

TURQUIE

23

L'ÉCONOMIE S'ADAPTERA DE NOUVEAU AUX VENTS CONTRAIRES

La croissance turque s'est nettement infléchi depuis le T4 2025. Le choc pétrolier a entraîné une érosion importante des réserves de change, une dépréciation de la livre et des tensions sur les rendements obligataires domestiques. Le risque de rupture d'approvisionnement en hydrocarbures et en engrais est limité. Mais la révision en hausse des prévisions officielles d'inflation, le resserrement monétaire consécutif et l'avertissement du ministre des Finances sur un possible dérapage budgétaire ont refroidi les investisseurs. Ces derniers sont par ailleurs, inquiets de la stratégie de l'AKP qui consiste à évincer tout concurrent potentiel aux élections présidentielles. Les tensions financières en Turquie sont récurrentes. Mais le risque de déstabilisation de l'économie est faible compte tenu de l'endettement modéré de l'État et de la solidité du système bancaire. Le ralentissement est même salubre : il permettra de contenir le déficit courant et aidera la Banque centrale à infléchir les anticipations d'inflation et reconstituer ses réserves de change.

CROISSANCE : RALENTISSEMENT SALUTAIRE

Le ralentissement de la croissance se confirme. Après une forte décélération au T4 2025, le PIB a pratiquement stagné au T1 2026 (+0,1% t/t) sous l'effet notamment du ralentissement du crédit à la consommation. Les indicateurs disponibles sur avril et mai (production industrielle, exportations, ventes au détail) ou sur l'ensemble du trimestre (indices de confiance des industriels et des ménages) indiquent une légère reprise. Elle reste toutefois à confirmer (activité en berne dans la construction jusqu'en avril).

Un ralentissement de la demande intérieure est nécessaire. En effet, la balance commerciale sous-jacente (i.e. hors pétrole et importations nettes d'or) est redevenue déficitaire depuis fin 2025 et l'inflation est encore trop élevée, ce qui alimente un risque de surévaluation du taux de change et alourdit la charge d'intérêts sur la dette indexée. Au S2 2025, la croissance de la demande intérieure était deux fois plus forte que la croissance potentielle (estimée à 4% selon le FMI) et la dynamique du crédit domestique restait très soutenue.

Les élections présidentielles et générales, qui se tiendront au plus tard au printemps 2028, se rapprochent. La politique budgétaire, sans être forcément expansionniste, ne sera pas un facteur modérateur, d'autant plus que les effets des stabilisateurs automatiques devraient a priori jouer positivement sur la demande intérieure, du moins en 2026. C'est donc à la politique monétaire d'endosser le rôle de modérateur, ce qu'elle fait jusqu'à présent (cf. infra).

LES TENSIONS FINANCIÈRES, REFLETS DE LA VULNÉRABILITÉ AU CHOC PÉTROLIER ET DU RISQUE POLITIQUE

La nervosité des investisseurs non-résidents depuis le mois de mars s'est traduite par une érosion marquée des réserves internationales de change. Ces dernières ont fondu (de USD218mds début février à USD157mds le 21 juin). Pour autant, il n'y a pas péril en la demeure. Les réserves couvrent encore très largement la *hot money*¹. De plus, la dégradation de la balance des paiements courants depuis la fin 2025, reflet possible d'une surévaluation du change, n'est pas suffisante pour dégénérer en crise de la balance de paiements nécessitant un durcissement du contrôle des changes².

Comme souvent, le taux de change et les rendements des obligations domestiques ont subi des pressions bien plus importantes que dans la plupart des autres pays émergents. La livre s'est dépréciée de 5,5% contre le dollar (vs 3,2% en médiane pour les autres devises). Le ren-

1 La *hot money* est constituée des titres de dette obligataire souveraine en monnaie locale et d'actions détenus par les non-résidents. Elle s'élève à environ USD60mds. La couverture par les réserves internationales est donc de 2,5.

2 Corrigé des écarts de conjoncture, le FMI estimait le déficit courant à seulement 1% du PIB fin 2025. Moyennant une élasticité du solde courant au taux de change réel (TCR) de 0,25 (selon le FMI), l'ajustement du TCR nécessaire pour équilibrer ce solde courant n'est donc que de 4%.

3 L'accélération, mesurée par l'augmentation du glissement sur un an des prix à la consommation, a été de 110 points de base entre février et mai pour la Turquie contre 80 pb en médiane pour les principaux pays émergents.

Prévisions économiques

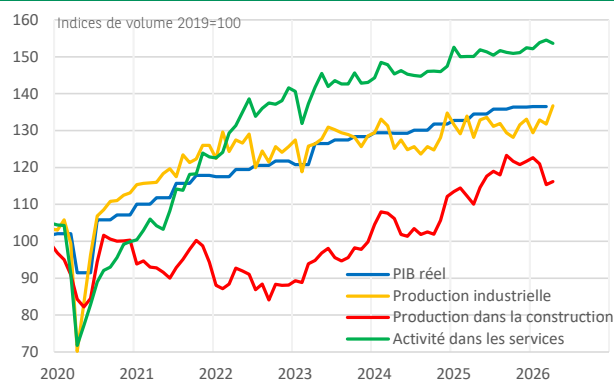
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	5,4	5,0	3,3	3,6	3,1	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	72,3	53,9	58,5	34,9	30,7	23,8
Solde budgétaire, % du PIB	-0,9	-5,1	-4,7	-2,9	-3,8	-3,5
Dette publique, % du PIB	26,3	24,9	20,8	21,7	22,4	23,3
Solde courant, % du PIB	-5,0	-3,7	-1,0	-1,9	-2,2	-2,2
Dette externe, % du PIB	41,9	37,9	33,9	35,7	35,2	35,6
Réserves de change, mds USD	82,9	92,7	90,9	77,0	89,8	98,3
Réserves de change, en mois d'imports	2,6	2,9	3,0	2,3	2,5	2,6

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Indicateurs d'activité



GRAPHIQUE 1

SOURCE : TURKSTAT

dement des obligations d'État à 5 ans en monnaie locale a augmenté de 390 points de base (pb) contre 45 en médiane dans les autres pays émergents et l'accélération de l'inflation n'explique qu'une part infime de cette différence³. Mais, parallèlement, la prime de CDS à 5 ans s'est réduite de 10 pb depuis le 22/07 (à 220 pb) ; les investisseurs n'ont pas réévalué le risque de défaut en devise de l'État.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Le risque de rupture d'approvisionnement en hydrocarbures est très limité car la Russie est le principal fournisseur de la Turquie (46% pour le pétrole et 43% pour le gaz). Pour les engrais, Oman est un fournisseur important (20% du marché domestique) mais, contrairement à ses voisins du golfe, Oman n'est pas affecté par le blocage du détroit d'Ormuz. Cependant, les conséquences du choc pétrolier justifient les tensions sur la livre et les taux d'intérêt domestiques. Selon les estimations conjointes de la Banque centrale et du ministère des Finances, une augmentation du cours du Brent de USD15 par baril à partir d'un niveau de USD65 (soit un jeu d'hypothèses similaires à nos propres hypothèses entre 2025 et 2026) a un impact très sensible sur les principales variables macroéconomiques⁴.

La révision de la prévision d'inflation par la Banque centrale pour tenir compte de l'impact du choc pétrolier, le resserrement consécutif de la politique monétaire, l'avertissement du ministre des Finances sur un possible dérapage budgétaire ont refroidi les investisseurs. La volatilité financière est également entretenue par la stratégie d'éviction de tous les concurrents sérieux de l'AKP aux élections présidentielles.

DURCISSEMENT MONÉTAIRE POUR CONTENIR L'INFLATION

L'inflation d'ensemble a accéléré au mois d'avril mais est retombée en mai. Ainsi, la progression mensuelle moyenne sur mars-mai est inférieure à celle de février (2,6% contre 3%). La raison principale est la taxe sur la consommation flottante appliquée aux produits pétroliers (en fonction du cours du pétrole brut et du taux de change) mise en place pour limiter l'impact de la hausse des cours du brut sur les prix à la pompe⁵. Cela a permis de compenser la très forte accélération des prix des produits frais. Sur un an, la désinflation s'est interrompue mais elle ne s'est pas vraiment inversée (32,6% en mai contre 31,5% en février).

Les tensions sont plus visibles au niveau de l'inflation sous-jacente mais elles sont moindres qu'en 2023 après l'invasion de l'Ukraine (graphique 2). La dépréciation plus modérée du taux de change y est pour beaucoup. Le ralentissement de la consommation privée pourrait avoir joué également.

Dans son dernier rapport sur l'inflation, publié en mai, la Banque centrale de Turquie (CBRT) a réhaussé assez nettement ses prévisions d'inflation pour 2026 et 2027⁶.

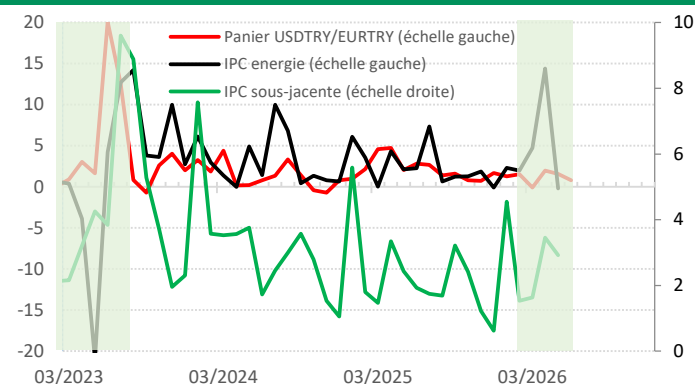
En conséquence, la politique monétaire est devenue plus restrictive ; la CBRT qui avait abaissé son taux directeur de 250 pb entre décembre et février, l'a laissé inchangé à 37% depuis. Ses interventions sur le marché des changes pour soutenir la livre ont réduit la liquidité du marché monétaire en livre turque. Enfin, le refinancement des banques s'est effectué au taux du prêt au jour le jour (40%).

CREUSEMENT DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE : RIEN DE BIEN MÉCHANT

En raison du choc pétrolier, le déficit budgétaire va se creuser. Néanmoins, comme pour les comptes extérieurs, la dégradation sera probablement limitée et, en tout état de cause, le déficit restera loin de la côte d'alerte (généralement atteinte à 5% du PIB).

En cumul sur 12 mois, le déficit du gouvernement central, qui avait atteint un point bas à 2,2% du PIB en février, s'est élargi à 3,1% en mai. Mais, hors charge d'intérêts, le solde, qui était passé en excédent en janvier, reste légèrement positif. Il s'est réduit depuis mars en raison d'une baisse des recettes (en % du PIB), et non d'une hausse des dépenses primaires.

Turquie : prix de l'énergie, taux de change et inflation sous-jacente



GRAPHIQUE 2

La charge d'intérêts (3,5% du PIB) s'est alourdie de 0,4 point de PIB en 2025 alors que, dans le même temps, le ratio de dette a continué de se réduire à 22% du PIB. La raison est l'appréciation du taux de change réel (d'environ 15% en moyenne par an depuis 2022) qui, à elle seule, fait fondre le ratio de dette depuis plusieurs années⁷.

Même en supposant un dérapage du déficit budgétaire à 3,8% du PIB cette année (la dernière réévaluation du ministère des Finances est de 3,5%), la dette n'augmenterait que marginalement.

Enfin, le choc pétrolier ne constitue aucunement une menace pour le service de la dette extérieure de l'État central, même sans le soutien des pays du Golfe. Le Trésor a déjà émis pour près de USD10,25mds d'obligations internationales et de lease certificates en dollars US ou en euros depuis le début de l'année. La trésorerie en devises fortes du gouvernement s'élève à USD8mds ; cela ne couvre pas totalement les USD10mds d'intérêts et de principal que le trésor doit rembourser entre juin et décembre. Mais l'écart est faible et le ralentissement de l'économie devrait permettre à la Banque centrale de gonfler ses réserves de change.

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

4 Entre -0,5 et -1,2 point de pourcentage (pp) sur la croissance, entre 2,8pp et 3,5pp supplémentaire d'inflation, entre 0,7 à 1,1 point de PIB d'augmentation du déficit courant et un creusement de 0,4 point de PIB du déficit budgétaire.

5 En revanche, les tarifs administrés de l'électricité et du gaz naturel ont sensiblement augmenté pour les entreprises mais aussi pour les 12%-13% des ménages dont la consommation dépasse de 75% (seuil fixé), leur fermant le droit aux subventions dans ce domaine.

6 En février, la CBRT prévoyait un taux d'inflation de 16% fin 2026, 9% fin 2027 et 8% fin 2028. En mai, ces chiffres ont été révisés à respectivement 26%, 15% et 9%.

7 L'alourdissement de la charge d'intérêts (en % du PIB) résulte d'un taux d'intérêt réel moyen sur la dette domestique libellée en livres qui est redevenu positif en 2025.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change