

## La crise turque était-elle prévisible ?

Thierry Apoteker (directeur) et Morgane Lohéziec (économiste)

T-A-C

La Saigeais, 35140 Saint Hilaire des Landes – France

Tél:+33.(0)2.99.39.31.40 - Fax:+33.(0)2.99.39.31.89

<http://www.tac-financial.com>

Junin 2001

La querelle qui a éclaté en Turquie entre le Premier ministre et le Président, en février dernier, a, semble-t-il, provoqué une crise monétaire très violente, qui a conduit le pays à abandonner son régime de change pour laisser flotter sa monnaie, entraînant une dépréciation de 50% contre le dollar et imposant la recherche urgente d'un nouveau soutien international. Pourtant, le FMI avait, dès 1999, soutenu un « programme d'ajustement » destiné à ramener en quelques années le rythme d'inflation du pays (65% en 1999) vers des niveaux plus compatibles avec l'intégration économique à l'Europe. Malgré ce programme et les financements qui y avaient été associés, la Turquie a connu une première phase de turbulence en novembre 2000, avec une tension brutale sur la liquidité bancaire domestique, des taux d'intérêts en hausse vertigineuse, une ponction sur les réserves de change de la Banque Centrale... et un nouveau soutien des institutions internationales, confirmant les principes de l'accord précédent. La Turquie est-elle victime d'une série « d'accidents imprévisibles » ?

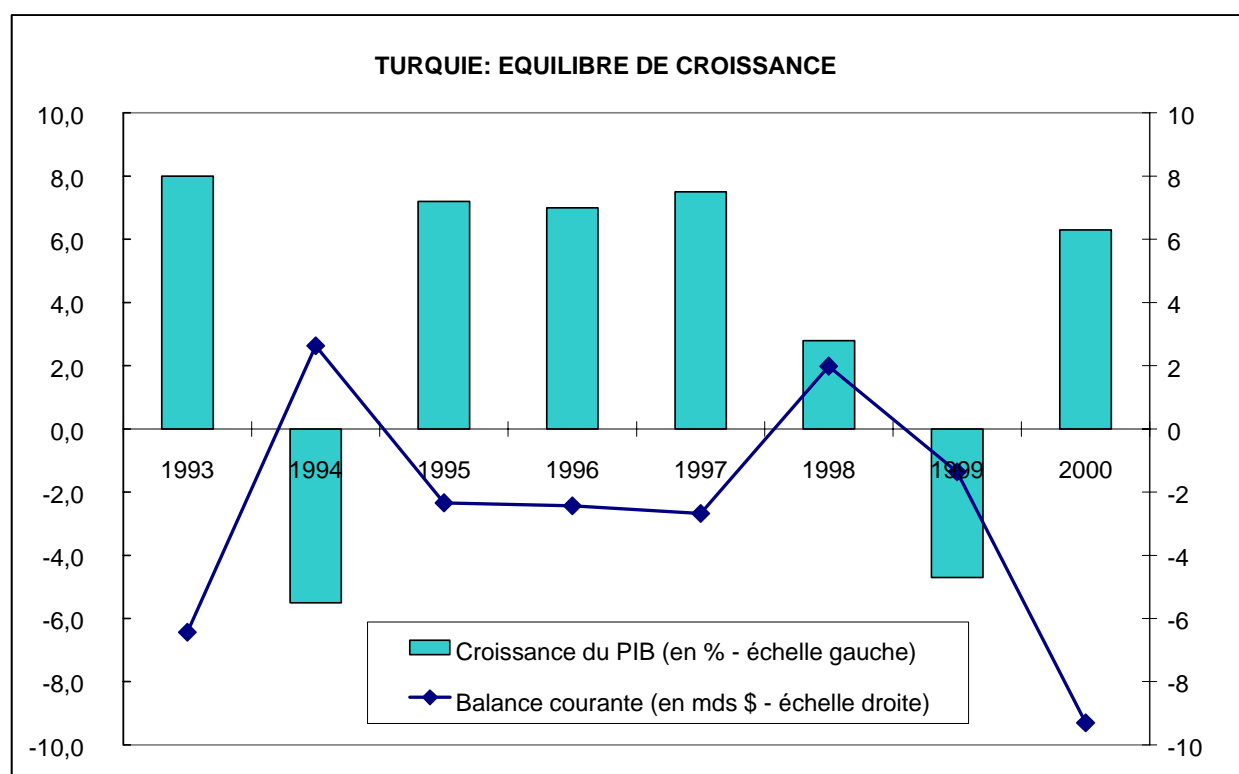
La question n'est pas seulement d'intérêt académique, car de la réponse dépendent les perspectives que l'on peut tracer pour ce pays, carrefour économique et stratégique, candidat à l'entrée dans l'Union Européenne et marché considérable pour les exportateurs français.

En réalité, on peut défendre que l'incident politique a simplement permis de mettre en lumière des déséquilibres macroéconomiques sous-jacents de l'économie turque. L'observation de la situation du pays dès le premier semestre 2000 indiquait notamment la détérioration de trois « Equilibres Fondamentaux », détérioration suffisamment ample pour tirer un signal d'alarme fort sur le risque de crise.

### *Des signaux d'alerte macroéconomique dès le début de 2000*

Le premier signal d'alerte tenait à l'équilibre de « croissance », c'est-à-dire à la capacité du pays à enregistrer une progression de l'activité économique sans que ceci n'entraîne un creusement excessif des déficits de balance des paiements (graphique 1). De ce point de vue, le milieu de la décennie est marqué par des changements considérables : la crise financière de 1994 et la signature de l'accord d'union douanière avec l'Europe ont créé un choc de productivité, avec notamment un fort investissement des entreprises ; simultanément, le développement des marchés « à l'est » (Russie, Ukraine, Asie Centrale) a permis une diversification des exportations. En 1998, le pays est confronté à un environnement extérieur très défavorable, avec une baisse des prix à l'exportation, l'effondrement des ventes à l'ex-URSS et les tensions financières liées à la crise russe, l'ensemble entraînant un net

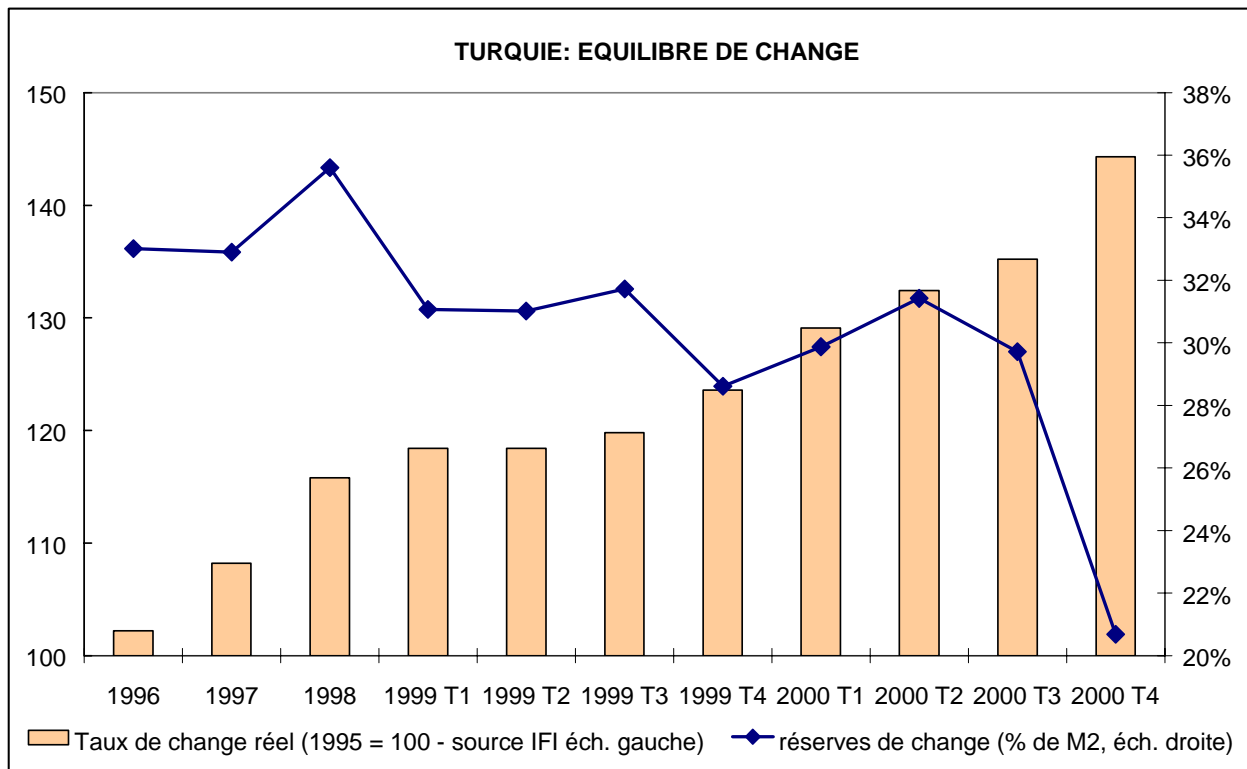
ralentissement économique ; l'amélioration visible sur les comptes extérieurs (avec un excédent de la balance des paiements courants de près de USD 2 mds) reflète alors en partie la flexibilité remarquable de l'économie et sa capacité d'ajustement, mais aussi la faiblesse des prix du pétrole, dont le pays est un très gros importateur. Ce sont les performances de l'année 1999 qui ont marqué la détérioration fondamentale, et indiqué les problèmes à venir : en effet, cas exceptionnel dans l'histoire de la Turquie, l'activité économique se contracte fortement (-5.1% pour le PIB), mais ceci s'accompagne d'une nette dégradation des comptes extérieurs. Certes, une partie de ces résultats défavorables étaient liée au tremblement de terre de l'été 1999, qui a entraîné des dégâts et des coûts considérables, et qui a pénalisé le secteur textile-habillement, très gros exportateur ; le secteur du tourisme a également été affecté par la résurgence du problème kurde. Mais ces facteurs exceptionnels ne peuvent suffire à tout expliquer, et la dégradation était déjà observable sur le début de l'année 1999. En tout état de cause, le nouveau « cycle de croissance », initié par l'assouplissement des politiques économiques et le retour de la confiance qui a suivi le premier accord avec le FMI fin 1999, démarrait sur une base beaucoup plus fragile qu'auparavant : le retour de la croissance en 2000 s'est traduit par un creusement très important du déficit extérieur, qui frôle les USD 10 mds.



Un deuxième « Equilibre Fondamental », celui concernant les variables de change, permet à de comprendre les contre-performances de 1999-2000 et le caractère quasi-inéluctable de la dévaluation : en effet, le programme du FMI visait fondamentalement à réduire l'inflation turque ; compte tenu de l'histoire économique du pays, ceci ne pouvait se faire sans un « choc » destiné à rompre les anticipations de hausses futures de prix, tant pour les entreprises que pour les ménages. C'est pourquoi les autorités turques ont mis en place, fin 1999, ce que les économistes appellent un « ancrage nominal glissant » pour le taux de change de la Livre turque : il s'agit d'annoncer (et de « tenir ») une dépréciation mensuelle du taux de change

sensiblement inférieure à l'inflation passée : ceci indique aux agents économiques que la « soupape » du taux de change ne viendra plus compenser les hausses de prix, et qu'il est donc indispensable d'adopter une discipline plus stricte en matière de coûts et de prix. Il faut évidemment qu'un tel ancrage soit accompagné d'une certaine austérité budgétaire (ce qui a été le cas en Turquie en 2000, avec un surplus budgétaire avant paiement des intérêts sur la dette publique qui passe de 1.5% du PIB en 1999 à 4.1% en 2000).

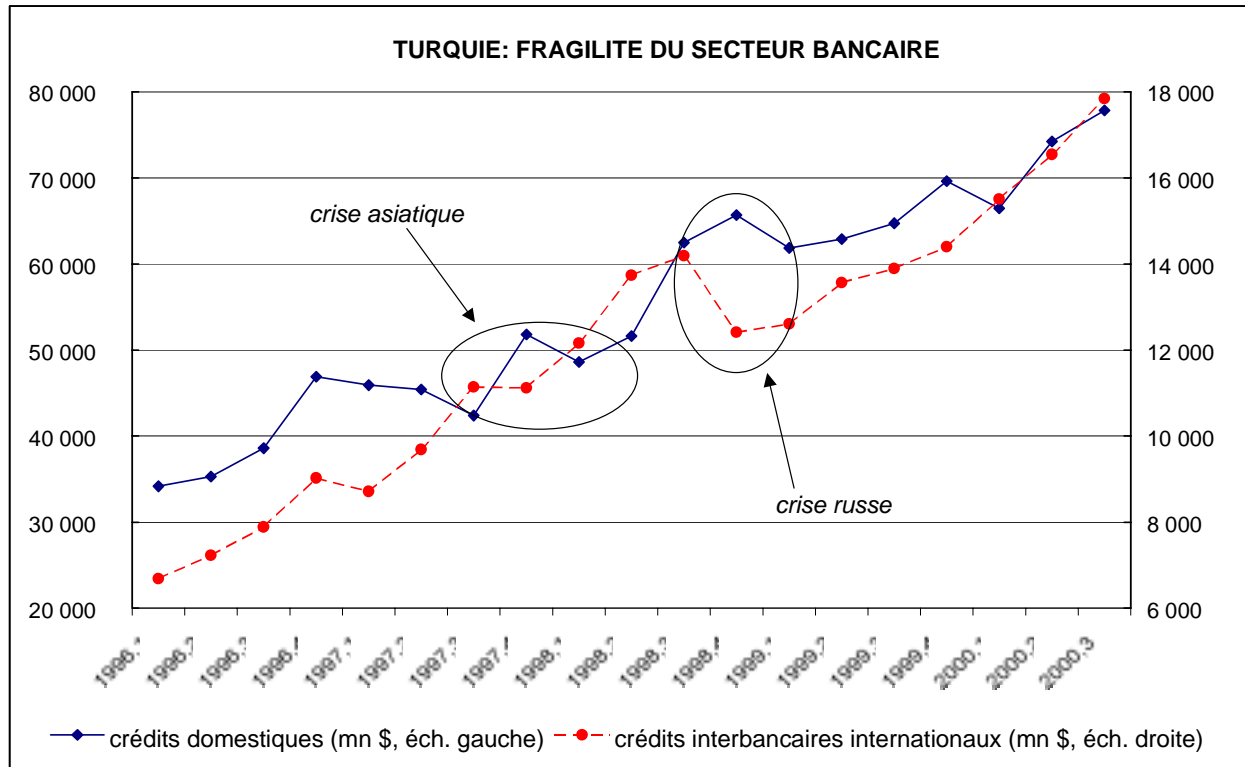
Mais deux conditions sont requises pour assurer le succès d'une telle stratégie, aucune n'étant réunie en Turquie au moment de l'application du plan : d'une part, le pays doit disposer de réserves de change considérables pour pouvoir repousser les inévitables « attaques spéculatives » que l'ancrage nominal appelle : or, ces réserves sont à peine supérieures à USD 20 mds, soit moins que la dette à court terme du pays, peu par comparaison aux flux de capitaux de portefeuille qui entrent et sortent, et en baisse quand on les compare à l'évolution de la masse monétaire intérieure. D'autre part, le taux de change initial doit être compétitif, faute de quoi l'appréciation réelle qu'implique mécaniquement l'ancrage conduit à des pertes de parts de marchés extérieures et à une progression très rapide des importations. Or, le taux de change effectif réel (c'est-à-dire après prise en compte de l'inflation) de la Livre turque était déjà surévalué avant la décision de l'ancrage (graphique 2) : en d'autres termes, le choix de stratégie économique était valide, mais s'appuyait sur des bases trop fragiles pour pouvoir tenir.



### *Un système bancaire fragile*

Ces déséquilibres économiques auraient à eux-seuls justifié un ajustement de taux de change et un resserrement des politiques conjoncturelles. Ils ont conduit à une crise financière parce

que le secteur bancaire turc se caractérisait par un *risque systémique* important et une fragilité particulière directement liée au succès du plan anti-inflation. De fait, un examen « macro-financier » du secteur bancaire montrait, depuis 1998, une hausse simultanée de l'effet de levier d'endettement global de l'économie (les entreprises comme les ménages recourent davantage au crédit) et du refinancement externe des banques domestiques. La vulnérabilité des institutions financières à tout changement de confiance internationale ou à une dépréciation du taux de change devient alors très élevée, et la sensibilité globale de l'économie aux difficultés bancaires s'accroît également (graphique 3).



Par ailleurs, la plupart des banques turques tiraient une part essentielle de leurs revenus des intérêts perçus sur leur portefeuille de Bons du Trésor : les besoins de financement du secteur public, très importants, avaient conduit le Trésor turc à offrir aux investisseurs des rémunérations attractives, très supérieures aux taux d'intérêt du marché interbancaire, assurant ainsi, pour les banques, une rentabilité élevée mais très dépendante du niveau d'inflation et de la persistance du déficit public. De ce point de vue, le succès initial du programme FMI avait conduit à une baisse très rapide de l'inflation comme des taux sur Bons du Trésor, renforçant ainsi paradoxalement la fragilité des banques. Leurs situations de liquidité (comme l'avait montré la première secousse de novembre 2000) comme leurs équilibres de bilan en devises étaient progressivement devenus intenables.

***Les clés de sortie de crise : restauration des équilibres extérieurs et renforcement des banques***

Ce diagnostic de crise, indépendant des vicissitudes de la vie politique interne turque, permet de poser les éléments essentiels des modalités de sortie de crise :

- L'adoption d'une politique économique très restrictive comme la perte de confiance des ménages et des entreprises, vont entraîner une contraction de l'activité économique turque en 2001 (-3% à -5% pour le PIB), et une baisse des importations, tandis que le regain de compétitivité du taux de change va dynamiser les exportations. Au total, la crise va donc se traduire par une restauration très spectaculaire des soldes externes, avec un retour à un excédent de la balance des paiements courants.
- Cette amélioration externe devrait se « diffuser » progressivement au reste de l'économie, avec l'enclenchement d'un nouveau cycle de croissance plus équilibré à partir de 2002 (la progression du PIB pourrait atteindre 5%, avec un déficit courant inférieur à USD 2 mds).
- La poursuite « vertueuse » de ce nouveau cycle dépendra de la capacité du pays à éviter que l'inflation ne vienne effacer le gain concurrentiel de la dévaluation, ce qui suppose la poursuite de l'ajustement budgétaire, d'autant que le sauvetage des banques va coûter très cher à l'Etat. Elle exige également que les réserves de change se gonflent pour « consolider » la situation financière, rendant impératif la signature d'un nouvel accord avec le FMI (les institutions multilatérales devraient apporter un ensemble de près de USD 15 mds au cours des 2-3 prochaines années), mais aussi une augmentation rapide des flux d'investissements directs étrangers. Cette évolution à son tour dépend, à court terme, de l'accélération du programme de privatisation, qui devient ainsi une des « clés » de la sortie de crise. Le pilotage budgétaire a d'ores et déjà été amélioré par l'échange de dette « intérieure » auquel vient de procéder le Trésor turc, qui a permis d'allonger substantiellement l'échéance moyenne de la dette publique intérieure (qui passe de 5 mois à 3 ans), et dégage les autorités des menaces permanentes sur le refinancement du Trésor.
- Enfin, le retour à une croissance plus durable suppose que les mécanismes d'intermédiation bancaire et financière soient assainis, ce qui sera sans doute plus facile dans un environnement « de crise » que dans des circonstances normales. La mise en place d'une structure publique destinée à absorber les pertes des banques et/ou à les recapitaliser, comme l'intégration, dans une société holding commune, des trois grandes banques publiques turques vont dans cette direction, mais ces mesures devront s'accompagner de fusions entre établissements, d'un renforcement de la supervision prudentielle, et de transformations considérables à l'intérieur des établissements.

Au total, la crise turque est le fruit de la coïncidence entre des faiblesses structurelles pré-existantes (secteur bancaire en particulier) et une stratégie anti-inflationniste fondée sur des prémices trop fragiles. La dévaluation du taux de change constitue un correctif essentiel à cette situation, et, ajouté à la flexibilité microéconomique qui caractérise le pays, devrait permettre une sortie de crise favorable. Mais cette issue dépend des transformations structurelles du système financier, et d'une ouverture accrue aux entreprises étrangères désireuses d'investir en Turquie.