

## VOYAGE EN TURQUIE (25-27 AVRIL 2007)

### Compte-rendu

Les marchés turcs (obligations, actions et devise) ont été très porteurs depuis le début de l'année 2007. Du côté obligataire, les plus-values liées à une baisse des taux sur toutes les échéances sont venues s'ajouter à des rendements très élevés (les rendements à quatre ans sont passés de 18,50% à 16,90%). Les actions qui avaient souffert en 2006 dans la crise des marchés émergents ont progressé de 21% et la lire est en hausse de 4,5%.

Les négociations pour l'adhésion à l'Union Européenne sont ouvertes depuis l'automne 2006. Compte tenu de la position spécifique adoptée par le nouveau Président de la République, les investisseurs français portent sur ce processus un regard différent de la moyenne de leurs confrères européens. On peut donc rappeler que les négociations sont menées par l'Union Européenne elle-même. Par ailleurs, on se souvient que la Chancelière Angela Merkel avait une position proche de celle de Nicolas Sarkozy avant d'accéder à ses fonctions.

En tout état de cause, l'adhésion n'interviendra pas avant les années 2013-2014, au dire des autorités turques elles-mêmes. Il faut donc considérer ce processus comme une occasion donnée à la Turquie de s'approprier les principes de gouvernance de l'Union Européenne, ce qui ne peut être que bénéfique.

Nous avons rencontré les personnes suivantes :

1. Ulrike Hauer, chef de section à la commission européenne en charge de l'économie, du commerce et de l'agriculture.
2. Zafer Mustafaoglu, senior economist à la Banque Mondiale.
3. Erdem Basçi, deputy-governor à la Banque Centrale.
4. Reha Denemeç, député membre du parti AKP.
5. Mert Sunar sous-secrétaire d'Etat au Trésor en charge du management de la dette.
6. Faruk Bilen, directeur financier de Sabanci Holding.
7. Ahmet Cimenoglu, directeur de la stratégie et de la recherche de Yapi Credit, filiale de UniCredit.
8. Jean-Luc Duramy, directeur de DuPont pour la Turquie, le moyen orient et l'Afrique.
9. Haluk Tükei, secrétaire général de Tüsiad, association des chefs d'entreprises turcs.

- Impression générale

Les médias qui s'adressent au grand public et les études des brokers donnent de la Turquie une image qui nous semble en retrait par rapport à ce qu'est le pays du point de vue économique. Il est vrai que notre voyage s'est limité à Ankara et Istanbul, et que le reste du pays est moins développé. Mais cette remarque vaut pour d'autres pays, y compris les grands pays industrialisés.

L'impression générale est celle d'un pays dont le niveau de richesse serait beaucoup plus proche de la Pologne que ne l'indiquent les statistiques de l'OCDE. Nous ne sommes pas étonnés que l'institut Turkstat qui travaille sur les séries statistiques indique une possible révision à la hausse de 30% du PIB, notamment après prise en compte des données liées à l'économie parallèle.

Jean-Luc Duramy (DuPont) est très élogieux sur les qualités professionnelles de la population turque, qu'il juge peu économe de ses efforts et souvent créative. Nous avons été impressionnés par le niveau de culture économique et l'aptitude à l'expression en anglais des

personnes que nous avons rencontrées : elles se situent souvent au-dessus de celles des pays du groupe de Visegrad.

Le dynamisme démographique est par ailleurs un élément bien connu.

- Situation politique

Au mois d'avril sont apparues des difficultés liées au choix par le parti au pouvoir AKP du ministre Abdullah Gul comme candidat à l'élection présidentielle. L'opposition laïque et l'armée ont estimé que ce ministre avait un passé « islamique » trop chargé pour être Président de la République. Les développements qui se sont ensuivis sont conformes à ce que l'on peut attendre dans un pays qui évolue progressivement vers une démocratie plus moderne.

La vie politique turque est d'une manière générale d'une interprétation difficile pour les observateurs non initiés, et bien des choses se jouent à front renversé. C'est ainsi que le parti AKP, souvent qualifié de parti islamiste, a fait beaucoup plus pour la modernisation de la Turquie que ses prédécesseurs laïcs. Il est soutenu par l'association patronale Tüsiad qui le considère comme le seul parti réellement libéral.

- Données macroéconomiques

La croissance se situe à un rythme de 6% environ. L'inflation, du fait de la hausse du pétrole et de la baisse de la lire (l'économie turque est très dépendante pour son alimentation en énergie), a connu un pic au-dessus de 10% récemment. Le dernier indice publié est de 9,2%. Un repli assez rapide est attendu à l'horizon des prochains trimestres. Sous le contrôle du FMI, la Turquie a fait des efforts importants dans ce domaine. Le budget dégage un excédent primaire et le déficit représente 1,5% du PIB. Le déficit des paiements courants représente actuellement 6% du PIB. Le FDI en finance les deux tiers.

- Banque centrale – Politique monétaire

La Banque centrale semble plus indépendante du pouvoir politique que nous ne le pensions antérieurement. Elle a pour objectif d'éradiquer durablement les anticipations inflationnistes liées aux antécédents du pays en ce domaine. C'est une des raisons pour lesquelles elle maintient les taux directeurs au niveau élevé de 17,5%, soit plus de 8% en termes réels. Cette attitude semble justifiée : il n'est pas rare que les Turcs comptent en taux mensuel, et cette habitude doit être abandonnée dès l'instant que l'objectif est de ramener l'indice des prix aux niveaux connus dans les grands pays industrialisés.

- Marché obligataire

Dans un contexte de stabilité économique accrue, le ministère des finances commence à augmenter la durée moyenne des émissions domestiques. Un titre à cinq ans (16% mars 2012) a été émis récemment. La courbe des rendements fait ressortir le un an à 18,80%, le deux ans à 19,40%, et le cinq ans à 16,30%. Une baisse des rendements est à prévoir au fil des trimestres à venir.

- Marché des actions

Le marché d'actions turques présente les caractéristiques suivantes:

- l'indice de la bourse d'Istanbul (ISE National 100) regroupe de nombreuses sociétés appartenant encore à l'Etat,
- le marché bénéficie d'une assez bonne liquidité,
- sa valorisation n'est pas très élevée en comparaison d'autres marchés de même catégorie.

La crise boursière du printemps 2006 a eu un impact important, puisque l'indice a baissé de près de 2% sur l'ensemble de l'année quand beaucoup d'autres progressaient de plus de 10%. La progression sur le premier semestre 2007 est significative, avec une avancée de 20%.

- Devise

Nous n'utilisons pas pour la lire turque notre instrument de mesure du pourcentage de la parité de pouvoir d'achat qui est particulièrement utile pour les pays du groupe de Visegrad. Les outils statistiques disponibles nous paraissent encore un peu fragiles, qu'il s'agisse de la mesure du PIB par habitant, ou de la composition des paniers servant à mesurer l'évolution des prix. À court terme, le volume de FDI et les flux de portefeuilles (notamment liés au niveau des taux) sont un facteur de soutien important pour une devise qui avait été très touchée par la crise du printemps 2006. À long terme, la poursuite des efforts de rationalisation de l'économie, le contrôle durable de l'inflation et un rehaussement du niveau de technologie des produits exportés seront nécessaires pour assurer à la lire un potentiel de hausse structurel.

### **Conclusion**

La lire turque a surpris par sa vigueur au cours des derniers mois. Elle est parfois jugée chère par rapport au dollar. Cela n'est pas un handicap, la Turquie étant au contraire favorisée par cette situation quand il s'agit de régler sa facture pétrolière. Contre euro, Haluk Tükei, le secrétaire général de Tüsiad, association des chefs d'entreprises turcs, considérait que le niveau de la fin avril (1,82 TRY pour 1 €) ne pénalisait pas les exportateurs.

La lire peut être achetée aujourd'hui étant donné le niveau des rendements des titres d'Etat, qui constitue une protection contre la volatilité éventuelle de la devise. On peut opter pour les titres à un an pour profiter de taux proches de 19%, ou pour des titres à quatre-cinq ans qui profiteront des baisses de taux à venir.

Le niveau du marché d'actions est attractif dans une perspective à long terme, surtout si l'on fait l'hypothèse de progrès continus du pays en matière de convergence économique.

Etienne Pourny – 29 juin 2007

Les informations contenues dans ce document représentent l'opinion actuelle de Stelphia Asset Management sur les points cités à la date de publication. Stelphia Asset Management s'adapte aux conditions fluctuantes du marché et cette opinion ne doit pas être interprétée comme un engagement de la part de Stelphia Asset Management ;

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et STELPHIA ASSET MANAGEMENT EXCLUT TOUTE GARANTIE, EXPRESSE OU IMPLICITE, EN CE QUI CONCERNE LES INFORMATIONS CONTENUES DANS CE DOCUMENT.

L'utilisateur est tenu d'observer la réglementation relative aux droits d'auteur applicable dans son pays. En vertu des droits d'auteur, aucune partie de ce document ne peut être reproduite, stockée, introduite dans un système d'archive ou transmise à quelque fin ou par quelque moyen que ce soit (électronique, mécanique, photocopie, enregistrement ou autre) sans la permission expresse et écrite de Stelphia Asset Management.

Juillet 2007 – Stelphia Asset Management. Tous droits réservés.