

Perspectives

N°22/041 – 1^{er} février 2022

TURQUIE – La crise, derrière l'apesanteur

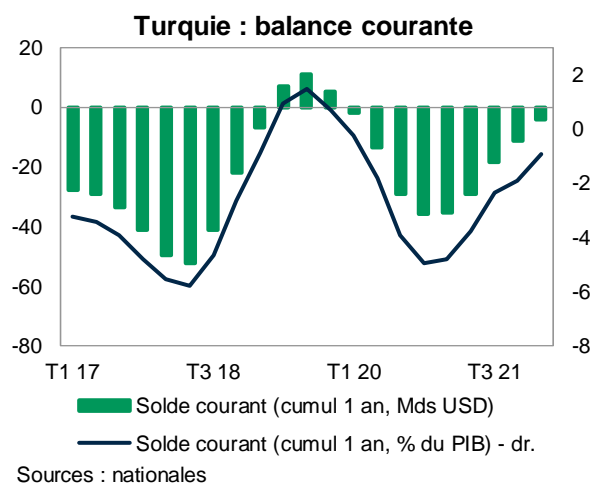
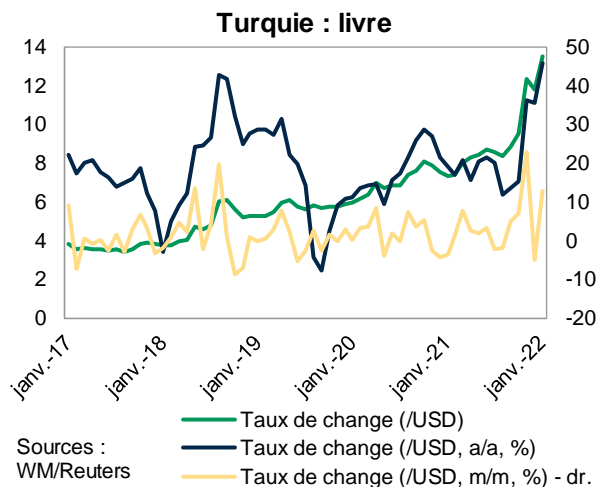
Et à présent ? Que va-t-il se passer en Turquie ? C'est la vraie question, parce que la crise n'est bien sûr pas finie : elle s'est pour l'instant déployée dans le domaine monétaire et sur le taux de change, mais les canaux de transmission à l'économie réelle, voire au risque souverain, sont en train de prendre de l'épaisseur et risquent donc de devenir de plus en plus visibles dans les mois à venir. Depuis mi-décembre, le pays est cependant dans une sorte d'apesanteur économique, politique et sociale grâce à des mesures de garantie de dépôt contre la dépréciation accélérée du change. Apesanteur cependant redoutable car elle ne règle rien des problèmes.

Du côté monétaire, les chiffres donnent la sensation d'être dans les années 2000 : hausse de l'inflation en décembre, à 36,1% pour les prix à la consommation et à 79,9% pour les prix à la production. Comment ne pas en conclure que le travail d'ancrage des anticipations qui avait été fait justement après la crise des années 2000 a certainement, désormais, volé en éclats... À ce niveau de forte inflation, les mécanismes d'anticipation, d'indexation et au fond, de confiance, vont donc jouer à plein leur petite musique auto-réalisatrice. C'est de ce côté-là qu'il faut surveiller les signaux de choc possible.

De fait, les mesures de décembre visaient justement à éviter la fuite de l'épargne et donc une crise de confiance dont les prémices sont déjà visibles dans une accélération de la dollarisation des dépôts, qui atteint 60%. La capitalisation du secteur bancaire reste cependant correcte et la confiance des agences de *rating* à peu près intacte sur ce point. C'est important pour la notation du pays. Mais la qualité des actifs va se dégrader cette année avec le ralentissement de la croissance qui s'annonce.

Le désancrage monétaire

En effet, l'explosion de la hausse des prix est en train d'écraser le pouvoir d'achat des ménages, d'autant que, malgré les taux d'intérêt réels très négatifs, le crédit à la consommation se contracte, avec des taux de marché élevés qui ne suivent que très lentement la baisse des taux directeurs. Le moteur de la consommation privée, habituellement si robuste en Turquie, est donc appelé à se contracter en 2022, et le FMI prévoit une croissance ramenée de 11,2% en 2021 à 3,3%. Heureusement, la croissance turque pourra néanmoins encore compter sur le moteur des exportations, boostées par la dépréciation du change, ainsi que sur de bons chiffres du tourisme qui vont eux aussi surfer sur la faiblesse de la livre. Ces deux



points vont également jouer favorablement sur le solde courant, qui, en revanche, va souffrir de la hausse des prix de l'énergie.

La crise de confiance sur l'épargne a donc été momentanément évitée et les mesures de garantie de dépôt ont également rassuré les marchés, permettant à la livre de se réapprécier entre mi-décembre et mi-janvier. À cela s'ajoute la forte confiance de ces derniers dans la résilience des grands *corporates* turcs, qui bénéficient souvent d'une couverture naturelle de leur taux de change grâce à leurs activités d'exportation. L'inquiétude est donc encore limitée quant à leur solvabilité à court terme, et les taux de *roll-over* de la dette restent corrects. Mais la situation se dégrade car les canaux de transmission d'une éventuelle crise de liquidité sont en train de se multiplier dans ce pays : le temps, en économie, n'est pas neutre, et la crise turque qui s'étale en fait sur plusieurs années, faite de hauts et de bas permanents, est en train de déformer peu à peu les structures profondes de cette économie. Ce à quoi s'ajoutent les effets d'une remilitarisation progressive du tissu économique et institutionnel.

De nouveaux canaux de transmission de crise

Du côté de l'État tout d'abord. Certes, les équilibres budgétaires restent corrects et la dette publique limitée, mais la tendance est mauvaise : la dette est passée de 27% en 2016 à 39,5% l'an dernier. Surtout, l'exposition au risque de change a augmenté, avec 60% de cet endettement désormais en devises, contre 40% en 2018. À noter que 60% seraient portés par les banques locales (statistique à prendre avec précaution), ce qui, en plus des dépôts obligatoires des banques, tisse des liens de plus en plus étroits entre solvabilité publique et stabilité du secteur financier. Tout cela dans un contexte où le coût du schéma d'assurance des dépôts est difficile à estimer, et peut aussi, à terme, représenter un point de risque pour la confiance.

Au final, tout cela n'arrange évidemment pas le diagnostic souverain, déjà plombé par l'inquiétude des marchés quant au niveau réel des réserves de change de ce pays. Facialement, les réserves brutes seraient de l'ordre de 116 milliards de dollars, mais appuyées sur une politique d'accords de *swaps* de plus en plus active, avec de plus en plus de pays. Cette stratégie est déjà ancienne, commencée avec la Chine en 2012, déployée depuis avec la Corée, le Qatar et les Émirats. Se profilent aussi l'Azerbaïdjan ou le Turkménistan... Mais ces accords jouent un rôle dangereux, car s'ils semblent conforter la liquidité du pays, puisqu'on les additionne aux réserves, ils sont généralement en devises locales, destinés au départ à stimuler les flux commerciaux bilatéraux... En fait, l'opération d'habillage des ratios de liquidité turcs sert surtout à camoufler un niveau de réserves nettes toujours négatif et des réserves brutes qui, quoi qu'il en soit, ne représentent que 88% des besoins de refinancement à court terme pour 2022. La Turquie marche toujours sur un fil, fragile, tissé de la confiance volatile des marchés.

Donc que conclure ? En premier lieu, à l'évidence, que la nouvelle théorie monétaire turque semble un échec : la baisse des taux de 500 points de base en 2021 est surtout en train de nourrir un énorme désancrage monétaire, dont les effets négatifs effacent les effets positifs de la relance des exportations. Dans un tel contexte, l'investissement risque de peiner à profiter des taux réels négatifs. En second lieu, tout cela signifie surtout que la boussole politique de ce pays semble dérégulée depuis longtemps, mais que c'est elle qui emporte toutes les autres variables. Le point d'arrivée de la crise sera social, puis politique.

Article publié le 28 janvier 2022 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
31/01/2022	<u>États-Unis – La Fed confirme le démarrage très proche de son resserrement monétaire</u>	États-Unis
28/01/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
28/01/2022	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : le PIB poursuit sa marche en avant</u>	France
27/01/2022	<u>Draghi ou pas Draghi ? Une élection à enjeux en Italie</u>	Italie
27/01/2022	<u>Zone euro – Grande démission ? Non merci</u>	Zone euro
26/01/2022	<u>Ghana – Fortes incertitudes sur la soutenabilité de la dette souveraine</u>	Afrique
25/01/2022	<u>Russie, États-Unis, Ukraine – Le moment Cuba</u>	Ukraine
25/01/2022	<u>Royaume-Uni – Scénario 2021-2023 : une nouvelle année de défis</u>	Royaume-Uni
25/01/2022	<u>Europe – Et si, finalement, 2022 était une bonne année ?</u>	Europe
24/01/2021	<u>Chine – 2022, ou la lutte annoncée de la structure et de la conjoncture</u>	Chine
21/01/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
21/01/2022	<u>Le recyclage des métaux indispensable à la transformation de l'économie</u>	Mines & métaux
20/01/2022	<u>Afrique sub-saharienne – Une année 2022 riche en défis</u>	Afrique
20/01/2022	<u>Les champions français de l'ordinateur quantique</u>	Deeptech
20/01/2022	<u>Italie – scénario 2021-2023 : garder le cap</u>	Italie
20/01/2022	<u>Fintech Outlook T4 et Bilan 2021 – La célébration !</u>	Fintech, banque
19/01/2022	<u>Brésil – L'optimisme (timidement)</u>	Amérique latine
18/01/2022	<u>Zone euro – Conjoncture flash : normalisation des revenus des ménages et de la profitabilité des entreprises au T3 2021</u>	Zone euro
17/01/2022	<u>Perspectives économiques 2022</u>	Monde
17/01/2022	<u>Zone euro – Scénario 2022-2023 : un scénario résilient au choc d'offre et à la Covid-19 endémique</u>	Zone euro

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier, Alexis Mayer

Secrétariat de rédaction : Sophie Gaubert

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.