

THÉMATIQUE



Karine HERVÉ,
Macrostratège Senior,
Marchés émergents

La politique monétaire peu orthodoxe est l'une des principales causes du niveau élevé de l'inflation en Turquie

L'inflation en Turquie pourrait très bien atteindre 50 % voire plus dans les prochains mois

En raison de politiques économiques peu orthodoxes, la Turquie va devoir faire face à une année difficile, avec une inflation au plus haut depuis 20 ans... mais nous voyons de la lumière au bout du tunnel !

Des politiques économiques peu orthodoxes pour assurer la continuité politique du gouvernement

Le président Erdogan et son parti (AKP) connaissent leur plus faible popularité à l'approche des élections en juin 2023. À l'heure actuelle, le gouvernement fait le pari d'un *policy mix* basé sur des taux d'intérêt bas, une monnaie plus faible et un paquet fiscal pour soutenir la croissance et assurer sa réélection. Il s'agit d'un pari extrêmement risqué dans un environnement où l'inflation ne cesse de grimper.

Quelle est la « théorie » économique qui sous-tend cette politique peu orthodoxe ? Premièrement, il s'agit de tirer les taux d'intérêt vers le bas car des taux d'intérêt élevés sont un frein aux investissements productifs, donc à la demande intérieure et à l'emploi. Deuxièmement, une monnaie plus faible devrait doper les exportations, réduire les importations, améliorer le solde de la balance courante, soutenir la croissance et, au passage, stabiliser à un moment donné la livre, ce qui

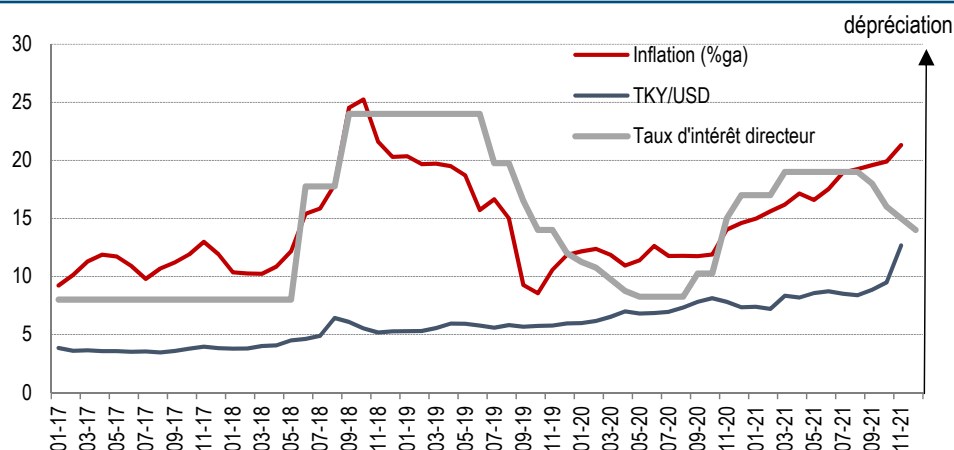
devrait réancrer les anticipations d'inflation. Troisièmement, la Turquie i) devrait continuer d'attirer les investissements directs étrangers, car il s'agit d'un marché énorme, qui offre de nombreuses opportunités avec une population jeune et de faibles coûts de main-d'œuvre et ii) devrait éviter une crise de la balance des paiements car dans le contexte actuel, le pays est en capacité de financer ses obligations extérieures pendant au moins un an. Quatrièmement, il est possible de contenir les pressions inflationnistes mondiales grâce à des prix administrés. Cinquièmement, l'utilisation de la marge de manœuvre budgétaire du pays (la dette publique est inférieure à 40 % du PIB) pour mettre en œuvre des mesures de relance budgétaire devrait compenser les effets négatifs de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages et les coûts de production des entreprises.

La CBRT a lancé un cycle d'assouplissement qui a nourri la tempête

En tant que fervent défenseur des taux d'intérêt bas, le président Erdogan a appelé à maintes reprises à une baisse des taux d'intérêt. Appels qui semblent

avoir été entendus par la Banque centrale de la République de Turquie (CBRT) qui a abaissé les taux alors même que le pays était en proie à une inflation galopante.

1/ Inflation et Taux



Sources: CEIC, Recherche Amundi - Données au 25/01/2022

THÉMATIQUE

En effet, alors que l'inflation turque approchait les 20 % en glissement annuel en septembre 2021, la CBRT a lancé un cycle d'assouplissement monétaire, avec une diminution des taux de 500 pb à 14 % (voir graphique n° 1). Cette politique monétaire ultra-accommodante ainsi que les changements successifs à la

tête de la banque centrale ont fait naître des doutes chez les acteurs de marché quant à l'indépendance de la CBRT et à la soutenabilité à moyen terme d'une telle politique. Cela a généré une forte volatilité et une dépréciation de la livre malgré les différentes interventions de la CBRT.

Encadré 1 : Mesures visant à limiter l'impact négatif d'une inflation élevée sur l'économie réelle et à soutenir la demande intérieure

- Les salaires minimums nets seront augmentés de 50 % d'ici 2022 ;
- L'impôt sur le revenu et autres taxes seront supprimés pour tous les salariés dont le salaire est inférieur ou égal au nouveau salaire minimum ;
- Nouveau soutien de l'État aux retraites privées: le gouvernement s'alignera sur 30 % de toutes les cotisations versées par les travailleurs du secteur privé au système de retraite facultatif, contre 25 % actuellement ;
- Abaissement à 10 % de la retenue à la source sur les dividendes des sociétés ;
- Les exportateurs et les industriels bénéficient d'une réduction de 1 pp de l'impôt sur les sociétés.

La stabilisation de la livre est essentielle au succès des politiques du gouvernement

Le 16 décembre, le gouvernement a annoncé une série de mesures visant à limiter l'impact négatif de l'inflation élevée sur l'économie réelle et à soutenir la demande intérieure (voir encadré 1), alors que dans le même temps, la CBRT abaissait à nouveau son taux. La livre a chuté de 20 % en quelques jours atteignant un plancher historique de 18,4 par dollar. Il est fort probable que la CBRT soit intervenue sur le marché

(la position extérieure nette a diminué de 7 milliards de dollars dans les deux jours suivants). Le 21 décembre, des mesures supplémentaires ont été mises en place pour favoriser les dépôts et l'épargne en livre et la dé-dollarisation afin de stabiliser la monnaie (voir encadré 2). Les interventions de la CBRT et les nouvelles mesures ont donné une légère impulsion à la livre, qui s'établit à environ 13,5 aujourd'hui.

Encadré 2 : Mesures visant à stabiliser la livre

- Dépôts en livres indexés sur les taux de change: si la dépréciation de la livre est supérieure au taux d'intérêt de la livre, les détenteurs de dépôts seront indemnisés de la différence par le Trésor et exonérés d'impôts ;
- Instrument de change à terme non livrable pour les exportateurs: la Banque centrale garantira des niveaux de taux de change à l'avance aux exportateurs pour atténuer les risques de change ;
- Réduction de la retenue à la source qui passe de 10 % à 0 % pour les investissements en titres en livres émis par le gouvernement ;
- Les exportateurs doivent vendre 25 % de leurs revenus en devises à la CBRT ;
- De nouveaux produits financiers pour faire entrer l'épargne-or « de secours » dans le système financier.

Cependant, peu de pays subissent des pressions inflationnistes aussi fortes que la Turquie. L'inflation a atteint 36,1 % en glissement annuel en décembre, soit un plus haut depuis 20 ans, bien supérieur au chiffre de novembre (21,3 %) et aux prévisions du consensus (27,4 %). La hausse des prix des denrées alimentaires (43,8 % en décembre, contre 27,1 % en novembre) et de

l'énergie (42,9 % contre 32,1 %) a été le principal moteur de l'augmentation de l'inflation totale. Les prix des services et l'inflation sous-jacente ont également progressé respectivement de 22,3 % et 31,9 % en décembre, contre 16,9 % et 17,6 % le mois précédent. Les prix de la production ont connu une hausse de plus de 80 %. L'inflation s'est propagée à l'ensemble des biens et services.

THÉMATIQUE

Comme dans de nombreux pays, les pressions inflationnistes ont été et sont encore alimentées par les prix élevés des produits de base, l'augmentation des coûts de transport et de fret et la hausse des prix des biens intermédiaires, due aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Néanmoins, il est clair que la forte dépréciation de la livre (alimentée par une politique monétaire peu orthodoxe) a exacerbé la hausse des prix des produits importés et constitue la principale raison des chiffres actuels de l'inflation.

Compte tenu des effets de base, des pressions inflationnistes mondiales qui devraient persister plus longtemps

que prévu, des augmentations à venir des prix de l'énergie domestique¹, des taxes spéciales sur la consommation, notamment sur le tabac et l'alcool de l'ordre de +25 %, une forte augmentation du salaire minimum (+50 % en 2022) et des hausses de salaires dans le secteur public, l'inflation devrait dépasser les 50 % en glissement annuel dans les prochains mois. Dans ce contexte, la CBRT ne pouvait pas se permettre d'exercer une pression supplémentaire sur la livre en continuant à baisser ses taux. La décision de faire une pause lors de sa dernière réunion de politique monétaire tenue le 20 janvier était attendue par les acteurs de marché.

Les mesures de soutien et la pause de la CBRT seront-elles suffisantes pour stabiliser la situation économique du pays ?

La dépréciation de la livre ayant été l'un des principaux moteurs de la flambée de l'inflation en Turquie, les mesures prises par les autorités et la pause de la CBRT parviendront-elles à stabiliser la monnaie ? Telle est la question cruciale !

Nous pensons que les mesures sur les dépôts en livres liés aux taux de change ont une sorte d'impact « ponctuel » et limité sur la stabilisation de la monnaie, sans parler du fait qu'elles devraient être coûteuses. La demande de devises est « structurelle » en Turquie (la part des devises dans les dépôts des ménages est supérieure à 60 %) et dans un environnement où l'inflation et les incertitudes qui y sont liées sont élevées, les ménages ne devraient pas, selon nous, modifier massivement leur comportement. De plus, l'inflation élevée et les taux d'intérêt réels négatifs ne sont pas des facteurs d'accroissement des dépôts, de la demande d'actifs et de l'épargne. En d'autres termes, l'incitation à l'épargne est faible. Par ailleurs, alors que le déficit public devrait passer de 3 % à 5 % du PIB en 2022 et que la dette publique devrait s'inscrire en hausse de 2 ppt à 5 ppt, ces mesures pourraient détériorer davantage les indicateurs budgétaires : une dépréciation supplémentaire de 10 % de la livre creuserait le déficit budgétaire de 1 ppt du PIB sur un horizon de 6 mois.

Un autre moyen de stabiliser la livre serait, comme mentionné précédemment, une amélioration du solde de la balance courante. En théorie, une monnaie faible contribue à stimuler les exportations grâce à des gains de compétitivité et à réduire la demande d'importations, de sorte que la balance courante s'améliore. Cependant, dans le cas de la Turquie aujourd'hui, plusieurs facteurs pourraient exercer des forces contraires.

Premièrement, en ce qui concerne le commerce turc, les marchandises sont en grande partie facturées en devises et les importations sont pour la plupart des biens intermédiaires. Dans cette configuration, les gains de compétitivité pourraient être limités. Deuxièmement, de nombreuses études montrent que les exportations sont plus sensibles à la demande extérieure qu'à la dépréciation du taux de change effectif réel. Dans le contexte mondial de grandes incertitudes dues à la pandémie et de révisions à la baisse de la croissance mondiale, la demande extérieure pourrait décevoir. En particulier, les recettes des exportations turques sont principalement tirées par le tourisme. Ce dernier pourrait ne pas renouer avec son niveau d'avant la pandémie, si l'on tient compte du nouveau variant (Omicron) et des nouvelles restrictions de mobilité. Troisièmement, si la demande intérieure,

Tant que l'inflation ne s'inversera pas, la livre restera sous pression

¹ La hausse des prix de l'électricité devrait être comprise entre +50 % et +125 et celle du gaz naturel et de l'essence devrait être de +25 %.

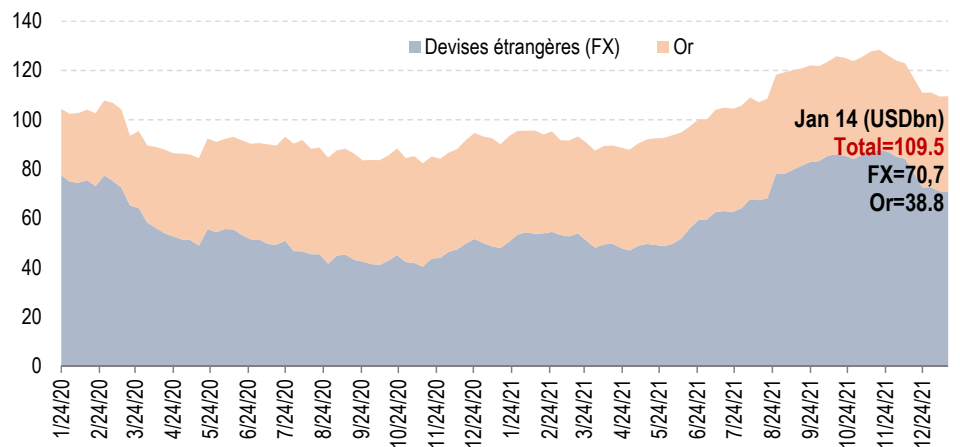
et notamment la consommation des ménages, tirées par la croissance des prêts et l'augmentation des salaires, demeurent solides, les importations ne devraient pas diminuer; au contraire, en raison de la dépréciation de la livre, elles devraient être plus chères. Enfin, l'année dernière, l'amélioration de la balance courante était en partie due à la réduction du déficit du commerce de l'or. Ce dernier étant désormais proche de l'équilibre, il est peu probable qu'il soit une source d'amélioration à l'avenir.

La CBRT pourrait continuer à intervenir sur le marché, mais c'est une mesure coûteuse et, dans tous les cas, elle ne sera pas viable à moyen terme. Le 19 janvier, la CBRT aurait signé des accords de swap avec les banques centrales des Émirats arabes unis d'environ 5 milliards de dollars et d'Azerbaïdjan pour 1 milliard de dollars. Il s'agirait des quatrième et cinquième

accords de swap que la CBRT aurait conclu avec une autre banque centrale, après un accord de swap de 15 milliards de dollars avec le Qatar, de 6 milliards de dollars avec la Chine et de 2 milliards de dollars avec la Corée du Sud; tous ces accords ont été conclus en livres. Les réserves brutes turques avoisinent maintenant 110 milliards de dollars, dont 40 milliards de dollars d'or et 70 milliards de dollars de devises. Les swaps bilatéraux représentent environ 30 milliards de dollars. Seuls environ 40 milliards de dollars de devises sont utilisables en espèces pour des interventions directes. Au cours du seul mois de décembre dernier, les interventions officielles de la CBRT se sont élevées à 7,2 milliards de dollars et les interventions officieuses auraient semble-t-il été du même ordre (voir graphique n° 2).

Il ne se dégage aucun consensus sur la politique que mènera la CBRT à court terme

2/ Réserves



Sources: Thomson Reuters/Recherche Amundi - Données au 25/01/2022

Il ne fait aucun doute que 2022 sera une année difficile pour la Turquie

Tant que les anticipations d'inflation ne seront pas ancrées, c'est-à-dire tant que la trajectoire de l'inflation ne se sera pas inversée, la livre devrait rester sous pression. Le gouvernement adoptera probablement de nouvelles mesures administratives et réglementaires en vue de contenir l'inflation. En l'absence d'une nouvelle dépréciation massive de la livre, nous ne pensons pas que la CBRT fera volte-face et relèvera ses taux ni au premier ni au deuxième trimestre. Nous pensons que la CBRT adoptera une attitude attentiste jusqu'à la saison estivale, afin de surveiller

l'impact des récentes mesures sur l'inflation et d'agir en fonction de la trajectoire de cette dernière.

En fait, les perspectives à court terme, ainsi que le gouvernement, sont si imprévisibles qu'aucun consensus ne se dégage. Les analystes sont largement divisés. Certains s'attendent à ce que la CBRT conserve une posture attentiste cette année, quelle que soit la tendance de l'inflation. D'autres considèrent qu'elle n'a pas d'autre choix que de relever son taux au premier trimestre ou, au pire, au deuxième trimestre. Enfin, certains

sont d'avis qu'étant donné le biais pro-croissance des autorités, la CBRT devrait abaisser à nouveau son taux avant l'été. Inutile de souligner à quel point les perspectives économiques et politiques sont fragiles, ce qui accroît la perception du risque.

Cependant, un autre élément pourrait également changer la donne : le peuple turc commence à descendre dans la rue pour protester. L'érosion du pouvoir d'achat des ménages pourrait jouer contre le gouvernement et éroder encore plus sa popularité. Les risques d'agitation sociale s'intensifient. Même les soutiens du gouvernement haussent le ton, et ce phénomène devrait

s'accentuer à mesure que les conditions économiques se dégraderont.

Ce n'est pas la première fois que les responsables politiques turcs tentent de mettre en œuvre des politiques macroéconomiques peu orthodoxes, mais ils reviennent généralement à des mesures plus conventionnelles lorsque la situation devient incontrôlable. Serait-il possible de voir les autorités faire à nouveau volte-face et la CBRT augmenter ses taux ? Nous pensons qu'elles le feront, mais le plus tard possible.

Achévé de rédiger le 20 janvier 2022

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 1^{er} février 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 2 février 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Yellow Dog Productions - jianguifang

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean Baptiste, Stratégiste

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurelien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit