

# Perspectives

N°21/100 – 30 mars 2021

## TURQUIE – Pierre et le Loup

Les événements financiers de la semaine dernière en Turquie – le remplacement du responsable de la Banque centrale et la chute concomitante de la devise – relèvent à la fois de l'économie, de la finance, mais aussi de la politique. De plus, la véritable portée de ces événements ne peut être comprise qu'en prenant en compte tous ceux, du même genre (limogeages de gouverneurs de la Banque centrale, pressions de l'État sur la politique monétaire, crises répétées du change...), qui les ont précédés. Syndrome de Pierre et le Loup : à force de parler d'une crise de liquidité qui n'arrive jamais, on oublie que sa probabilité, à chaque nouveau choc, augmente. Reste à savoir où sont les segments les plus fragiles de l'économie.

Par ailleurs, si la chute de la Livre révèle un risque financier croissant, elle est surtout le résultat d'une évolution globale de la gouvernance, dont les conséquences à moyen terme ne doivent pas être sous-estimées, quel que soit le taux de croissance du PIB. Car au fond, ce sont ces évolutions politiques et institutionnelles qui expliquent la « stratégie du choc » que l'on voit se déployer concomitamment dans le domaine financier tout comme géopolitique. Là encore, syndrome de Pierre et le Loup : *ubris* géopolitique d'un « pays pivot » qui s'autorise à fleurter sans cesse avec les limites de ses alliés...

Les analyses binaires qui courent en ce moment sur les marchés, du genre : « ils sont fous » / « ils sont très malins » – réactions somme toute assez normales face à l'hétérodoxie (c'est peu dire) des décisions qui sont prises – sont donc insuffisantes, car elles ne permettent pas de cerner cette lente, longue et profonde dégradation du risque turc. Les évolutions de la devise n'en sont que le symptôme financier.

Enfin, rappelons pourquoi la prévision est si difficile : malgré cette dégradation institutionnelle et financière certaine, les ressorts de croissance turque restent réels voire solides. Taille du marché, résilience des entreprises, dynamisme des exportations, la micro-économie contredit sans cesse les signaux de crise envoyés par la macro-économie. Ce dynamisme de l'économie réelle et la taille du marché turc expliquent l'intérêt de nombreux investisseurs, et cet intérêt élargit la marge de manœuvre financière du pays. En somme : tant que le marché refinancera la dette à court terme, la crise n'arrivera pas. Rappelons aussi qu'une crise de liquidité est un équilibre multiple. Tout est donc question de confiance mais clairement, le chemin de crête est devenu très étroit.

### Précaution de méthode

Pour mieux comprendre ce qui se passe derrière la devise, il faut mettre côte à côte **l'intégralité des événements** de la semaine dernière, ainsi que leur simultanéité, car **la latérale politique/économie dans ce pays est puissante**. Dit autrement : l'agenda de politique intérieure du président sera toujours prioritaire sur sa relation avec le monde extérieur ou avec les investisseurs (ce que les économistes appellent pudiquement une fonction de préférence).

Le changement brutal du responsable de la Banque centrale a donc lieu au même moment qu'un nouveau raidissement de politique intérieure, comprenant à la fois une tentative d'interdiction du Parti pro-kurde HDP et une décision de « rétrécissement des droits de la femme » – décision évidemment interpellante dans un monde où la question du genre est devenue électrisante politiquement et le pouvoir le sait.

TOUT se passe en même temps et surtout, TOUS les ressorts politiques profonds et clivants de ce pays sont activés en même temps.

## La politique intérieure explique beaucoup

Dans quelle mesure les choix économiques et financiers du président sont-ils influencés par ce lent et long affaiblissement de politique intérieure, que pointent en vrac et entre autres, pour la partie la plus visible, la réorganisation du scrutin municipal d'Istanbul ou les dissidences à répétition de caciques de l'AKP. Citons l'ancien président Gühl, l'ancien vice-président Babacan, tous deux membres fondateurs de l'AKP, Babacan étant par ailleurs l'architecte des réformes économiques réussies de la première décennie Erdogan, donc détenteur d'un fort crédit de confiance auprès des investisseurs. Et c'est justement ce crédit, patiemment reconstruit depuis la crise de 2001, qui s'est peu à peu volatilisé et dont il ne reste quasi rien.

Plus récemment, il y a aussi la décision de créer un nouveau parti par l'ancien Premier ministre Davutoglu, qui évoque une situation grave, une perte des valeurs fédérant l'AKP, et un besoin de nouvelle vision. En clair, la vieille garde a lâché le président mais n'a pas encore coagulé en une opposition unie. Et c'est sans compter les personnalités montantes des mairies d'Istanbul et d'Ankara, E. Imamoglu et M. Yavas. De là à dire que l'ambiance de ce pays est à la fin de règne, nous n'oserions pas. Mais la question est importante car les marchés financiers comme les investisseurs le savent, le voient et se posent la question. Tant que nous sommes dans cette situation, cela réduit donc l'horizon de visibilité pour les investissements et cela réduit aussi la marge de manœuvre pour ces fameuses réformes structurelles censées relancer la croissance potentielle. Car une transition politique dans le calme est difficilement envisageable...

## Un choix volontaire

Passons à présent à cette décision qui a fait trembler la livre. Là, il y a deux façons d'en analyser les conséquences. Soit on considère *a priori* qu'il s'agit d'un cycle de crise de change du type « as usual », dont le marché se remettra (un facteur sanitaire favorable pourra jouer pour une Turquie qui vaccine vite) ; soit **on examine l'hypothèse qu'une sorte de point de non-retour a été touché dans les relations entre les marchés et l'État turc**. Même si la Livre se stabilise dans les semaines à venir, nous penchons pour la deuxième solution, et il y a plusieurs raisons à cela.

D'abord l'examen politique des événements. La surprise ne vient pas tant de ce limogeage, on sait le président hostile à la hausse des taux. La surprise vient du moment choisi et de la façon de faire. Le moment : la Turquie était en train de retrouver la confiance des investisseurs après les alertes des agences de notation en novembre, qui pointaient un risque de crise des paiements. Or cette confiance tenait à l'affichage d'une forte orthodoxie monétaire. Autrement dit, la Turquie n'était pas sous pression financière. Elle était même en train d'en sortir. **Déclencher un point de rupture financier, à ce moment-là, est interpellant car volontaire...**

D'autant plus interpellant que le président avait multiplié les déclarations – après la crise de novembre, où la livre avait atteint un point bas historique – pour dire que la stabilité de la devise était importante et la reconstitution des devises essentielle. Pourtant, il est clair qu'il n'avait pas changé d'avis sur le modèle économique d'*erdoganomics* : taux bas/crédit/croissance/surchauffe, qui est à l'origine des mouvements en *stop and go* de l'économie turque ces dernières années. On peut donc imaginer que le président a attendu tout simplement que la confiance revienne sur les marchés, pour revenir lui aussi à l'application de ses convictions... Mais il y a là un risque de mésestimation de ce qu'est le contrat de confiance à plus long terme avec un monde financier, où l'indépendance de la Banque centrale reste la doxa, quelle que soit la réalité ou la validité de ce principe (car c'est le consensus qui fait la tendance).

## Comment expliquer la « stratégie du choc » ?

Et puis, il y a la façon de faire du gouvernement, dans ses relations avec le marché, et ce n'est pas neutre dans la fébrilité actuelle des investisseurs : le mode de gestion de la devise semble privilégier la surprise et donc le choc. Or cela renforce l'effet négatif de confiance car les marchés sont habitués à des acteurs qui cherchent à lisser les anticipations. Parce qu'avant tout, ils ont besoin de visibilité et de stabilité.

Cette gouvernance monétaire fait écho de façon très étrange à la géopolitique turque, et l'on se demande donc dans quelle mesure **une « stratégie du choc » irrigue désormais toutes les sphères de l'action publique ?** Mais pourquoi ? Et jusqu'où ?

Culture stratégique d'un État pivot qui se sait indispensable et qui explore ses marges de manœuvre d'action autonome ? Certainement. Stratégie plus à court terme de joueur de poker qui tente de passer en force ? Certainement. Conséquence d'une militarisation accrue de la politique internationale turque dont la

logique s'étendrait à d'autres sphères ? C'est possible : ce serait une dynamique institutionnelle assez classique. Tout cela nous renvoie à nouveau à ce syndrome de Pierre et le Loup, car dans le domaine financier, politique, ou géopolitique, des limites de confiance peuvent être touchées. Cela peut se traduire, par exemple, par des sanctions sur des questions de Droits de l'Homme ; par de nouvelles tensions au sein de l'Otan ; ou par des accidents de liquidité sur certains acteurs parmi les plus endettés à court terme et en devises. Quant aux marchés, ils ont à présent une certitude : désormais, quelles que soient les réactions des investisseurs, la Banque centrale poursuivra sa politique en fonction de sa propre vision monétaire. On peut donc s'attendre à des baisses de taux, car c'est la doxa du nouveau patron de la Banque centrale, même si cela n'arrive pas immédiatement.

### Mais la posture de cavalier seul dans un monde monétaire globalisé est-elle possible ?

Depuis plusieurs années déjà, la Turquie affiche un besoin de financement externe trop important, aujourd'hui de l'ordre de 20% du PIB. La question d'un risque de liquidité latent n'est donc pas une nouveauté. **Plusieurs années aussi que cette crise de liquidité n'arrive pas.** D'une part, à cause de ce *stop and go* de l'économie qui, dans ses phases de croissance, attire les investisseurs. D'autre part, parce que la dette externe est surtout privée<sup>1</sup> et que les grandes entreprises ont déployé des stratégies de couverture face aux chocs de change répétés. Enfin, la Turquie représente un marché en croissance proche de l'Europe, dynamisé par une population jeune, et porté par une capacité entrepreneuriale et manufacturière exceptionnelle. Beaucoup d'entreprises ne peuvent donc ni ignorer ni rayer ce pays de leur stratégie, ce que peuvent faire plus facilement des investisseurs financiers, qui eux, voient le risque de change (qu'ils portent) plus que la croissance du PIB. Cette situation stratégique de la Turquie lui assure cependant un coussin de financement du commerce international qui soutient à moitié ses financements externes.

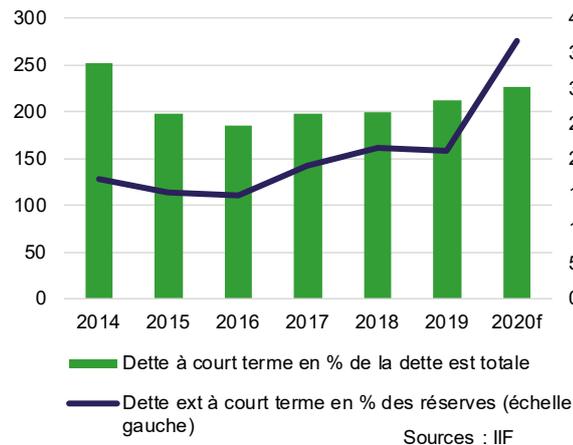
Tous ces arguments sont encore là pour envisager que le « gros » accident de liquidité n'arrivera pas. Cependant, **la concomitance d'une forte dette à court terme et d'un épuisement des réserves depuis quelques mois (ainsi que d'un manque de visibilité sur ces dernières lié au montant des swaps conclus par la Banque centrale) donnent une intensité plus forte au risque de liquidité.** La Turquie, en apesanteur dans son univers de crises de change chroniques, est donc en train de devenir un cas d'école de risque pays. Normalement, si l'on examine l'histoire des défauts, la crise devrait arriver. Et l'on rappelle que dans la plupart des crises des pays émergents, les fragilités préexistaient de plusieurs années à la crise, fragilités qu'un déclencheur externe finit par révéler. Dans le cas des crises de liquidité, le rôle du déclencheur externe est d'autant plus important que c'est la seule confiance qui maintient le refinancement de la dette à court terme. Ainsi, quand le Mexique fait défaut en 1982, à la suite d'une hausse des taux américains, ses réserves sont au plus bas depuis déjà quatre ans...

Autre argument qui laisse redouter l'approche du point de rupture : **dans le contexte conjoncturel actuel, les réserves ne pourront pas être reconstituées rapidement**, car le solde courant risque de souffrir des effets conjugués de prix de l'énergie plus élevés (16% des importations) et de la chute des recettes touristiques.

**Quant au change, il va être désormais très difficile à défendre** : les hausses des taux sont mises à l'index, les réserves sont épuisées, et les prêteurs en dernier ressort sont rares – rôle que le Qatar a déjà joué, en l'absence de FMI. En cas de nouvelles sorties de capitaux, comment l'État pourra-t-il ne pas penser à des mesures de contrôle réglementaire pour défendre sa devise (ce que le président Erdogan vient d'exclure mais...) ? Seules certitudes à ce stade, l'inflation va augmenter sous l'effet de la dépréciation et le secteur bancaire est clairement fragilisé, qui porte une dette à court terme en devises de l'ordre de 12,5% du PIB.

<sup>1</sup> La solvabilité de l'État reste à peu près préservée, bien que le montant exact des garanties accordées sur des partenariats publics privés, reste difficile à estimer, sans doute de l'ordre de 10% du PIB.

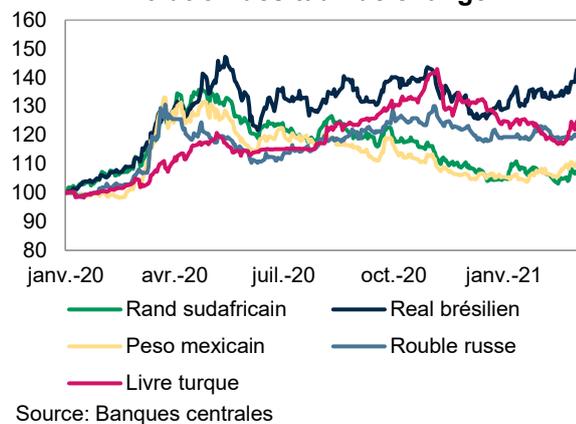
## L'apesanteur turque...



**Face à cette situation, comment les acteurs financiers pourraient-ils rester confiants ?** De fait, ils ne le sont pas, et c'est l'aspect le plus alertant de la situation actuelle car il peut devenir vite auto-réalisateur. Quels que soient les calculs d'apothicaires sur les comptes courants turcs, avec une dette à court terme de 43% de la dette extérieure totale, la Turquie reste dépendante des financements externes.

En ce qui concerne les investisseurs étrangers, les signaux de leur retrait progressif de Turquie sont d'ailleurs là depuis quelques années. Par exemple, leur part sur le marché des émissions souveraines locales est passée de 22% en 2014 à 7,6% en 2019 (ce qui réduit paradoxalement aussi les effets systémiques globaux du risque turc...). Quant aux investissements directs étrangers, de l'ordre de 2% du PIB, ils sont inférieurs à la moyenne des pays émergents.

## Evolution des taux de change



## Le risque majeur : la crise de confiance financière interne

En interne également, les signaux d'une chute de confiance dans le pilotage de l'économie se multiplient : dollarisation désormais élevée des dépôts bancaires (55%) ou base fiscale beaucoup trop rétrécie, estimée par l'IIF à 18,4% en 2021. Cela participe à la dégradation des équilibres budgétaires, avec un solde primaire qui était déjà déficitaire en 2019. **En résumé, il y a crise de confiance et désancrage des anticipations monétaires, avec un taux d'inflation de 15,6% en février, alors que l'objectif de la Banque centrale est de 5%. Mais à vrai dire, la crise actuelle ne fait qu'accélérer des tendances en cours depuis plusieurs années déjà.**

Le président semble d'ailleurs très conscient de l'enjeu que représente l'épargne en devises des Turcs, puisqu'il les a appelés la semaine dernière à défendre une Turquie attaquée par la finance, et à acheter des livres avec leurs dollars.

### Alors quelle conclusion ?

D'abord, même si elle se sort plutôt bien de la crise Covid pour l'instant, la Turquie va mal du point de vue monétaire et financier, et les allers-retours de la politique de change expriment aussi le risque politique interne.

Par ailleurs, dans tous les segments de la sphère publique, on se dirige vers plus de dirigisme et de centralisation, et il est difficile de dire où est le point d'arrivée de cette tendance. D'autant que la Turquie bénéficie effectivement de cette position stratégique privilégiée qui en fait encore un interlocuteur difficile mais incontournable pour les Occidentaux, et en particulier pour tous les autres membres de l'OTAN.

Quant aux évolutions de taux de change, ainsi qu'au financement de la dette à court terme, cela va totalement dépendre de la confiance des marchés qui est aujourd'hui très érodée à court et moyen terme.

Le degré d'acceptabilité de l'*Erdoganomics* et de l'hétérodoxie monétaire peut cependant bénéficier d'un joker inattendu : dans beaucoup de domaines économiques, le monde entier est en train de sortir de l'orthodoxie et cela déplace des seuils d'alerte (nouvelle politique monétaire, seuil d'alerte de dette, rôle du protectionnisme, etc.). Certains acteurs financiers peuvent donc « acheter » cette « Folk economics » dont parlait déjà Hayek en 1945<sup>2</sup> ce qui sauverait momentanément la trajectoire monétaire turque, au risque cependant d'une nouvelle surchauffe économique dans quelques mois.

Mais nous conseillerions surtout de garder en tête, à présent, la fin de Pierre et le Loup.

*Article publié le 26 mars 2021 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)*

---

<sup>2</sup> "The use of knowledge in society", *American Economic Review*

**Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :**

Date	Titre	Thème
26/03/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/03/2021	<u>Asie – Chêne ou roseau : l'Asean tiendra-t-elle ses promesses ?</u>	Asie du Sud-Est
24/03/2021	<u>Brésil – Un resserrement monétaire vigoureux</u>	Brésil
24/03/2021	<u>Services et tourisme dans les pays émergents, une des clés de la crise</u>	Emergents
23/03/2021	<u>Royaume-Uni – La BoE plus optimiste sur les perspectives à court terme</u>	Royaume-Uni
22/03/2021	<u>France – Confinement, le troisième</u>	France
19/03/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/03/2021	<u>Fintech, l'envers du décor ! Une diversité de façade</u>	Banques, innovation
17/03/2021	<u>Chine – Ce qu'il faut retenir des "deux sessions"</u>	Asie
16/03/2021	<u>États-Unis – Un plan de sauvetage au-delà des attentes</u>	États-Unis
15/03/2021	<u>BCE – Non, il ne s'agit pas d'une "bonne" repentification de la courbe des taux</u>	UE

**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

**Secrétariat de rédaction :** Véronique Champion

 Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.*