherchent la sécurité plus que la rémunération. Leur interdiction pure et simple n'est pas à exclure.

La banque centrale (CBRT) a réitéré son objectif « officiel » de stabilité des prix au sein d'un régime de change flottant. Mais une thérapie de choc comme la hausse massive des taux d'intérêt de janvier 2014, à même de restaurer la crédibilité de la politique monétaire, ne semble pas être à l'ordre du jour. Les pressions politiques et l'essoufflement de l'économie maintiennent un biais accommodant sur la politique monétaire. Le traitement homéopathique délivré en novembre (hausse symbolique du taux repo à une semaine et du taux de prêt au jour le jour) n'a pas suffi à endiguer la chute libre de la livre et les fortes pressions inflationnistes induites aussi par le rebond du prix du pétrole et la hausse de certaines taxes et des salaires. Depuis mi-janvier, la CBRT a privilégié les opérations de refinancement au jour le jour à la clôture (« *late liquidity window* ») à 10%, porté à 11% lors de la réunion de politique monétaire du 24 janvier. Le taux repo à une semaine a été maintenu à 8% et le taux de prêt au jour le jour a été porté à 9,25% (+75 pb).

Notre scénario central ne table pas sur une hypothèse de stagflation. Mais la prééminence des risques politiques et sécuritaires devraient continuer de peser sur la livre, la confiance des agents économiques et des investisseurs étrangers, et donc sur l'activité économique.