



OCP Policy Center Conference series

# Turquie : La croissance face aux risques géopolitiques

Tania Sollogoub, économiste sénior, Crédit Agricole

02 December 2014



## □ Le profil de l'émergence turque

- Ce que les investisseurs “achètent” : une promesse de croissance
- Mais le modèle est déséquilibré
- Les risques sont latents, internes et externes

## □ L'impact des risques politiques et géopolitiques sur la croissance ?

- La perception et la mesure des risques politiques
- Les canaux de transmission des risques géopolitiques
- L'impact sur la croissance à long terme ?



# Le profil de l'émergence turque

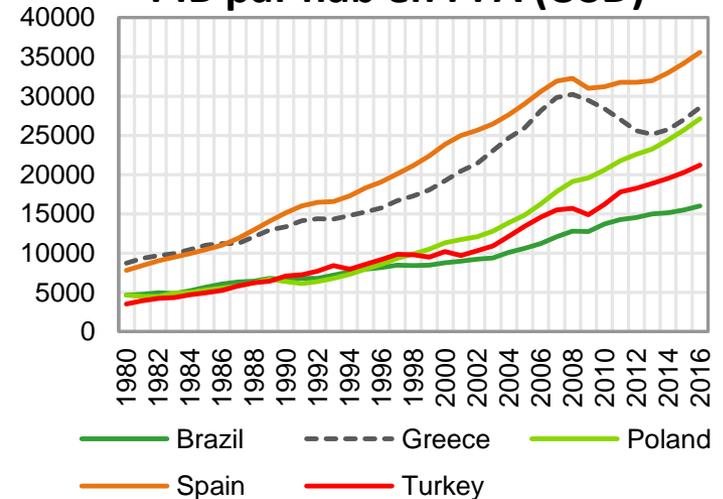
# Ce que les marchés et les agences de rating achètent : une promesse de croissance

- **Une croissance potentielle à 4%.** Un best case
- **Une croissance plus inclusive.** Taux de pauvreté et de privation, éducation, urbanisation
- **Un faible risque souverain :** une dette publique ramenée de 79% du PIB en 2003 à 34%, un déficit budgétaire mais un excédent primaire.
- **Un faible risque systémique "apparent" :** secteur bancaire, dette des ménages (24% du PIB contre 75% dans l'UE), taux de change flexible, gestion du risque de change par les agents (mais attention à la dette privée)
- **Une stabilisation politique et institutionnelle**

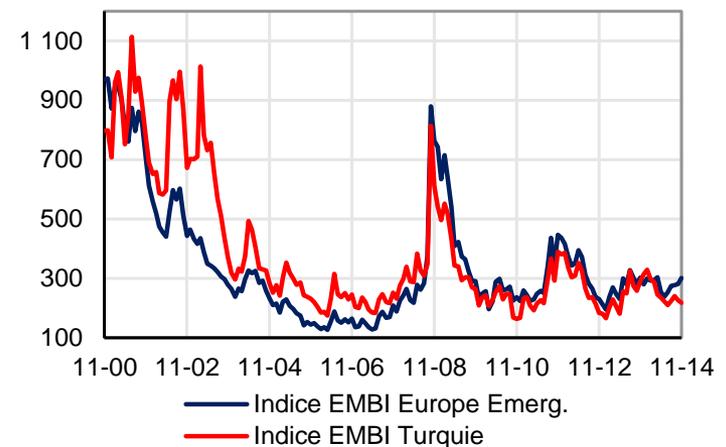


**La stabilité politique est au cœur de l'émergence turque mais aussi de la confiance des investisseurs**

## PIB par hab en PPA (USD)



## Prime de risque



source : JP Morgan

# Les faiblesses du modèle : la perte de compétitivité, les clivages

## ■ Une perte de compétitivité après 2009

- Une croissance tirée d'abord par la productivité puis par l'emploi + un cycle du crédit

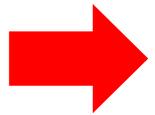
## ■ Un marché du travail clivé et rigide

## ■ Les « young frustrated » : les inégalités perçues, des erreurs d'analyse

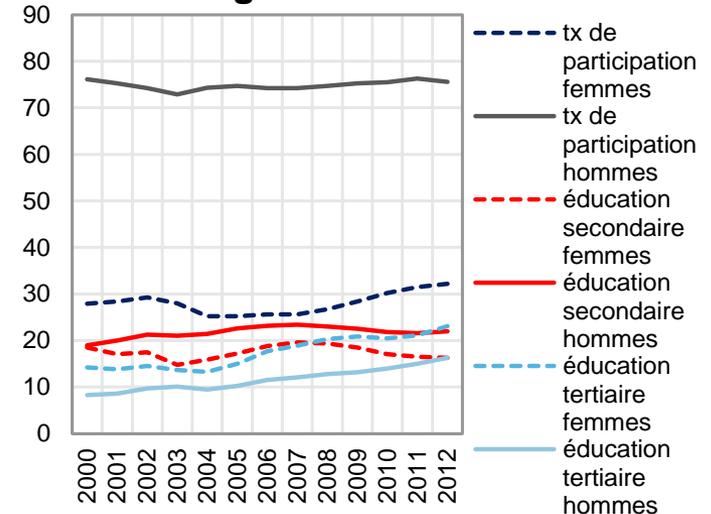
## ■ Un rôle contradictoire des PME

- souplesse à l'export - (textile, automobile, puis mécanique et chimie : moyenne technologie)
- Mais impact mitigé sur la productivité, la gouvernance
- Un accès encore limité aux financements et une hausse rapide des créances douteuses (très sensibles à hausse des taux)
- Gestion de la croissance et évolution des B modèles

**Les investisseurs comprennent mal les clivages de la société = Des erreurs d'analyse, de l'incertitude, des chocs de confiance (Moody's accorde l'investment grade en mai 2013)**

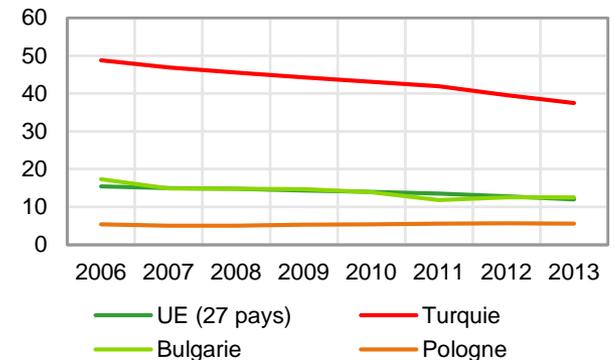


## Les clivages du marché du travail



source : WB

## Jeunes en décrochage scolaire



Source Eurostat : % de la population âgée 18-24 ans ne suivant ni études ni formation et dont le niveau d'études ne dépasse pas l'enseignement secondaire inférieur

# Les faiblesses du modèle : la contrainte d'offre "à la turque"...

## ■ Un taux d'épargne exceptionnellement bas

La stabilité macroéconomique et politique

La démographie

Une meilleure couverture sociale par l'Etat

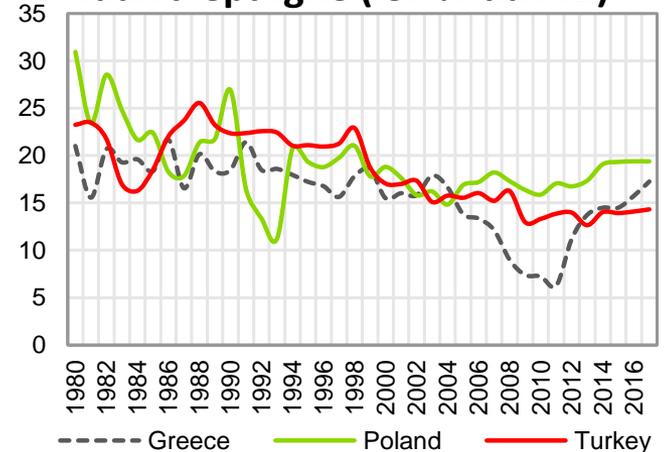
Des taux réels plus bas

Un meilleur accès au crédit

Et bien sûr, l'économie parallèle...

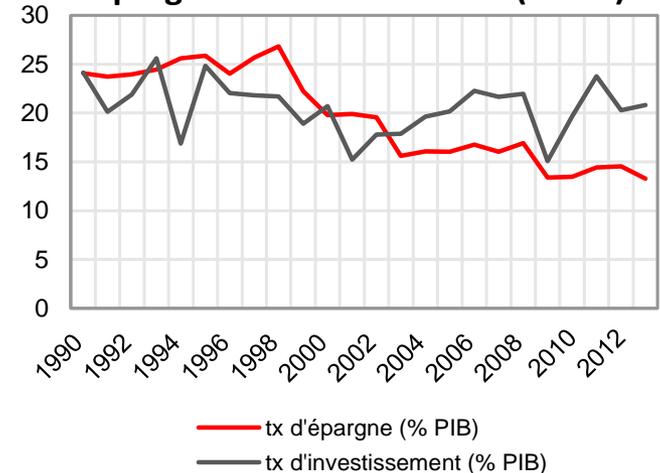
## ■ Un investissement financé par l'épargne externe

### Taux d'épargne ( en % du PIB)



Source : IMF

### Epargne et investissement (% PIB)



Source : IIF

# Le risque externe : l'effet volume du besoin de financement

## ■ Une croissance volatile qui produit des déficits externes

- 2000/2008 : un cycle exceptionnellement long
  - 2010/2012 : Le hard landing de la croissance est évité
- Mais même modèle et équilibre global dégradé

## ■ Les causes structurelles du déficit ?

La faiblesse de l'épargne

La dépendance énergétique

La croissance des importations supérieure à celle des exportations (peak de crédit à 35% en 2013)

Le contenu important en importations des exportations

## ■ Une vulnérabilité financière accrue après 2009

Un déficit accru ET une détérioration dans la structure du financement

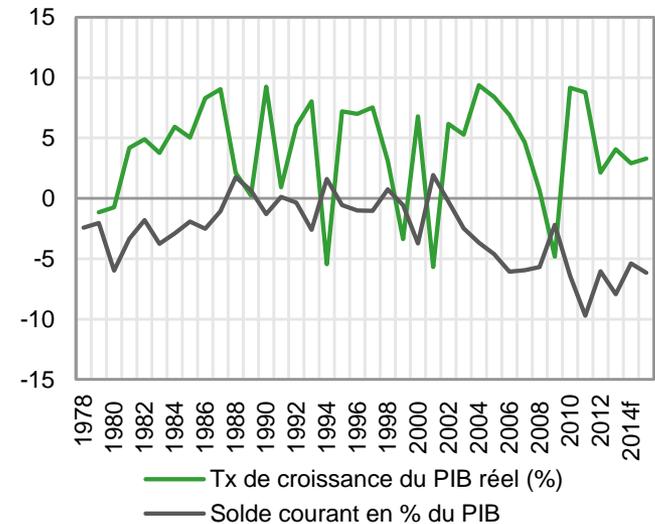
## ■ Les trois vrais risques

L'effet volume

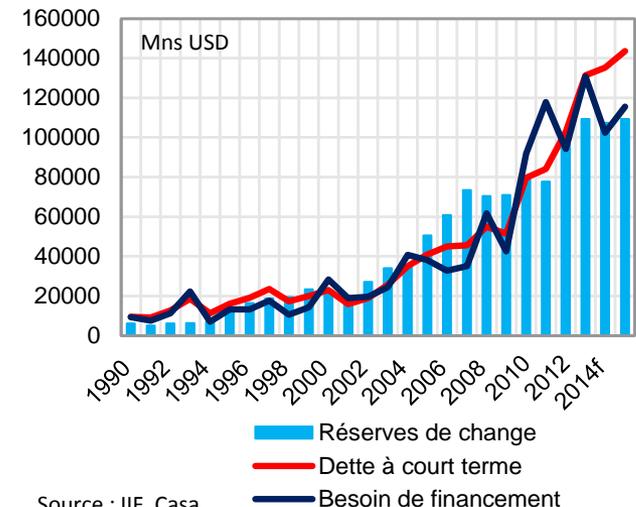
Une dépendance par rapport aux USA (janv 2014 : le change perd 17% - le taux repo passe de 4,5% à 10)

Les réserves de change et le risque de liquidité

### Croissance et solde courant



### Besoin de financement



Source : IIF, Casa

# Le risque “interne”: le piège de la perte de compétitivité ( “middle income trap” )...

## ■ La mécanique

faible investissement, croissance ralentie, diversification industrielle limitée, marché travail figé : une perte de compétitivité progressive...

## ■ Quelques symptômes...

La croissance est **durablement inflationniste** (marché du travail, dépréciation du change...) – CPI 9% (core inflation supérieur à 9)

Les **clivages du marché du travail et le coût de l'emploi freinent les IDE** (anormalement bas)

Depuis 2010, les **salaires réels augmentent plus vite (4% en moyenne depuis 2010) que la productivité (1,5%)**

= **épuisement du « modèle » de gestion du cycle par la flexibilité du change.**

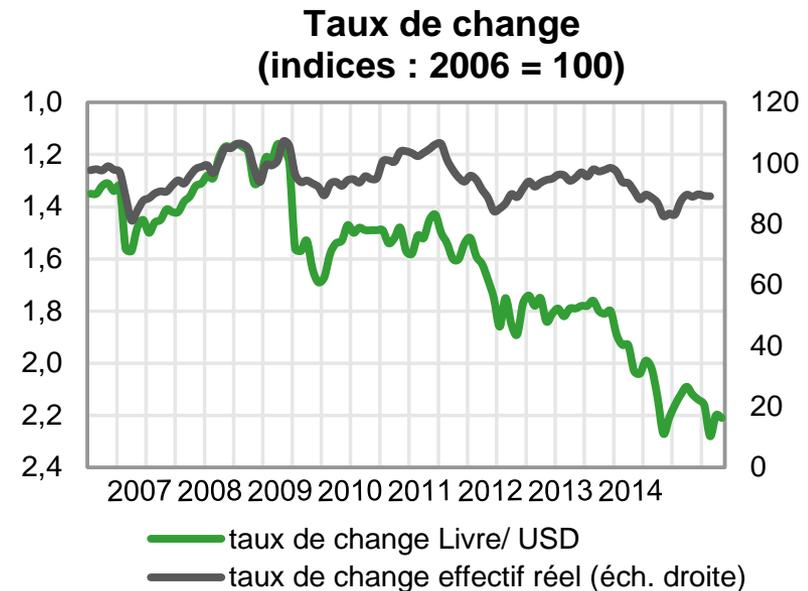


**Le gouvernement a fait le bon diagnostic structurel (250 mds + 100 PPP)**

**Mais attention au piège de la croissance (speed limit)**

**Une position délicate de la banque centrale (objectif 5% !)**

**Une marge de manœuvre budgétaire de plus en plus faible**

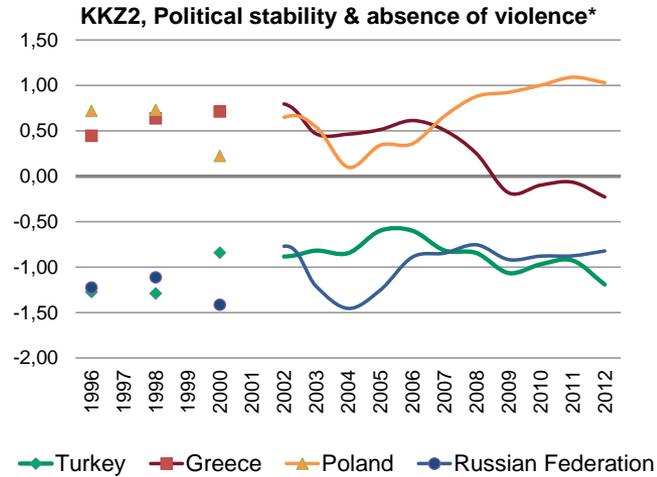
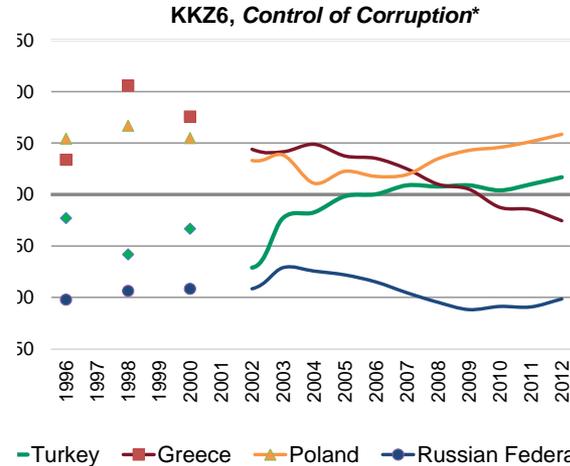
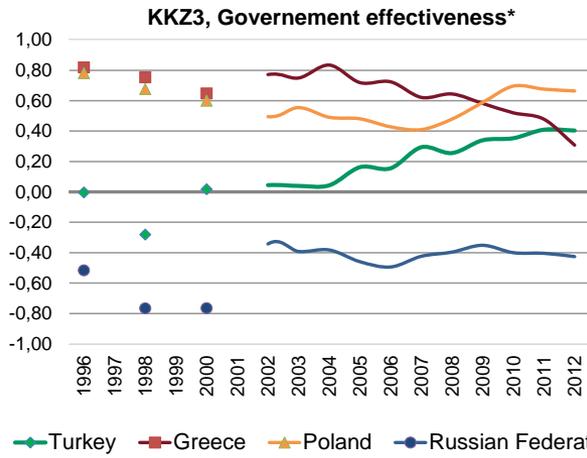


source CBT



# L'impact des risques politiques et géopolitiques ?

# La perception du risque politique ?



\* Notes de -2,5 à +2,5 Source : Banque Mondiale ; de -2,5 à +2,5 Source : Banque Mondiale \* Notes de -2,5 à +2,5 Source : Banque Mondiale

- Des progrès dans les indicateurs de gouvernance mais pas de risque politique
- L'affaire « gülen » : impact risque judiciaire sur FDI
- La liste GAFI



# La transmission des risques géopolitiques



## ■ Transmission directe

### Les sanctions

Les flux commerciaux (la politique « néo ottomane ») et touristiques

Les arbitrages budgétaires (non market friendly ? Rôle des « hommes clés » comme Babacan ou Kudrin)

Les renversements des priorités politiques et de la perception du risque de réputation par le gouvernement

## ■ Transmission indirecte : les anticipations

Les risques géopolitiques sont perçus par les investisseurs comme des **risques systémiques + Ils ne sont pas prévisibles, pas mesurables.**

L'agressivité croissante du discours politique accroît **la volatilité du change**

L'autoritarisme est perçu comme une risque fort d'incertitude réglementaire : **impact majeur sur les IDE et les financements à long termes**

Il est également perçu comme un risque accru de politique économique erronée et de mauvaise gestion du changement : **impact fort sur la notation souveraine**

Il pose la question des PPP et de **l'efficacité du capitalisme d'Etat**

Il réduit la maturité des engagements car les processus de succession sont complexes : **impact sur la stratégie des investisseurs externes et internes** (les printemps arabes ont montré la pertinence de la question de l'usure des pouvoirs autoritaires.

## Le risque géopolitique



Le + : de nouveaux partenaires ?  
Le - : un vrai risque de choc de refinancement sur les comptes externes / une dégradation dans les ratings : une hausse de tous les spreads / un renversement des priorités budgétaires

## Autoritarisme croissant et rhétorique nationaliste



Le + : une forme de stabilité, une croissance maintenue  
Le - : peu de visibilité à long terme, pas de changement du modèle de croissance, peu de protection réglementaire pour les investisseurs



**Risque de choc**  
**Ralentissement endogène**

**Stratégie de la forteresse**  
**assiégée**

**Isolement croissant et**  
**erreurs de politique**  
**économique**

