
Point sur l'évolution récente de la situation économique turque

Résumé

Depuis la dépréciation de la livre turque dans le sillage de l'annonce des sanctions économiques bilatérales, l'économie turque a brutalement ralenti. Les premières manifestations sont déjà tangibles et une contagion de la contraction de l'activité du secteur « réel » au secteur financier est anticipée. Devant l'urgence de la situation et l'épuisement des liquidités anticipé, des réponses politiques ambitieuses, crédibles et rapides sont attendues pour rétablir la confiance et enrayer la dépréciation de la monnaie locale.

1. Sous pression depuis le début de l'année du fait de la dégradation des comptes courants et de l'endettement extérieur, la devise turque a dévissé brutalement par rapport aux autres monnaies dans le sillage de la crise diplomatique avec les USA et l'annonce de sanctions réciproques

La dépréciation de la TL a entraîné une forte décélération de l'activité économique : la croissance du PIB au T2 2018 a ralenti à +5,2% en g.a alors qu'elle était de +7,3% au T1 2018. Désormais, la plupart des économistes estiment que la croissance sur l'ensemble de l'année 2018 serait de 3%, ce qui, compte tenu de l'acquis de croissance enregistré au premier semestre, signifie que l'activité au cours des T3 et T4 seraient au mieux atone, voire en contraction.

La plupart des secteurs économiques sont déjà touchés et certains d'entre eux sont à l'arrêt :

- Les secteurs qui ne peuvent répercuter la hausse de leurs coûts (principalement prix des matières importés) sur leur prix de vente (secteurs où les prix sont réglementés à l'instar des secteurs pharmaceutiques et de l'énergie), très fortement endettés en devises (secteur de la construction) ou centrés sur la demande intérieure (qui subit l'impact de la forte baisse du pouvoir d'achat des ménages du fait de l'accélération de l'inflation¹) sont les plus fragilisés. Les retards de paiement sont devenus monnaie courante et les premières faillites et restructurations ont été relevées tandis que les dépenses d'investissement ont diminué de 15% depuis le début de l'année.
- Les grandes entreprises qui ont la capacité de recourir aux instruments de couverture sont pour l'instant épargnées. Mais le renouvellement de ces couvertures est sujet à caution.
- Les entreprises centrées sur les produits et marchés haut de gamme (cosmétique, produits de luxe) et les entreprises exportatrices (produits agricoles, textile) tirent leur épingle du jeu en bénéficiant de la compétitivité apportée par la dépréciation de la monnaie locale. Cela étant, la détérioration de la situation financière de leurs fournisseurs et le renchérissement des matières premières importés entrant dans la fabrication de leurs produits aura nécessairement un impact négatif.

¹ Au mois d'août 2018, les prix à la consommation ont augmenté de 17,9% en g.a, soit la hausse la plus rapide enregistrée depuis 2003. La hausse des prix à la production atteint 32,1% en g.a. Les économistes estiment que l'inflation pourrait s'élever à 20% d'ici à la fin de l'année 2018 avant qu'elle ne ralentisse autour de 15% sur l'ensemble de l'année 2019.

Enfin, du fait du resserrement drastique des conditions d'accès au crédit, seule une minorité de grands groupes ont encore accès au canal bancaire pour financer leur activité. Les taux des nouveaux crédits à court terme s'élèvent désormais entre 35% et 45%² et, du fait de l'impact de la dépréciation de la TL sur la valeur des garanties, les banques demandent de nouveaux apports en collatéral. Dans ces conditions, la plupart des PME n'ont plus accès au crédit bancaire.

2. Le secteur financier est pour le moment peu affecté par la contraction de l'activité et la dépréciation de la livre turque, mais une dégradation de la qualité des actifs et de la situation financière est néanmoins anticipée

Les milieux financiers se montrent confiants dans la résilience du système bancaire turc sur le court terme. D'abord parce qu'elles se sont constituées un matelas de sécurité en anticipation d'un retournement de la situation conjoncturelle: au mois de juillet 2018, le ratio de solvabilité consolidé du système bancaire est supérieur à 16% et les profits cumulés sur la période de janvier à avril 2018 s'élèvent à 3,6 Mds Euro, en progression de 8% en g.a.

Ensuite, parce que, à ce jour, elles n'anticipent pas un tarissement de leurs ressources financières de court terme: les dépôts, en TL comme en devises, restent stables. Le renouvellement (roll over) des prêts syndiqués, et dont le montant cumulé s'élèverait à 8,5 Mds USD est plus sujet à caution (cf infra). Cependant, ces derniers ont été consentis par des banques créancières engagées dans des partenariats de long terme et un désengagement n'est pas à l'ordre du jour. Les acteurs de marché estiment qu'une partie importante de ces prêts sera renouvelée, à un taux certes supérieur à celui auquel ils avaient été consentis ou renouvelés en 2017, mais inférieur au taux de marché constaté actuellement sur les prêts de maturité équivalente. Finalement, seul le renouvellement des emprunts obligataires paraît réellement compromis, le marché, primaire et secondaire, étant gelé. Cela étant, les prochaines obligations n'arriveront pas à échéance avant 2019. In fine, le système bancaire disposerait donc de suffisamment de liquidités jusqu'à la fin de l'année 2018.

Enfin, parce qu'elles ont quasiment arrêté de distribuer de nouveaux crédits, du fait des conditions financières et des garanties additionnelles demandées, ce qui limite les risques potentiels sur la qualité du portefeuille de crédit.

Cela étant, la dégradation de la conjoncture aura nécessairement des répercussions sur la situation financière des banques. D'abord parce que les difficultés des entreprises financées et les défauts prévisibles entraîneront une baisse globale de la qualité de leur portefeuille de prêts. Le taux de créances douteuses³ devrait logiquement se détériorer et pourrait s'élever, toutes catégories confondues (NPL+ crédits en watch list) à 8% du portefeuille de crédits, un taux considéré néanmoins comme gérable par la profession. Ensuite, parce que la dépréciation de la monnaie locale a un impact négatif mécanique sur le ratio de solvabilité : toute baisse supplémentaire de 10% de la valeur de la TL par rapport à l'USD entraînerait, toutes choses égales par ailleurs, une dégradation du ratio de solvabilité évaluée à 50 pb. Enfin parce que le coup d'arrêt porté à la distribution de crédits aura nécessairement un impact négatif sur les revenus futurs et donc la rentabilité des banques.

A ce stade, les acteurs les plus importants de la place sont considérés comme étant les plus résilients. En revanche, les banques de taille moyenne et fortement exposées sur les secteurs de la construction et de l'énergie sont fragilisées. Si la dégradation de la situation persistait au-delà de 6 mois, certains établissements pourraient être en difficulté, ce qui nécessiterait très probablement la mise en œuvre de plans de sauvetage et de restructuration.

² Les taux des crédits à court terme étaient d'environ 15% au début de l'année 2018.

³ Le taux de NPL est de 3,08% à la fin du mois de juillet 2018.

3. Les milieux économiques attendent des réponses ambitieuses, rapides et crédibles de la part des autorités publiques

Les acteurs économiques estiment que les mesures prises jusqu'à présent répondaient à des chocs de court terme (apport de liquidité par la Banque centrale, régulation sur les swaps pour décourager les ventes de TL,...) ou qu'elles n'étaient pas à la hauteur des enjeux (refus d'augmenter le taux directeur de la Banque centrale à l'issue de la réunion du Comité de politique monétaire le 24 juillet dernier), entamant ainsi la confiance des acteurs en la capacité des autorités à apporter une réponse appropriée au ralentissement économique. La fin du mois de septembre s'avère cruciale dans ce contexte, mais la récente décision de la banque centrale incline à un optimisme mesuré. D'abord, parce que la décision de hausse de 625 pb du taux directeur a surpris le marché par son ampleur, les économistes anticipant en moyenne une hausse de 400-500 pb. Ensuite, parce que cette décision s'inscrivait en porte à faux avec les propos du pdt Erdogan qui rappelait son attachement à un environnement de taux bas durant la réunion du Comité de politique monétaire de l'Institut d'émission, et pourrait à ce titre être interprété comme le reflet d'une indépendance de décision retrouvée. Enfin parce que la Banque centrale a décidé également de revenir au mécanisme d'opérations de repo à une semaine pour conduire ses opérations de transmission des décisions de politique monétaire (et non plus à la facilité de prêt marginal à 24h), ce qui est tout à la fois plus efficace, plus orthodoxe pour une banque centrale, et plus transparent pour le grand public permettant ainsi un meilleur ancrage des anticipations d'inflation et, partant, une lutte plus efficace contre la dérive des prix.

4. Deux prochaines échéances s'avèrent capitales pour jauger la capacité de l'économie à éviter un effondrement brutal et prolongé

- **En premier lieu, la publication du plan économique à moyen terme, le 20 septembre prochain :** les décisions de politique monétaire constituent une première réponse nécessaire mais insuffisantes pour faire face aux défis économiques actuels. Des mesures budgétaires et structurelles sont indispensables afin de corriger les déséquilibres, pallier les effets du ralentissement économique (et ceux de la contraction du PIB attendue pour le second semestre de l'année 2018) et rétablir la confiance des agents. Dans ce contexte, des mesures très ambitieuses et crédibles sont attendues visant à diminuer les dépenses publiques et réformer les structures de l'économie turque. La publication de ce plan a pris du retard, des rumeurs exprimant des doutes sur la pertinence de mesures proposées dans une première mouture de ce texte qui aurait, depuis, largement remanié. Le plan mentionnerait ainsi de larges coupes budgétaires, souhaitées par les économistes.
- **En second lieu, le renouvellement (roll-over) des prêts syndiqués aux banques turques :** le roll-over du prêt syndiqué de 1,5 G USD à Akbank le 20 septembre prochain constituera un test important de la capacité des banques turques à se refinancer auprès des banques étrangères. Le secteur financier se montre relativement confiant à cet égard. D'une part, parce que le taux de roll-over (rolling ratio) est estimé entre 70% et 100%. D'autre part, parce que les banques créancières s'inscrivent dans un partenariat de long terme et n'ont pas vocation à se retirer du marché, ce qui expliquerait que le taux d'intérêt soit significativement plus bas que les taux des émissions obligataires d'une maturité équivalente. Cela étant, selon nos informations, le prêt syndiqué à Akbank serait renouvelé avec des conditions financières plus pénalisantes que l'an passé : le taux d'intérêt de ce prêt serait ainsi autour de Libor +260 pb au lieu de libor +130 pb en 2017. **Un « rolling ratio » inférieur à 70% et/ou un taux d'intérêt supérieur à libor +260 pb seraient perçus négativement par la communauté financière.**

Les autorités turques se trouvent au milieu du gué et ne disposent que de très peu de temps pour élaborer et mettre en œuvre des mesures ambitieuses et crédibles pour faire face à la contraction de l'activité en Turquie. La décision de la Banque centrale a montré que l'Institut d'émission était à la hauteur des enjeux et pouvait prendre des décisions ambitieuses et crédibles. La publication du plan économique à moyen terme, le 20 septembre prochain permettra d'évaluer la volonté des autorités publiques à prendre des mesures tout aussi courageuses dans le domaine des finances publiques et des réformes structurelles.

Cela étant, le calendrier diplomatique a un impact plus important sur la volatilité des taux de change que l'action du gouvernement : la valeur de la monnaie locale reste toujours exposée à de nouvelles sanctions économiques possibles de la part des USA. Dans ce contexte, le début du mois de novembre sera crucial car les autorités turques ont déjà annoncées qu'elles n'appliqueraient pas le second train de sanctions contre l'Iran.

Clause de non-responsabilité - Le service économique s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, il ne peut en aucun cas être tenu responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication.