

document de travail

octobre 2005

6

Turquie : Risque systémique bancaire et vulnérabilités macro-financières

François-Xavier BELLOCQ (bellocqfx@afd.fr)
Vincent CAUPIN (caupinv@afd.fr)

Département de la Recherche



Agence Française de Développement 5 rue Roland Barthes
Direction de la Stratégie 75012 Paris - France
Département de la Recherche www.afd.fr

Sommaire

Sommaire	2
-----------------	----------

Introduction et synthèse	4
---------------------------------	----------

1. La restructuration du système bancaire entreprise après la crise de 2001 produit des effets positifs même si certains risques demeurent	5
1.1 La gestion de la crise bancaire s'est traduite par un transfert de vulnérabilités financières des bilans bancaires vers les finances publiques	5
1.2 Le programme de restructuration a permis de réduire certains aspects du risque-systémique turc	6
1.2.1 Consolidation de certains segments des bilans bancaires :	6
1.2.2 Fin du rationnement du crédit et début de diversification de l'actif bancaire dans un contexte de baisse des taux d'intérêt :	7
1.2.3 Amélioration du cadre légal de la supervision bancaire :	9
1.3 Certaines vulnérabilités sont susceptibles de provoquer une hausse brutale du risque systémique en cas de choc macroéconomique	9
1.3.1 Maintien d'une exposition forte sur le risque souverain :	10
1.3.2 Un déséquilibre de maturité important :	11
1.3.3 Un taux de dollarisation des dépôts qui demeure élevé malgré une conjoncture macro financière bien orientée :	11

2. Trois vulnérabilités macro-financières susceptibles de fragiliser par ricochet les bilans bancaires	13
2.1 L'hypothèque de la dette publique	14
2.1.1 Un ajustement budgétaire permettant l'émergence d'un cercle vertueux	14
2.1.2 Une structure de la dette publique qui génère des vulnérabilités	15
2.1.3 Un besoin de financement de l'Etat élevé pour les trois prochaines années	15
2.1.4 Quels enseignements pour juger de la soutenabilité de la dette publique ?	16
2.2 L'incertitude sur la pérennité du rythme de croissance	17
2.2.1 Une croissance tirée par la demande intérieure privée	17
2.2.2 Une croissance liée à un effet de rattrapage et à des gains de productivité importants	17
2.2.3 Quelle est la croissance potentielle de l'économie turque ?	18
2.3 La problématique du financement de la balance des paiements	19
2.3.1 La croissance a généré un déficit du compte courant élevé	19
2.3.2 Les entrées nettes de capitaux ont permis de financer ce déficit	20
2.3.3 Un renversement brutal des flux de capitaux serait susceptible de déstabiliser l'économie	21

Conclusion	22
-------------------	-----------

Liste des graphiques

1.	Taux de prêts non performants et taux de provisionnement	6
2.	Ratios de solvabilité	6
3.	Taux d'intérêt	7
4.	Croissance du crédit au secteur privé	8
5.	Part des intérêts perçus sur les crédits dans le total des intérêts perçus	8
6.	Ratios frais généraux / produit net bancaire	8
7.	Actif bancaire consolidé	10
8.	Passif bancaire consolidé	10
9.	Exposition au risque souverain	10
10.	Liquidité du secteur bancaire par segments de maturité	11
11.	Taux de couverture du passif liquide par l'actif liquide décomposés par segments de maturités	11
12.	Taux de dollarisation des dépôts	12
13.	soldes primaires	14
14.	Répartition par catégorie de la dette publique turque	15
15.	Maturité moyenne de la dette intérieure cash	15
16.	Déficit du secteur public	16
17.	Besoin de financement secteur public	16
18.	Contributions à la croissance	17
19.	PIB pré et post-crise financière	18
20.	Indice de salaire unitaire dans industrie manufacturière privée et taux de change effectif réel	18
21.	Taux de chômage	18
22.	Balance courante extérieure	19
23.	Compte de capital y compris erreurs et omissions et hors réserves	19
24.	Besoins de financement extérieur	20
25.	Réserves brutes banque centrale	21

Introduction et synthèse

Près de cinq ans après la crise bancaire et de change de 2000-01, la crise financière la plus forte de l'histoire moderne de la Turquie, ce document de travail analyse les modifications structurelles opérées dans le système bancaire pour en renforcer sa résilience et s'interroge sur les risques potentiels qui demeurent. Dans un premier temps, il présente les principales spécificités de la restructuration bancaire opérée à la suite de la crise et l'impact de ce plan de restructuration sur l'environnement et les bilans bancaires. Dans un second temps, l'analyse porte sur les vulnérabilités macro-financières de l'économie turque susceptibles de fragiliser les bilans bancaires.

Trois principales conclusions émergent de cette analyse : (i) la restructuration du système bancaire opérée à la suite de la crise a permis un assainissement significatif du secteur avec notamment la disparition du désadossement en devises et un niveau faible de créances douteuses dans les bilans ; (ii) le secteur bancaire turc présente encore des vulnérabilités propres (risques liés à la transformation de dépôts à court terme en emplois à maturité plus longue et risques liés à la forte dollarisation des dépôts), mais ceux-

ci apparaissent actuellement maîtrisables en raison d'un contexte macroéconomique favorable (relative confiance dans le processus de réformes de la part des déposants et taux d'intérêt toujours faibles, bien qu'en hausse, sur le plan international) ; (iii) les principaux risques pesant sur le secteur bancaire apparaissent liés aux vulnérabilités macro-financières de l'économie turque (dette publique et financement du déficit du compte courant extérieur notamment) qui pourraient en cas de fortes tensions politiques (difficultés dans le processus d'adhésion à l'UE) ou économiques (durcissement de la conjoncture financière internationale) se répercuter négativement sur les bilans bancaires.

En 2001, les déséquilibres de bilans enregistrés dans le secteur bancaire avaient largement contribué à diffuser la crise de change à l'ensemble de l'économie, aggravant ainsi son impact macro-financier. Aujourd'hui, l'émergence de nouvelles turbulences financières proviendrait certainement plus des finances publiques et/ou de la balance des paiements pour se répercuter *in fine* sur le secteur bancaire.

1. La restructuration du système bancaire après la crise de 2001 produit des effets positifs même si certains risques demeurent

1.1. La gestion de la crise bancaire s'est traduite par un transfert de vulnérabilités financières des bilans bancaires vers les finances publiques

● **A la fin des années 90**, le secteur bancaire turc est parmi les plus rentables des pays de l'OCDE essentiellement en raison d'une stratégie visant à profiter du différentiel de taux d'intérêt entre les ressources en devises et les emplois en livres turcs. Dans le cadre d'un régime de change ancré à l'USD et d'un niveau élevé de dollarisation des dépôts, les banques valorisent en effet leurs ressources en devises *via* des emplois en monnaies locales essentiellement constitués de titres de dettes publiques (ceux-ci étant servis à des taux réels beaucoup plus élevés que ceux pratiqués sur les ressources). Le bilan bancaire consolidé porte ainsi deux déséquilibres majeurs : un déséquilibre en devises « *currency mismatch* » résultant de ce que le passif en devises est supérieur à l'actif en devises ; un déséquilibre de maturité résultant de ce que des emplois longs (les titres publics) sont financés par des ressources courtes (dépôts et dettes à court terme). Ces déséquilibres sont à la base de l'impact fortement négatif de la crise de change de février 2001 sur le système financier turc : la forte dépréciation de la TL provoque d'importantes pertes de change (en raison du déséquilibre en devises) ; et la hausse des taux d'intérêt mise en œuvre pour stabiliser le change aggrave les pertes (en raison du déséquilibre de maturité). Dans un certain nombre de cas, les fonds propres sont insuffisants pour amortir ces pertes.

● **A partir de mars 2001**, l'Etat turc et le FMI organisent la restructuration du système bancaire en poursuivant le double objectif visant à assainir les bilans et à prévenir le

risque de fuite des dépôts. Les mesures prises dans ce cadre conduisent à transférer l'essentiel des vulnérabilités financières et des pertes alors concentrées dans les bilans bancaires vers les finances publiques turques :

- les pertes de change découlant du *currency mismatch* sont progressivement enrayerées par des opérations de *swap* par lesquelles l'Etat substitue des titres de dette publique indexés au taux de change à l'encours de dette publique libellé en TL. Le risque de change inscrit aux bilans bancaires est ainsi transmis au Trésor turc ;

- la recapitalisation s'effectue par l'injection d'obligations publiques à l'actif des banques bénéficiant du programme de restructuration. Ces opérations permettent de rétablir le ratio de solvabilité du secteur bancaire (la dette publique en monnaie locale étant pondérée à 0 % pour le calcul du ratio de solvabilité) mais contribuent au très net accroissement de la dette publique (la dette publique nette passe de 58 à 91 % du PNB entre 2000 et 2001) ;

- alors que les banques n'ont plus accès aux marchés internationaux de capitaux pour renouveler leurs dettes ou fermer leurs positions en devises, l'Etat turc approvisionne le marché des changes grâce aux financements externes obtenus dans le cadre du programme contracté avec le FMI. Ce rétablissement de la liquidité en devises s'effectue ainsi au prix de l'accroissement de la dette publique externe (celle-ci passe de 19 à 38% du PNB entre 2000 et 2001)

1. La restructuration du système bancaire après la crise de 2001

et du risque de change endossé par l'Etat ;

- pour prévenir une crise de confiance des déposants, l'Etat renforce en 2001 le système de garantie des dépôts institué en 1994 en généralisant sa portée à l'ensemble du passif des banques commerciales (fonds propres exclus). En juillet 2004, ce dispositif est allégé en fixant un seuil maximal de 50000 NTL¹ (soit environ 27000 Euros) aux encours de dépôts susceptibles de bénéficier de la garantie publique (ce qui réduit la couverture de 100% à 40% des comptes de dépôts).

- En prenant en compte les opérations de *swap*, ainsi que l'injection des bons de recapitalisation et le financement

1.2. Le programme de restructuration a permis de réduire certains aspects du risque-systémique turc

Outre la réduction importante du nombre de banques (de 79 à 48 entre 2000 et 2004), le programme de restructuration et de recapitalisation a contribué à assainir le secteur bancaire turc. Dans la situation actuelle, et par rapport à la situation qui prévalait avant la crise de 2001, trois types d'évolutions se combinent en effet pour engendrer une réduction du risque systémique : consolidation de certains segments des bilans bancaires (position en devises, qualité de l'actif et capitalisation) ; progression de l'intermédiation sur le secteur privé ; et, probablement dans une moindre mesure à ce stade, amélioration du cadre légal de la supervision bancaire.

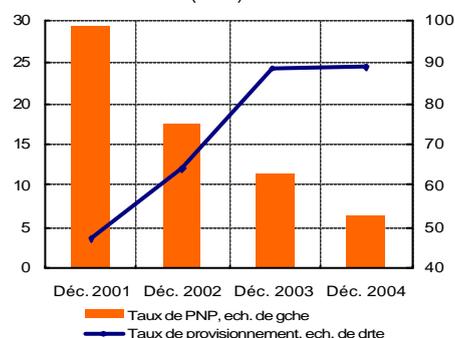
1.2.1 Consolidation de certains segments des bilans bancaires

Les déséquilibres des bilans en devises (*currency mismatch*) ont très largement été résorbés depuis la crise. Cette résorption résulte des interventions de l'Etat (injections de titres indexés aux taux de change) et d'une meilleure gestion du risque de change par les banques (le passage d'un régime de change ancré à l'USD à un régime de change

flexible ayant en cela constitué une incitation forte). En moyenne, les positions nettes en devises ne suscitent pas d'inquiétudes : selon les données de l'agence de supervision des appels à la garantie des dépôts par les banques en faillite, le FMI estime le coût de la restructuration bancaire supporté par l'Etat à 32% du PNB² (47 Mds USD). Même si la vente des actifs saisis par l'agence de défaillance (SDIF : *Savings Deposits Insurance Fund*) au titre du programme de recapitalisation pourrait alléger le coût net de ce programme, il reste que celui-ci sera *in fine* très élevé pour l'Etat. L'objectif de cessions d'actifs fixé à la SDIF avant la fin de 2007 dans le cadre du nouvel accord de confirmation (couvrant la période mai 2005/mai 2008) s'élève en effet à 6,2 Milliards USD. Cependant, au regard de la lenteur des cessions jusqu'ici réalisées par le SDIF, il n'est pas certain que cet objectif puisse être réalisé conformément au calendrier prévu.

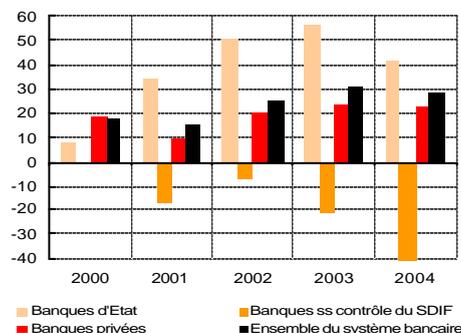
flexible ayant en cela constitué une incitation forte). En moyenne, les positions nettes en devises ne suscitent pas d'inquiétudes : selon les données de l'agence de supervision

Graphique 1 : Taux de prêts non performants et taux de provisionnement (en %)



Source : FMI (sur la base des données du BDDK)

Graphique 2 : Ratios de solvabilité (Capital Adequacy Ratio, en %)



Source : BDDK

¹ La nouvelle lire turque (ou NTL) a été introduite le 1er janvier 2005 au taux de 1 NTL = 1000000 TL.

² Cette estimation ne prend pas en compte le service cumulé de la dette souscrite par l'Etat pour financer le programme de restructuration bancaire. Voir M. Josefsson et D. Marston (2004), « Turkey : Bank restructuring and financial sector reform » in IMF, Turkey : Selected Issues, SM/04/247.

1. La restructuration du système bancaire après la crise de 2001

sion bancaire (le BDDK), l'exposition nette en devises (actifs en devises – passifs en devises) représentait 1% des fonds propres pour l'ensemble du système bancaire en février 2005 (soit 3% pour les banques publiques et 0,4% pour les banques privées).

- La qualité du portefeuille de crédits s'est sensiblement accrue au cours des quatre dernières années : le taux de prêts non performants a été ramené de 30 à 6 % entre fin 2001 et fin 2004 et leur provisionnement est passé de 47 à 89 % sur la même période (graphique n°1).
- L'injection d'obligations publiques de recapitalisation à l'actif des bilans bancaires s'est traduite par une forte progression des ratios de solvabilité (graphique n°2) en raison de la pondération nulle affectée à ces titres dans le calcul de l'exposition au risque. Le CAR des banques publiques était ainsi de plus de 40% à la fin de 2004 (contre moins de 8% en 2000) alors que celui des banques privées était de 22% (contre 18% en 2000 et 9% en 2001). Le niveau actuel des CAR est ainsi nettement supérieur au seuil réglementaire de 8%. Seules les banques saisies par l'organe de défaillance (le SDIF), soit 2% de l'actif bancaire, demeurent en déficit de capital.

La mise en œuvre des accords de Bâle II va modifier significativement le mode de calcul des CAR : le risque souverain turc étant considéré comme un risque spéculatif par les agences de notation³, les risques portés par les titres publics émis en devises seront pondérés à 100% alors que ceux des titres émis en monnaie locale conserveront leur pondération à 0 %. Selon les calculs réalisés par le BDDK sur la base des structures de bilans actuelles, ce système de pondération conduit à une réduction du CAR moyen de 28,8 à 16,9 %, ce qui demeure supérieur à la limite réglementaire. Hormis les banques sous contrôle du SDIF, la pondération du risque retenue dans le cadre des accords de Bâle II provoquerait actuellement des déficits en capital

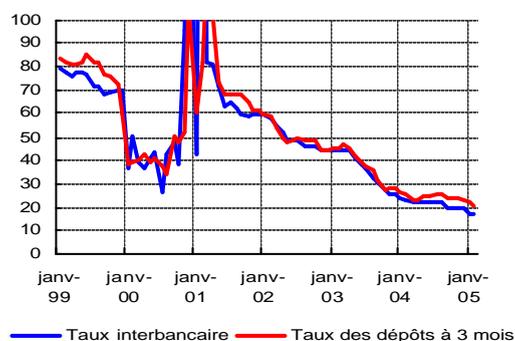
pour un nombre limité de banques.

Au total, le secteur bancaire turc est aujourd'hui mieux capitalisé et semble prêt à intégrer les critères de capitalisation prévus au titre de Bâle II. Cette conclusion ne doit cependant pas occulter le fait que les niveaux confortables de ces CAR reflètent la très forte exposition à un risque souverain qui, par convention comptable, est actuellement considéré comme nul et partiellement nul dans le cadre des nouveaux accords de Bâle. Ainsi, dans le cas où la situation financière de l'Etat turc viendrait à se dégrader rapidement, les CAR pourraient conserver leurs niveaux actuels tout en perdant de leur pertinence en tant qu'indicateurs de résilience (Cf. partie 2 sur la dynamique de la dette).

1.2.2 Fin du rationnement du crédit et début de diversification de l'actif bancaire dans un contexte de baisse des taux d'intérêt

La baisse des taux d'intérêt nominaux (graphique n°3) s'est traduite par un accroissement sensible du crédit au secteur privé après une phase de rationnement du crédit consécutive à la crise financière de février 2001. Après des taux de croissance particulièrement élevés durant le deuxième et le troisième trimestres 2004, en conséquence d'un effet de rattrapage puissant, le cycle du crédit au secteur privé tend à se normaliser depuis la fin de l'année dernière comme en témoigne le ralentissement de sa croissance (graphique n°4).

Graphique 3 : Taux d'intérêt (en %)

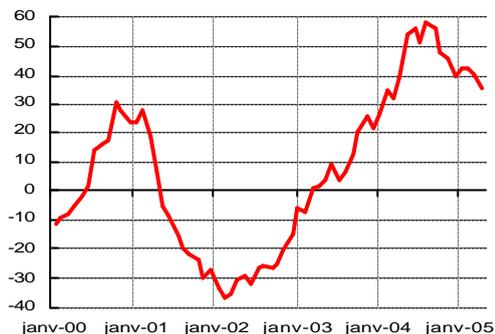


³ Les émissions souveraines en devises sont notées BB- par Standard & Poor's et B1 par Moody's.

Source : Ecowin

1. La restructuration du système bancaire après la crise de 2001

Graphique 4 : Croissance du crédit au secteur privé (en volume et % de glissement annuel)

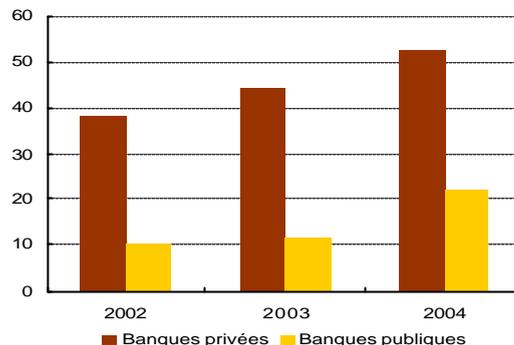


Source : Ecwin, calculs AFD

La croissance du crédit au secteur privé est liée à la stratégie de diversification que poursuivent les banques dans un contexte où les titres publics, qui représentent toujours une part importante de leurs actifs, voient leur rémunération baisser en raison du contexte de stabilisation macroéconomique. Compte tenu de la faible transparence financière du tissu de PME, cette stratégie de diversification s'appuie notamment sur les activités de banque de détail et de crédits aux ménages : entre 2003 et 2004, l'accroissement du crédit à la consommation explique en effet près de la moitié de la hausse du crédit. Le rééquilibrage progressif de l'actif au profit des crédits privés renforce ainsi les revenus d'intérêt provenant des prêts au détriment de ceux provenant de la rémunération perçue sur les titres publics. Dans les banques privées, où la stratégie de diversification semble être mise en œuvre plus rapidement que dans les banques publiques, cette modification de la structure des intérêts perçus est particulièrement nette : 52 % des intérêts perçus proviennent désormais des activités de prêts contre 38 % en 2002. Dans les banques publiques ces ratios sont respectivement de 22 et 10 % (graphique n°5).

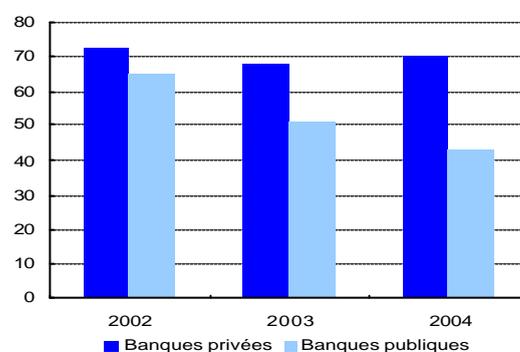
L'accroissement des prêts au secteur privé a permis aux banques d'accroître leurs revenus d'intérêt alors que les intérêts payés sur leurs passifs tendaient à baisser en raison de l'impact de la baisse des taux sur le service d'une base en dépôts majoritairement structurée à court terme. Dans les banques privées, la rentabilité des activités d'intermédiation a ainsi significativement augmenté entre 2003 et 2004 : la marge nette d'intérêt (différence entre les taux d'intérêt perçus sur l'actif et payés sur le passif) est passé de 3,2 à 5,6 % en moyenne.

Graphique 5 : Part des intérêts perçus sur les crédits dans le total des intérêts perçus (en %)



Source : BDDK, calculs AFD

Graphique 6 : Ratios frais généraux / produit net bancaire (en %)



Source : BDDK, calculs AFD

Note au graphique 5 : le total des intérêts perçus comprend les intérêts générés par les crédits à l'économie, les crédits interbancaires et les portefeuilles titres (quasi-intégralement valorisés sous forme de titres de dette publique).

Note au graphique 6 : le numérateur est la somme des dépenses de fonctionnement (donc hors intérêts) et le dénominateur est la somme des revenus d'intérêts (nets des intérêts versés) et des revenus hors intérêt.

Cependant, si le développement rapide des activités de banque de détail permet de répondre à l'impératif de diversification de l'actif dans un contexte de baisse du rendement des titres publics⁴, le caractère positif de cette évolution comporte deux risques potentiels qu'il sera nécessaire de surveiller dans les trimestres à venir :

⁴ A partir de 2000/2001, les banques indonésiennes développèrent une stratégie analogue lorsque les revenus tirés des obligations de recapitalisation (indexés sur les taux directeurs) commencèrent à baisser sous l'effet de la stabilisation macroéconomique.

1. La restructuration du système bancaire après la crise de 2001

- l'intensification de la concurrence sur le marché de la banque de détail pousse les établissements bancaires à allonger la durée de leurs crédits aux ménages, aggravant ainsi le déséquilibre de maturité qui demeure l'une des principales sources du risque systémique turc (voir 1.3). Fitch note par ailleurs que l'intensification de la concurrence risque de se répercuter sur le prix des crédits à la consommation dans la mesure où la plupart des banques poursuivent une stratégie d'accroissement de leurs parts de marché⁵ ;

- par ailleurs, le développement des activités de banque de détail s'accompagne d'un accroissement des coûts de fonctionnement en raison de la constitution ou du renforcement des réseaux (tendance à l'accroissement du nombre d'agences et du nombre d'employés par agence). Pour les banques privées, malgré la hausse de la marge nette d'intérêt et l'accroissement des revenus tirés des commissions, le coefficient net d'exploitation (ratio frais généraux/produit net bancaire) a progressé entre 2003 et 2004 pour atteindre 70%⁶ (ce qui, selon les bases de données de Fitch, est élevé par rapport aux standards internationaux). Dans les banques publiques, où la stratégie de diversification est moins poussée et où la rémunération demeure en conséquence beaucoup plus liée au service des obligations de recapitalisation, ce ratio est de 45% (graphique n°6).

1.2.3 Amélioration du cadre légal de la supervision bancaire

1.3 Certaines vulnérabilités sont susceptibles de provoquer une hausse brutale du risque systémique en cas de choc macroéconomique

Malgré les effets positifs du programme de restructuration, le secteur bancaire turc demeure caractérisé par trois types de vulnérabilités : une exposition toujours forte sur l'emprunteur souverain, un désadossement en durée important, et le maintien d'un niveau élevé de dollarisation des dépôts. Compte tenu de l'inertie des bilans et du taux de dollarisation, ces vulnérabilités ne pourront être résorbées qu'à moyen terme, voire à long terme. En conséquence, malgré les aspects positifs du programme de restructuration, le secteur bancaire est appelé à rester vulnérable au retournement de la confiance sur le plan interne et à une élévation brutale des taux d'intérêt sur le plan externe. Le fait que

En 2003, la faillite de la banque Imar a rappelé l'importance du processus visant à renforcer la supervision bancaire⁷. Le rapport de la commission indépendante mobilisée pour enquêter sur cette affaire a été remis aux autorités turques en août 2004⁸. Les lacunes de la supervision soulignées dans ce rapport sont notamment liées aux faiblesses du dispositif d'inspection sur-site qui encadre l'activité des agents de l'agence de supervision (le BRSA).

La loi bancaire votée par le Parlement à la fin du mois de juin 2005 s'inspire en partie des recommandations formulées par cette commission d'enquête. Elle prévoit notamment de renforcer les critères d'attribution des licences bancaires, de mieux encadrer les prêts aux parties liées (prêts intra-groupes) et d'accroître la protection juridique des agents du BDDK et du SDIF. Le renforcement des procédures d'inspection sur-site est par ailleurs inscrit dans le nouveau texte de loi. Cette loi a toutefois fait l'objet d'un veto du Président de la République en juillet et devrait être de nouveau soumise au Parlement à l'automne⁹.

Si le cadre légal de la supervision bancaire a récemment connu des améliorations importantes et conformes au programme conclu avec le FMI, il reste désormais à confirmer cette tendance positive par la pleine mise en pratique des nouvelles dispositions prudentielles. Cela nous conduit à relativiser, à ce stade, la contribution de l'amélioration du cadre légal de la supervision bancaire à la réduction du risque systémique turc.

la conjoncture macro-financière actuelle de la Turquie et de l'économie mondiale ne correspondent pas aujourd'hui à ce scénario ne signifie pas que celui-ci doive être définitivement écarté (Cf. la partie II sur la situation macro-financière).

⁵ G. Orgun, E. Thompson, B. Cartmell et T. Ozmen (2005), The Turkish Commercial Bank Retail Loan Market, Fitch Special Report, 31 mai.

⁶ G. Orgun, E. Thompson, B. Cartmell et T. Ozmen (2005), Turkish banks : 2004 review and outlook, Fitch Special Report, 29 avril.

⁷ Le SDIF a déclenché sa garantie sur les dépôts de la banque Imar pour un montant de 6 Mds USD.

⁸ Cette commission était composée de J.L. Fort, ancien Directeur Général de la Commission Bancaire française, et P. Hayward, ancien responsable du Comité de Bâle pour la supervision bancaire.

⁹ Si le Parlement confirme sa position, la loi ne pourra plus faire l'objet d'un veto présidentiel

1. La restructuration du système bancaire après la crise de 2001

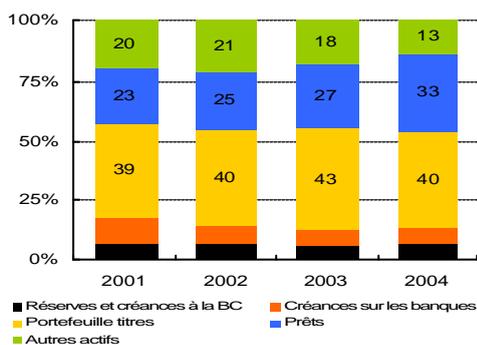
1.3.1 Maintien d'une exposition forte sur le risque souverain

Les portefeuilles titres étant quasi-intégralement constitués d'obligations publiques, l'exposition moyenne sur le risque souverain peut être estimée comme approchant 40% de l'actif. Malgré la croissance des activités de prêts, qui représentent désormais 33 % de l'actif contre 23 % en 2001, cette exposition semble relativement stable depuis 2001 (graphique n°7). En outre, et au-delà de cette exposition moyenne estimée, l'exposition souveraine des banques pri-

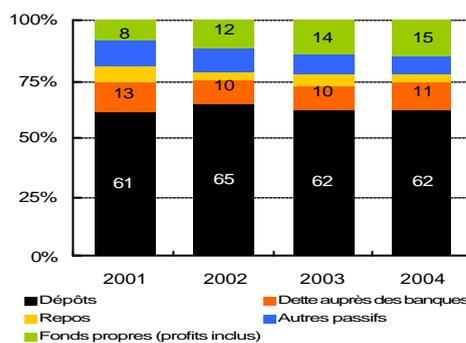
vées est plus faible que celle des banques publiques¹⁰ (32 % contre 58 %) et a diminué entre 2003 et 2004 (graphique n°9).

Au total, malgré la mise en œuvre progressive d'une stratégie de diversification de l'actif, notamment dans les banques privées, la solidité du secteur bancaire turc demeure significativement liée au maintien d'un ajustement budgétaire de qualité. Or, comme cela est souligné dans le point 2, un scénario de fragilisation des finances publiques ne peut pas être totalement exclu dans les années à venir.

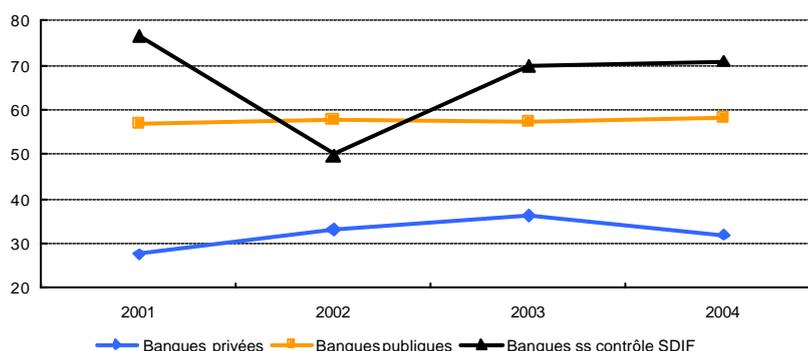
Graphique 7 : Actif bancaire consolidé (en %)



Graphique 8 : Passif bancaire consolidé (en %)



Graphique 9 : Exposition au risque souverain (en % de l'actif)



Source : BDDK, calculs AFD

¹⁰ La part des titres publics dans le portefeuille titres consolidé n'est pas renseigné dans les statistiques du BDDK. En l'absence de données ventilées, nous tenons donc ici pour acquise la position de l'ensemble des interlocuteurs compétents sur le sujet avec lesquels la mission a pu s'entretenir (BDDK, Banque centrale, Banque mondiale et FMI) : le portefeuille titres consolidé est quasi-intégralement détenu sous forme de titres publics

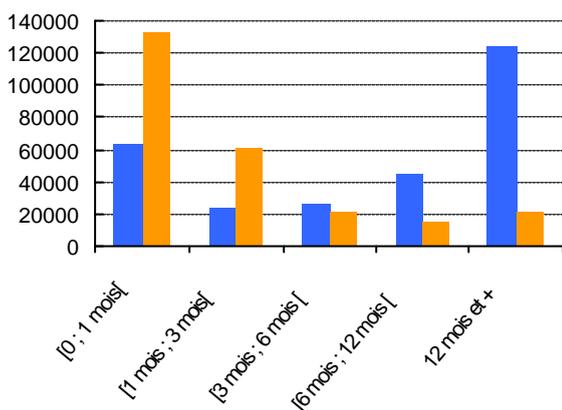
1. La restructuration du système bancaire après la crise de 2001

1.3.2 Un déséquilibre de maturité important

Le déséquilibre de maturité est structurellement important et tend actuellement à croître pour plusieurs raisons :

- au niveau de l'actif, la concurrence que se livrent les banques sur le marché des crédits à la consommation se traduit par un allongement de la durée moyenne des crédits. Par ailleurs, la maturité du portefeuille titres tend

Graphique 10 : Liquidité du secteur bancaire par segments de maturité (en Mds NTL)



Source : BDDK, calculs AFD

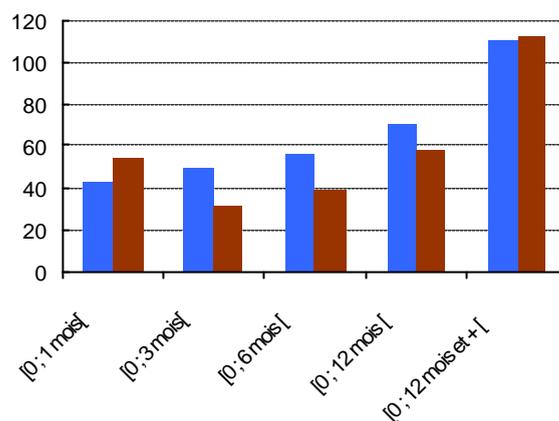
Ces déséquilibres de maturité synthétisés dans les graphiques 7 et 8 sont la source d'un risque de taux et d'un risque de liquidité non négligeable :

- en cas de dégradation rapide de la situation macro-financière nécessitant une hausse importante des taux d'intérêt, les banques turques connaîtraient en effet une baisse immédiate de leur marge nette d'intérêt. Les *stress tests* réalisés par la Banque mondiale relativisent les conséquences de ce risque : ceux-ci montrent en effet, qu'à l'exception de cinq banques, la capitalisation du secteur est aujourd'hui suffisante pour amortir un choc ponctuel. Cependant, ce type de simulations ne prend pas en considération les effets de second tour du type de ceux correspondant à un cercle vicieux et tend ainsi à minimiser l'impact d'une dégradation durable de la situation macro-financière sur la solidité des banques ;
- le déséquilibre de maturité génère aussi un risque de liquidité susceptible de se réaliser en cas de tensions sur les dépôts. Cependant, comme dans toutes économies dollarisées, le risque de liquidité doit surtout être analysé en

également à croître en raison de la stratégie par laquelle le Trésor turc cherche à allonger les échéances de la dette publique lors de ses opérations de refinancement ;

- au niveau du passif, les dépôts (soit 60% du bilan, voir graphique n°8) conservent au contraire des échéances très courtes. En février 2005, les données du BDDK révèlent que 46% des dépôts ont une maturité inférieure à un mois et 5% une maturité supérieure à un an¹¹.

Graphique 11 : Taux de couverture du passif liquide par l'actif liquide décomposés par segments de maturités (en %)



Source : BDDK, calculs AFD

référence à la capacité de la Banque centrale à assurer la liquidité des dépôts dollarisés. En effet, si la Banque centrale est, par nature, une institution susceptible de réguler des tensions sur la liquidité en monnaie locale, son action devient beaucoup plus délicate lorsque ces tensions concernent la liquidité en devise.

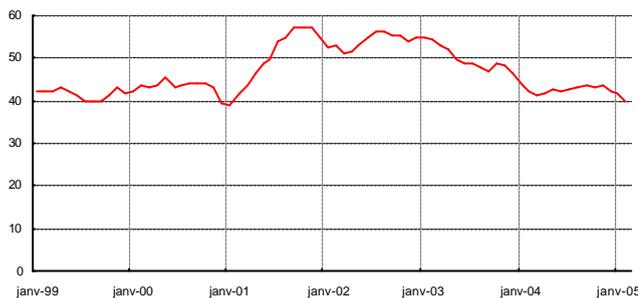
1.3.3 Un taux de dollarisation des dépôts qui demeure élevé malgré une conjoncture macro-financière bien orientée

Même s'il a baissé depuis la fin de 2002, le taux de dollarisation des dépôts demeure à près de 40% (graphique n°12). Le maintien d'un niveau de dollarisation élevé alors même que la TRL tend à s'apprécier face au dollar révèle l'inertie des comportements d'épargne après plusieurs décennies d'instabilité financière. Malgré une sortie de

¹¹ Selon les données de l'Association des Banques Turques, l'échéance moyenne sur les dépôts était de 1,3 mois en 2004 alors que celle des actifs était de 1 an. Voir la note de la ME d'Ankara : H. Roux et G. Tunç (2005), *Le secteur bancaire turc en 2004*, Mission Economique d'Ankara.

1. La restructuration du système bancaire après la crise de 2001

Graphique 12 : Taux de dollarisation des dépôts (en %)



Source : BDDK, calculs AFD

crise qui allie accélération de la croissance et désinflation, les déposants demeurent donc extrêmement vigilants quant à la valeur future de la TRL.

La dollarisation du système financier génère deux types de risque pour le secteur bancaire turc:

- pour équilibrer leurs bilans en devises, les banques ont accordé du crédit en devises aux entreprises turques, notamment aux entreprises exportatrices. Or, si certaines entreprises exportatrices peuvent bénéficier d'une large couverture de leurs financements en devises grâce aux produits de leurs ventes à l'étranger, ce type de couverture est généralement atténué en raison du contenu élevé en

importations des exportations turques. Estimant que 50 à 70% de la valeur des exportations relève de biens importés, une étude du FMI¹² conclut que le secteur des entreprises intègre un déséquilibre important de son bilan en devises (l'actif en devises ne couvrant que partiellement le passif en devises contracté auprès des banques). Ainsi, même si les banques n'ont pas de déséquilibre en devises significatif, une forte dépréciation de la TL se traduirait par une dégradation de leur portefeuille de créances. Le risque de crédit s'est donc substitué au risque de change ;

- comme dans toutes économies dollarisées, l'existence d'un passif en devises à maturité courte dans les bilans bancaires génère un risque de liquidité en devises qui n'est que partiellement couvert par la Banque centrale de Turquie. Autrement dit, la capacité de la banque centrale à assurer son rôle de prêteur en dernier ressort sur la composante dollarisée des dépôts est partielle : d'après les estimations réalisées par le FMI en 2004, la dette externe à court terme augmentée des dépôts en devises du secteur bancaire (nets de ses actifs en devises) représente environ 2,5 fois les réserves. En fragilisant la conduite de la politique monétaire en cas de tensions sur les passifs bancaires, la dollarisation demeure une composante importante du risque systémique turc.

¹² C. Keller et C. Lane (2004), "Balance sheet developments in Turkey since the crisis: Improvements and remaining vulnerabilities", in IMF, Turkey - Selected issues, SM/04/247

2. Trois vulnérabilités macro-financières susceptibles de fragiliser par ricochet les bilans bancaires

Depuis la crise de 2000-01, l'économie turque a connu des mutations structurelles qui renforcent sa capacité à résister aux chocs exogènes. Outre celles opérées dans le secteur bancaire (cf. section 1), trois réformes clés ont été adoptées :

- **ajustement budgétaire renforcé.** Le gouvernement mène dorénavant une politique budgétaire centrée sur la réduction des besoins de financement de l'Etat et de la dette publique ;

- **adoption d'un régime de change flottant.** Dans un pays fortement dollarisé et avec un compte de capital ouvert, ce régime de change accroît les marges de manœuvre de la politique économique pour lisser l'absorption des chocs exogènes. Après s'être fortement dépréciée à la suite de la crise, la livre turque s'est appréciée en nominal de 6% par rapport au dollar entre 2002 et 2004 ;

- **indépendance de la banque centrale.** Acquis en 2001, ce nouveau statut est le meilleur garant pour mettre fin au financement monétaire de la politique budgétaire. La banque centrale de Turquie a ainsi pu mener une politique de désinflation couronnée de succès (l'inflation devrait être proche de 8% en 2005) et a acquis une forte crédibilité.

Ces mutations se sont opérées dans un contexte national et international particulièrement favorable : stabilité poli-

tique avec un gouvernement disposant d'une majorité claire à l'Assemblée nationale et l'absence d'échéance électorale majeure avant 2007, soutien international fort matérialisé par un accès large aux ressources du FMI, engagement de l'Union européenne d'ouvrir les discussions d'adhésion de la Turquie, croissance mondiale forte et liquidité internationale abondante entraînant la contraction des *spreads* sur les marchés émergents.

L'économie turque continue toutefois de présenter des fragilités structurelles caractéristiques d'une économie émergente qui ne la prémunissent pas contre un revirement soudain de la confiance et du comportement des acteurs du marché.

Trois principales vulnérabilités macro-financières susceptibles de se répercuter par ricochet sur les bilans bancaires ont été identifiées par la mission : (i) le niveau et la structure de la dette publique rendent le refinancement de celle-ci très sensible aux évolutions de la perception du marché ; (ii) la poursuite de la forte croissance constatée depuis 2002 n'est pas acquise et un ralentissement trop net pourrait fragiliser les fondamentaux macroéconomiques, (iii) le déficit du compte courant extérieur et le niveau élevé des amortissements de la dette extérieure génèrent un besoin de financement en devises important pour les années à venir et rend l'économie turque tributaire de la poursuite des entrées de capitaux pour le financer.

2.1. L'hypothèque de la dette publique

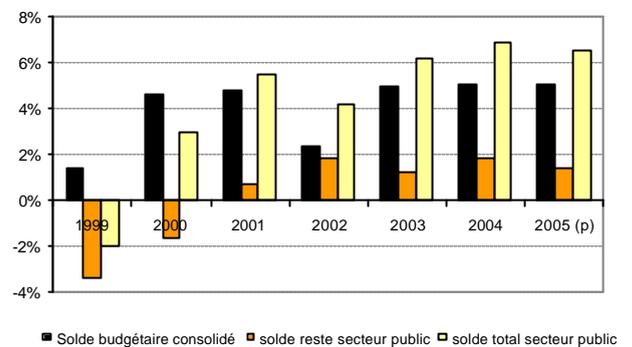
La crise de 2000-01 s'est traduite par un quasi doublement de la dette publique¹³ et a été gérée en transférant le risque du secteur bancaire vers l'Etat (cf. supra). Depuis, les autorités ont mené une politique budgétaire rigoureuse permettant la mise en place d'un cercle vertueux d'assainissement des finances publiques et de réduction graduelle de l'endettement public. La structure de la dette publique – majoritairement en devises ou à taux d'intérêts variables, maturités courtes – rend toutefois celle-ci vulnérable aux évolutions de la perception des marchés. Dans ce contexte, le risque de défaut de l'Etat sur sa dette ne peut être considéré comme nul ; il aurait de fortes répercussions sur les bilans bancaires.

2.1.1 Un ajustement budgétaire permettant l'émergence d'un cercle vertueux

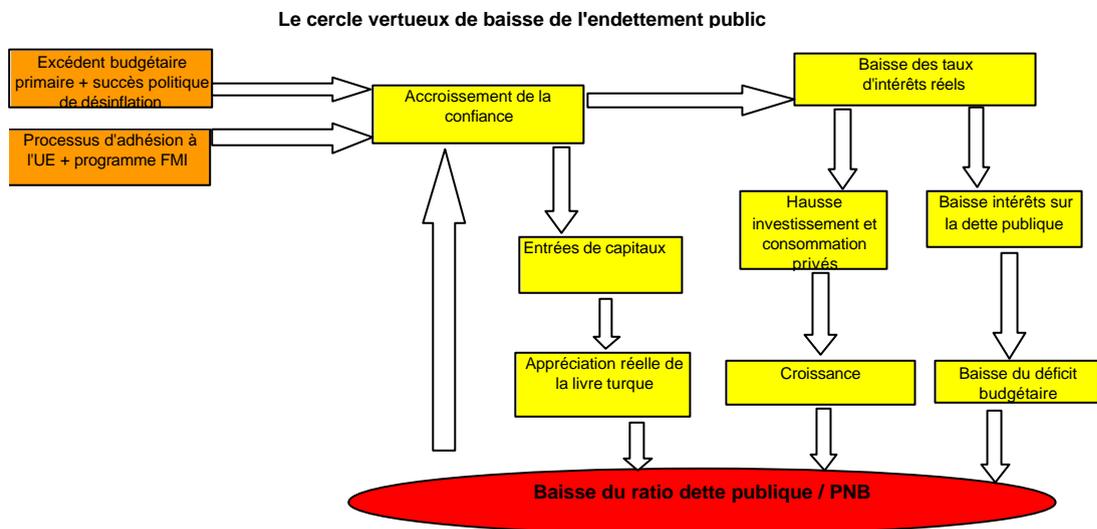
Les gouvernements turcs successifs ont depuis 2000 progressivement adopté une politique budgétaire restrictive destinée à restaurer la confiance dans la solvabilité de l'Etat. L'excédent primaire (i.e. hors intérêts de la dette) du

secteur public a atteint 6,9% du PNB en 2004 (graphique 13) – soit un ajustement de 9 points de PNB par rapport à 1999 – un niveau sans équivalent dans le monde¹⁴. Le gouvernement s'est engagé, dans le cadre du nouveau programme de confirmation avec le FMI, à poursuivre cette politique budgétaire rigoureuse sur la période 2005-07. Cet effort porte à la fois sur le budget de l'Etat central, les collectivités locales et les entreprises publiques.

Graphique 13 - Soldes primaires (en % du PNB)



Source : FMI



Combinée au succès de la politique de désinflation et au contexte extérieur favorable cette politique budgétaire a permis d'enclencher un cercle économique vertueux permettant *in fine* une réduction graduelle de l'endettement public exprimé en ratio par rapport au PNB (cf. schéma ci-dessus). Le ratio dette publique/PNB s'est réduit d'un pic de

¹³ Exprimée en ratio par rapport au PNB.

¹⁴ A titre illustratif, le Brésil, doté d'une structure économique et des fragilités macro-financières similaires et également sous programme avec le FMI, a réalisé un excédent budgétaire de 4,6% du PIB en 2004. L'Argentine, en phase de reprise post-crise, a réalisé un excédent primaire de 5,1% du PIB en 2004 et table sur un niveau de 4,5% du PIB sur la période 2005-07.

2. Trois vulnérabilités macro-financières susceptibles de fragiliser par ricochet les bilans bancaires

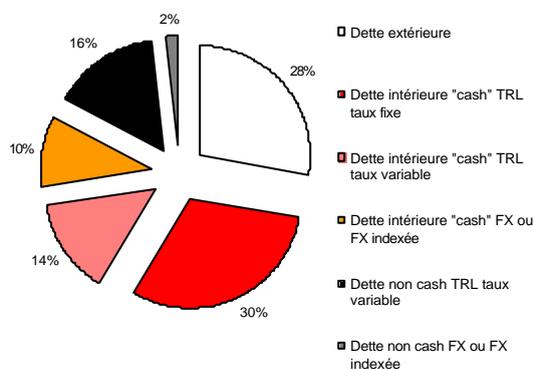
101% à 63,5% en décembre 2004. Si les tendances constatées depuis le début de l'année se poursuivent, il devrait probablement passer sous le cap des 60% du PNB (critère de Maastricht) à la fin de l'année 2005.

2.1.2 Une structure de la dette publique qui génère des vulnérabilités

La dette publique peut schématiquement être décomposée en trois catégories : (i) la dette extérieure (28% du total à fin mai 2005), (ii) la dette intérieure « cash » (54%) – dette de marché libellée soit en devises soit en livres turques à taux fixe ou à taux variable – et (iii) la dette intérieure « non cash » (18%) – dette émise à la suite de la crise financière pour recapitaliser les banques publiques et qui arrive progressivement à échéance (graphique 14).

Les caractéristiques de cette dette la rendent particulièrement sensible aux évolutions du marché. A fin mai 2005, le stock de la dette publique est libellé à 40% en devises étrangères (ou indexé sur les devises étrangères) et à 30%

Graphique 14 - Répartition par catégorie de la dette publique turque (à fin mai 2005)



2.1.3 Un besoin de financement de l'Etat élevé pour les trois prochaines années

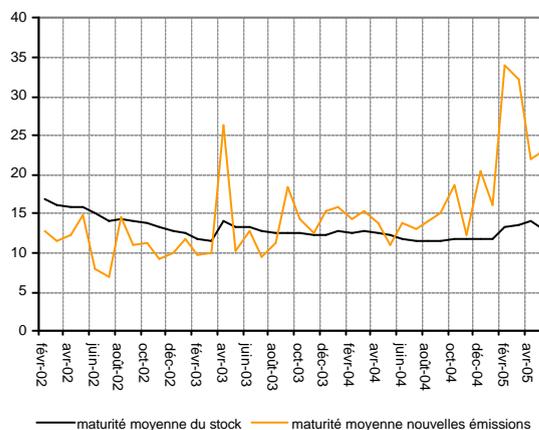
Le besoin annuel de financement de l'Etat turc demeure élevé – de l'ordre de 35 points de PIB chaque année sur 2005-07 (graphique 17) – compte tenu de : (i) la persistance d'un déficit budgétaire global (graphique 16) lié à la charge importante des intérêts de la dette (13,1% du PNB en

à taux variable en livre turque. La maturité moyenne des titres reste par ailleurs courte : 13,1 mois en mai 2005 pour la dette intérieure « cash »¹⁵ (graphique 15).

Deux principaux facteurs expliquent la difficulté de l'Etat turc à modifier la structure de sa dette pour la rendre moins sensible aux évolutions de la conjoncture financière :

- malgré l'assainissement de sa politique économique, il n'a pas encore totalement regagné la confiance du marché. La « mémoire longue » de celui-ci requiert des années de gestion saine pour qu'elles soient capitalisées en termes de gain de crédibilité ;
- le Trésor turc doit se plier aux contraintes de ses principaux créanciers (les banques turques) : pour pouvoir rallonger les échéances des titres publics, il faudrait que la durée moyenne des dépôts bancaires s'accroisse ; pour pouvoir réduire le montant de la dette en devise il faudrait que le taux de dollarisation des dépôts se contracte.

Graphique 15 - Maturité moyenne de la dette intérieure cash (en mois)



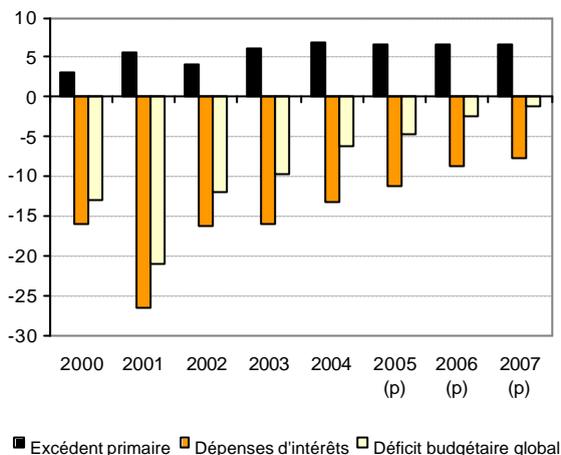
Source : Treasury of Turkey

2004) elle-même générée par le niveau élevé des taux d'intérêts réels sur la dette publique (15,5% en 2004) et surtout (ii) d'amortissements importants sur sa dette (environ 30 points de PNB chaque année) conséquence de la structure à courte échéance des titres de la dette publique.

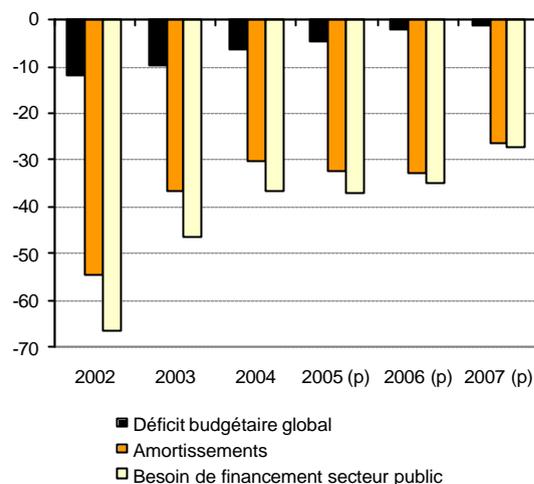
¹⁵ L'Etat parvient ces derniers mois à rallonger les maturités des nouvelles émissions qui ont ainsi atteint 23 mois en mai 2005.

2. Trois vulnérabilités macro-financières susceptibles de fragiliser par ricochet les bilans bancaires

Graphique 16 - Déficit du secteur public (% PNB)



Graphique 17 - Besoin de financement secteur public



Source : FMI

2.1.4 Quels enseignements pour juger de la soutenabilité de la dette publique ?

Le niveau de la dette publique apparaît aujourd'hui mesuré et sa réduction graduelle devrait se poursuivre pour peu que la détermination politique ne faiblisse pas et que le pays ne connaisse pas de choc majeur. Le stock de la dette publique turque est aujourd'hui (i) similaire à celui constaté avant la crise financière, (ii) proche du critère de Maastricht sur le stock de la dette publique et (iii) légèrement inférieur à la moyenne des pays émergents (72% du PIB en 2002¹⁶). Si les hypothèses – qui n'apparaissent pas outrageusement optimistes – sous-tendant le programme avec le FMI se matérialisaient, ce stock atteindrait 40% du PNB en 2010. Les différents scénarios présentés en annexe 2 montrent que, toutes choses égales par ailleurs, un léger assouplissement de la politique budgétaire, une dépréciation réelle de la livre turque ou un ralentissement de la croissance ne remettraient pas fondamentalement en cause cette réduction graduelle de la dette publique. Une combinaison de l'ensemble de ces chocs générerait par contre une dynamique insoutenable sur le moyen terme.

La structure de la dette publique est en revanche porteuse de risques. Les analyses statiques présentées ci-dessus ne permettent qu'imparfaitement de juger de la soutenabilité

de la dette publique. Compte tenu de la faible maturité moyenne des titres publics, de la forte corrélation en Turquie entre le degré de confiance et les taux d'intérêts réels et de l'exposition de l'Etat aux risques de taux d'intérêt et de taux de change, on ne peut exclure l'émergence d'un cercle vicieux inverse au cercle vertueux en exercice depuis 2002. La Turquie ne peut en conséquence être considérée comme immunisée contre le risque de défaut. L'histoire internationale des cessations de paiements sur la dette publique au cours des trois dernières décennies montre d'ailleurs que 55% d'entre elles ont été déclenchées alors que le stock de la dette publique du pays considéré était inférieur à 60% du PIB. C'est cette fragilité liée à la structure de la dette publique qui explique que les organismes de notation continuent à noter la Turquie BB- malgré l'amélioration des principaux indicateurs économiques.

Dans ce cadre, la matérialisation de l'ouverture des négociations pour l'adhésion à l'Union européenne, qui doit avoir lieu avant le 3 octobre 2005, jouera un rôle déterminant sur l'évolution de la confiance. Les informations qualitatives recueillies indiquent que le marché intègre pour l'instant l'ouverture de ces négociations comme un fait acquis. A moyen terme, la nouvelle configuration politique qui émergera des échéances de 2007 (élections parlementaires et présidentielle) serait également susceptible de modifier le comportement du marché.

¹⁶ World Economic Outlook 2003, "Public Debt in Emerging Markets : Is It too High ?", Fonds monétaire international.

2.2. L'incertitude sur la pérennité du rythme de croissance

L'économie turque a connu depuis 2002 une phase de croissance accélérée inédite dans son histoire récente qui a significativement contribué au rétablissement des grands équilibres macroéconomiques. Si les performances récentes se confirment, la Turquie apparaîtrait comme l'un des très rares exemples au cours de ces dernières décennies de pays étant sorti d'un endettement excessif par la croissance¹⁷. Il importe dans ce contexte de s'interroger sur les principales raisons de cette performance exceptionnelle en termes de croissance et sur la probabilité de poursuite de cette dynamique sur le moyen terme.

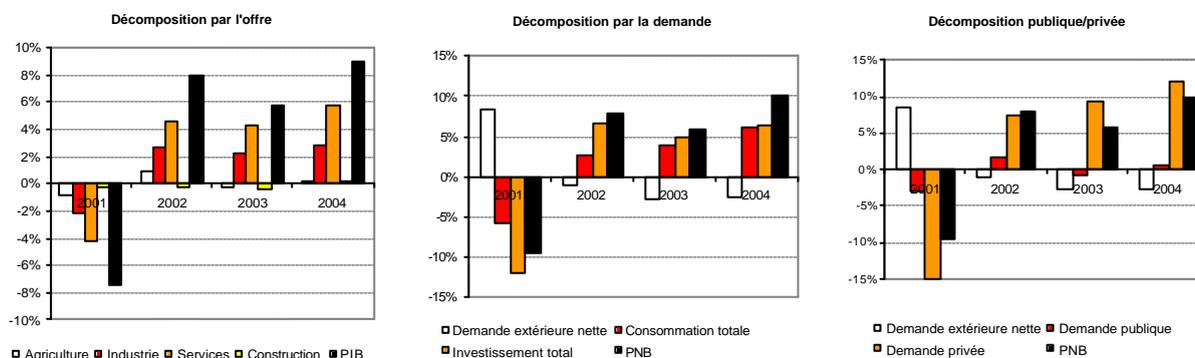
Un ralentissement net de la croissance fragiliserait la solidité du secteur bancaire par deux canaux : (i) l'affaiblissement de la situation budgétaire et l'accroissement de l'endettement public qui en découlerait augmenteraient le risque de défaut souverain ; (ii) la poursuite de la diversifi-

cation des activités bancaires auprès du secteur privé deviendrait plus aléatoire.

2.2.1 Une croissance tirée par la demande intérieure privée

La croissance annuelle moyenne du PNB de la Turquie a atteint 7,9 % entre 2002 et 2004 et le PNB est aujourd'hui 13,7 % supérieur à celui constaté avant la crise financière. Cette croissance a principalement touché le secteur industriel et le secteur des services alors que l'agriculture et le secteur de la construction sont demeurés en marge de cette dynamique. La décomposition de la croissance par la demande indique qu'elle a été tirée par la demande intérieure privée, alors que la contribution extérieure a été systématiquement négative au cours des trois dernières années et que celle du secteur public a été quasi nulle (graphique 18).

Graphique 18 - Contributions à la croissance



Source : SPO et SIS et calculs AFD

2.2.2 Une croissance liée à un effet de rattrapage et à des gains de productivité importants

La forte croissance de ces dernières années est pour partie directement liée à un effet de rattrapage à la suite de la forte contraction de l'activité économique pendant la crise financière. Les comparaisons internationales par rapport à

¹⁷ Dans leur étude « Debt intolerance » (NBER, n°9908) Reinhart, Rogoff et Savastano mentionnent que, sur la période 1970-2000, pour les 22 épisodes identifiés où un pays à revenu intermédiaire (avec une population supérieure à un million) a réussi à réduire son stock de la dette publique de plus de 25% du PNB en trois ans, dans un seul cas celle-ci s'est opérée grâce à la croissance (la majorité des autres cas s'explique par un défaut).

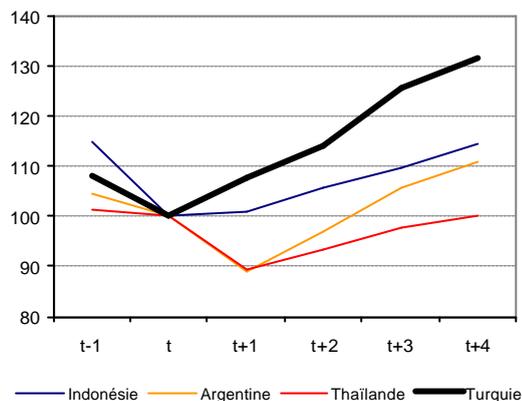
d'autres pays ayant connu des crises du compte de capital dans un passé récent indiquent toutefois que les performances de la Turquie en termes de croissance sont exceptionnelles (graphique 19).

Des facteurs structurels sont donc aussi à l'œuvre. Les gains de productivité acquis depuis la crise sont notamment impressionnants. Le succès de la politique de désinflation de la banque centrale et le choc qu'a été la crise financière ont conduit les entreprises turques à accorder une importance croissante à la maîtrise des coûts de production. Les

2. Trois vulnérabilités macro-financières susceptibles de fragiliser par ricochet les bilans bancaires

entreprises turques ont donc opéré des réductions des salaires réels et, quand cela était nécessaire, réduit le nombre de salariés.

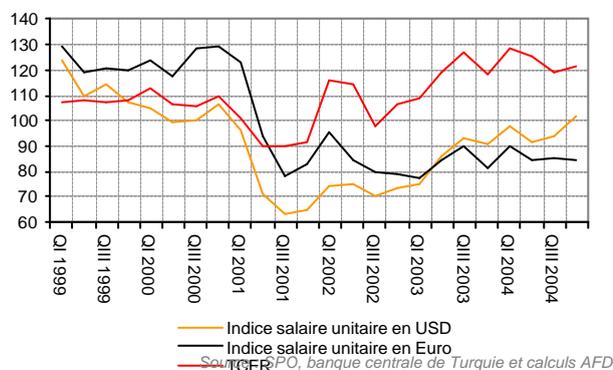
Graphique 19 - PIB pré et post-crise financière
(PIB en base 100 année crise)



N.B. : pour Argentine et Turquie, t+4 est une projection

Sources : FMI et calculs AFS

Graphique 20 - Indice de salaire unitaire dans industrie manufacturière privée et taux de change effectif réel (base 100 = 1997)



Sources : ILO, banque centrale de Turquie et calculs AFD

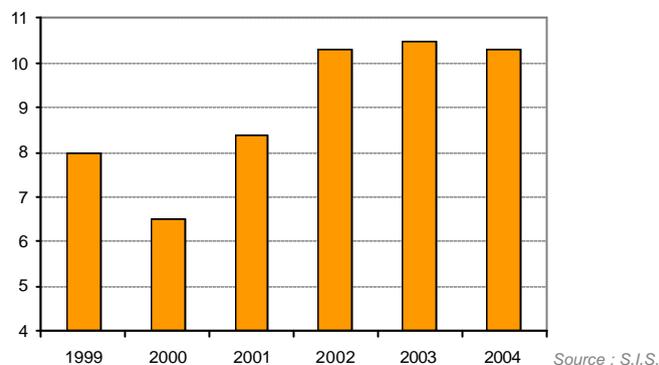
2.2.3 Quelle est la croissance potentielle de l'économie turque ?

Selon le FMI¹⁹, l'économie de la Turquie a un potentiel de croissance de 5 à 7% par an et le consensus des économistes turcs prévoit un niveau de croissance légèrement supérieur à 5% pour 2005 (réalisation de 4,8% au premier trimestre).

Les coûts salariaux unitaires (exprimés en euros comme en dollars) ont fortement baissé juste après la crise (graphique 20). Ceux exprimés en dollars ont progressivement augmenté pour aujourd'hui retrouver leur niveau pré-crise. Ceux exprimés en euros – les plus pertinents pour juger la productivité de la Turquie par rapport à ses principaux partenaires économiques que sont les pays de l'UE¹⁸ – restent significativement en retrait par rapport au niveau pré-crise. Cette évolution permet d'expliquer pourquoi la Turquie a connu une forte croissance de ses exportations malgré l'appréciation significative de son taux de change effectif réel (aujourd'hui de 15% supérieur à celui constaté à la veille de la crise financière).

Le pendant social de ces progrès de productivité est que la croissance n'a pas été créatrice d'emplois de sorte que le chômage demeure aujourd'hui significativement supérieur à son niveau pré-crise (graphique 21). Le cœur de l'électorat du parti au pouvoir, l'AKP, composé des classes moyennes du centre et de l'Est de la Turquie, n'a à ce jour que faiblement profité de la reprise.

Graphique 21 - Taux de chômage en (% de la pop. active)



Source : S.I.S.

Le maintien d'un rythme de croissance aussi soutenu n'apparaît toutefois pas acquis. L'effet mécanique de rattrapage post-crise est aujourd'hui épuisé. Les progrès de productivité constatés ces dernières années ne devraient par ailleurs pas pouvoir être maintenus au même rythme²⁰. Un

¹⁸ Sur les cinq dernières années, l'Union européenne représente 55% des exportations et 48% des importations de la Turquie.

¹⁹ *Background Studies for the Request for Stand-By Arrangement and Extension of Repurchase Expectations*, avril 2005.

2. Trois vulnérabilités macro-financières susceptibles de fragiliser par ricochet les bilans bancaires

certain rééquilibrage dans les déterminants de la croissance apparaît enfin nécessaire pour réduire le déficit du compte courant extérieur (cf. infra) : la composante extérieure devra avoir une contribution positive, ce qui laisse présager une dépréciation du taux de change effectif réel.

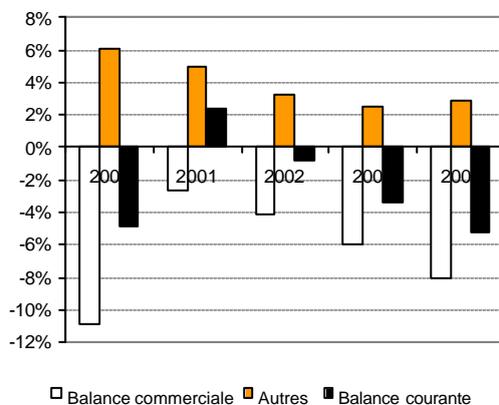
Un fléchissement substantiel de la croissance constituerait un facteur de risque important pour les équilibres macro-financiers et donc indirectement pour le secteur bancaire

2.3. La problématique du financement de la balance des paiements

L'important besoin de financement extérieur de l'économie turque a pu, depuis 2003, être financé sans difficulté grâce à des entrées nettes de capitaux significatives. La poursuite de ce phénomène n'est toutefois pas acquise, d'autant que ces entrées de capitaux s'expliquent partiellement par la conjoncture financière internationale particulièrement favorable aux marchés émergents. Si un renversement net de tendance devait se produire, il se traduirait par une dépréciation du taux de change et une hausse des taux d'intérêts réels susceptible, si ces derniers ne sont pas contenus, de générer un cercle vicieux de détérioration de la confiance qui impacterait les bilans bancaires.

2.3.1 La croissance a généré un déficit du compte courant élevé

Graphique 22 - Balance courante extérieure (% PIB)



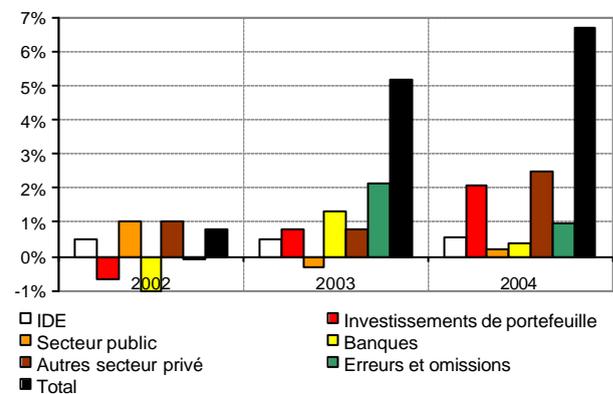
Source : Banque centrale de Turquie

turc. La croissance a jusqu'à présent facilité l'acceptation par l'opinion publique de la politique budgétaire rigoureuse et la décroissance du ratio dette publique/PIB et contribué à générer un climat de confiance favorable à la baisse des taux d'intérêts réels. Il paraît enfin important que l'ensemble de la population ressente les effets bénéfiques de la croissance dans l'évolution de leur pouvoir d'achat.

Le déficit courant extérieur de la Turquie a atteint 5,3% du PNB en 2004 et les réalisations sur les cinq premiers mois laissent présager un niveau similaire en 2005 (graphique 22). Il retrouve ainsi le niveau constaté en 2000 ; l'ajustement du taux de change et la récession avaient au contraire généré un excédent de 2,4 % du PIB en 2001.

Cette détérioration récente du compte courant s'explique pour près des ¾ par la dégradation du déficit commercial. L'essor des exportations de produits manufacturés a été insuffisant pour compenser la dynamique des importations. L'expansion des importations de biens intermédiaires (deux-tiers des importations totales) a été générée par la croissance de la production et la hausse des prix du pétrole, celle des biens en capital est la conséquence directe de la reprise de l'investissement et celle des biens de consommation est liée au développement de la consommation des ménages.

Graphique 23 - Compte de capital y compris erreurs et omissions et hors réserves (% du PIB)



Source : FMI

²⁰ Si le calendrier d'adhésion à l'Union européenne se précise et suscite une nouvelle dynamique de modernisation du secteur productif et une accélération des IDE, un nouvel accroissement de la productivité est néanmoins probable.

2. Trois vulnérabilités macro-financières susceptibles de fragiliser par ricochet les bilans bancaires

Le dernier quart de la dégradation du compte courant s'explique par la baisse, exprimée en point de PIB, des recettes touristiques et transferts des travailleurs à l'étranger²¹ liée principalement à l'appréciation réelle de la livre turque sur la période.

2.3.2 Les entrées nettes de capitaux ont permis de financer ce déficit

Depuis 2003, des entrées de capitaux significatives ont plus que compensé le déficit du compte courant (graphique 23) permettant un accroissement des réserves extérieures et une appréciation réelle de la livre. Elles sont toutefois, selon le FMI²², constituées pour moitié de capitaux à court terme et sont pour les $\frac{3}{4}$ créatrices de dettes et vulnérables à des chocs de taux d'intérêts et de taux de change.

Les investissements directs étrangers (IDE) – considérés comme le mode de financement le plus approprié d'un compte courant déficitaire – demeurent très faibles. Ils n'ont représenté que 1,7 Milliards USD en 2004 – soit moins de 1% du PNB, dont la moitié dans l'immobilier – et n'ont permis de couvrir que 11% du déficit du compte courant contre environ la moitié dans les pays d'Europe de l'Est par exemple. S'il semble que les IDE se soient accrus substantiellement depuis le début de l'année 2005 suite à la décision de l'Union européenne d'ouvrir les discussions pour l'adhésion de la Turquie, ils ne devraient pas dépasser 4 à 5 Milliards USD.

Les statistiques disponibles sur les entrées de capitaux en

Turquie sont empreintes d'une certaine imprécision, comme le laisse apparaître le niveau important des erreurs et omissions²³. Les entrées au titre des investissements de portefeuille concernent majoritairement (i) le rapatriement de l'épargne des résidents turcs qui avait été placée à l'étranger au moment de la crise et (ii) l'achat par des non-résidents de titres publics libellés en livre turque afin de bénéficier des taux d'intérêts réels élevés sur ce type d'actif.

Notons que les positions en devises des banques commerciales turques sont à présent quasiment fermées et que le poids des non-résidents dans la détention des titres sur la place boursière s'accroît rapidement (leurs actifs représentaient 20 milliards USD fin 2004, environ les 2/3 de la cotation boursière, contre moins de 5 milliards deux ans auparavant).

La Turquie n'est pas le seul pays à connaître des entrées significatives de capitaux ces dernières années ; ce phénomène touche également l'ensemble des pays d'Europe de l'Est. Trois facteurs explicatifs apparaissent déterminants²⁴ : la liquidité internationale abondante, une modification structurelle dans la gestion internationale de l'épargne qui a conduit à accroître la part de cette épargne qui se place dans les marchés émergents, une amélioration des fondamentaux de ces économies (liés notamment à l'adhésion ou aux perspectives d'adhésion à l'Union européenne). Les deux derniers facteurs sont structurels alors que le premier doit être perçu comme conjoncturel.

²¹ Les recettes touristiques et les transferts des travailleurs turcs à l'étranger sont traités ici comme une seule entité afin d'éviter une rupture de série liée à un changement dans la méthodologie de classification de la balance des paiements turque : jusqu'en 2002 les dépenses effectués en Turquie par les Turcs résidant à l'étranger étaient traitées comme des transferts privés ; depuis elles sont classées comme des recettes touristiques.

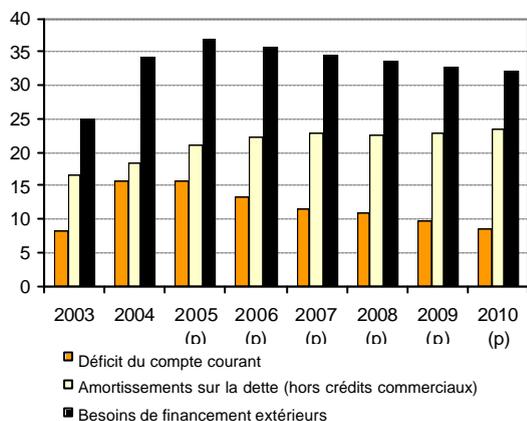
²² « How should Turkey respond to capital inflows ? » dans *Background Studies for the Request for Stand-By Arrangement and Extension of Repurchase Expectations*, avril 2005.

²³ Plusieurs interlocuteurs de la mission ont parlé d'entrées de capitaux significatives en provenance des pays turcophones de l'Asie centrale.

²⁴ Pour de plus amples détails on pourra se reporter à l'analyse du Fonds monétaire « How should Turkey respond to capital inflows ? » dans *Background Studies for the Request for Stand-By Arrangement and Extension of Repurchase Expectations*, avril 2005.

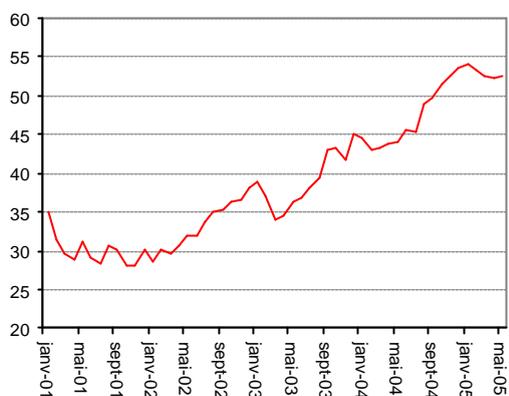
2. Trois vulnérabilités macro-financières susceptibles de fragiliser par ricochet les bilans bancaires

Graphique 24 - Besoins de financement extérieur (en milliards USD)



Source FMI

Graphique 25 - Réserves brutes banque centrale (milliards USD)



Source : Banque centrale de Turquie

2.3.3 Un renversement brutal des flux de capitaux serait susceptible de déstabiliser l'économie

Si la dynamique économique actuelle se poursuit, le déficit du compte courant devrait rester à un niveau assez substantiel dans les trois prochaines années. Les réalisations sur les cinq premiers mois de l'année laissent augurer un déficit courant de l'ordre de 5 % pour 2005 ; le FMI a prévu un déficit moyen de 3 % du PNB sur la période 2005-07. A ceci s'ajoutent des amortissements sur la dette extérieure (y compris les remboursements nets dues au FMI²⁵ mais excluant les crédits commerciaux) qui devraient avoisiner les 20 Milliards USD chaque année. Au total, le besoin de financement extérieur de l'économie turque atteindrait chaque année entre 30 et 35 Milliards USD (graphique 25).

Dans ce contexte, un revirement brutal de la confiance des investisseurs dans l'économie turque ne serait pas sans incidence sur les fondamentaux économiques du pays. Les réserves extérieures de la Turquie, bien qu'en augmentation, demeurent assez faibles, couvrant seulement un tiers de la dette extérieure court terme et des dépôts en devises dans le secteur bancaire. Un revirement brutal de la confiance se traduirait par une forte correction sur le taux de change – qui pourrait à son tour générer une hausse de la dollarisation des dépôts renforçant la pression sur le taux de change – et une hausse substantielle des taux d'intérêts réels – liée à l'accroissement de la perception du risque encouru. Ces développements pourraient alors remettre partiellement ou totalement en cause les résultats favorables en matière d'inflation, de finances publiques et de dette publique.

Deux principaux phénomènes pourraient générer ce brusque revirement de la confiance :

- **un mouvement de défiance** à l'égard des marchés émergents lié à un durcissement des conditions financières internationales. Les déséquilibres financiers internationaux – principalement matérialisés par le déficit du compte courant américain et l'accumulation de réserves des pays asiatiques – sont susceptibles d'entraîner une forte dépréciation du dollar, une hausse des taux d'intérêt internationaux et une dégradation de la confiance des investisseurs qui se replieraient sur des actifs considérés comme peu risqués. Dans ces conditions, non seulement les *spreads* sur les marchés émergents augmenteraient²⁶ mais les flux de capitaux privés vers ces marchés pourraient, une fois encore, connaître un *sudden-stop* ;

- **un choc exogène de nature politique**. Une remise en cause de la perspective d'adhésion de la Turquie à l'Union européenne pourrait avoir des répercussions significativement négatives sur les marchés. Une rupture du programme avec le FMI serait également un signal négatif²⁷. Le déroulement et les résultats des élections de 2007 joueront enfin un rôle déterminant.

²⁵. La conclusion en mai 2005, après des négociations serrées, d'un nouvel accord de confirmation pour une période de trois ans et pour un montant de 10 milliards USD permet à la Turquie d'étaler ses paiements nets au FMI sur la période 2005-07 (USD 11 milliards au lieu de USD 21 milliards) et de rassurer les marchés sur sa détermination à poursuivre les réformes.

²⁶. Selon une étude récente de la Banque d'Angleterre une hausse de 100 points de base des taux d'intérêts américains entraîne en moyenne une hausse de 80 points de base des *spreads* sur les marchés émergents.

²⁷. La décision du FMI de reporter la première revue du programme de confirmation tant que la réforme du régime de retraite ne serait pas adoptée par l'Assemblée Nationale ne présente pas de caractère alarmant à ce stade et doit s'interpréter comme un des nombreux épisodes des relations complexes entre le gouvernement turc et le FMI. Tout en ayant des objectifs divergents, les deux parties savent qu'elles auraient chacune beaucoup à perdre d'un échec du programme.

Conclusion

Après plusieurs décennies de croissance inflationniste et d'instabilité financière récurrente, la Turquie est aujourd'hui sur une trajectoire économique et financière globalement positive. Depuis la crise de février 2001, la situation du secteur bancaire s'est globalement améliorée, notamment en matière de résilience aux chocs. Parallèlement, après une phase de déséquilibre des finances publiques induite par cette crise, l'accélération de la croissance a, depuis 2003, facilité le contrôle de la dette publique tout en soulageant partiellement le coût social d'un ajustement fiscal de grande envergure. Quatre ans après une crise financière de grande ampleur ayant notamment touché le cœur du système bancaire, le caractère positif de ces évolutions contribue au regain d'attractivité du secteur financier turc aux yeux des banques étrangères. Quatre banques européennes (BNP Paribas, Unico Credito, Fortis et Rabobank) ont pris, au cours des derniers mois, des participations dans des établissements turcs.

Ces tendances, que l'on peut qualifier avec la plupart des observateurs comme relevant d'un cercle vertueux, contribuent à la diminution du risque-pays et du risque systémique turc mais ne doivent pas occulter néanmoins le maintien de certaines vulnérabilités :

- **sur le plan du risque systémique**, malgré l'amélioration de sa résilience, le secteur bancaire demeure exposé aux chocs classiques affectant les économies émergentes (choc de change et de taux d'intérêt), soit directement en raison du déséquilibre de maturité enregistré à son bilan, soit indirectement en raison de sa forte exposition sur l'emprunteur souverain. Par ailleurs, le maintien d'un taux de

dollarisation des dépôts toujours élevé est un facteur susceptible de fragiliser la régulation monétaire de la Banque de Turquie en cas de choc de grande ampleur. Or, le niveau élevé du déficit courant turc et son financement, en grande partie fondé sur des capitaux courts, font qu'un choc macroéconomique d'origine externe ne doit pas être exclu. A ce niveau, le système financier turc apparaît nettement exposé au risque de resserrement brutal des conditions monétaires internationales (forte hausse des taux d'intérêt et assèchement des liquidités internationales par resserrement vigoureux des politiques monétaires). Même si un tel scénario ne correspond pas aux évolutions observées en juillet 2005, l'hypothèse de sa mise en œuvre ne peut pas être totalement écartée à court terme ;

- **sur le plan plus général du risque-pays**, la dette publique demeure un facteur d'inquiétude qui ne doit pas être négligé. Même si la conjoncture actuelle, aussi bien sur le plan interne (confiance dans la qualité de l'ajustement fiscal) que sur le plan externe (faiblesse des taux internationaux), permet d'assouplir très significativement les conditions du renouvellement de la dette, l'Etat turc conserve un besoin de financement élevé pour le moyen terme. En outre, sur un autre plan, le maintien d'un taux de chômage élevé relativise les progrès macro-financiers enregistrés depuis 2001. Après une phase post-crise où sa croissance a été alimentée par une dynamique de rattrapage (effet base) et des gains de productivité (réduction des effectifs employés), la Turquie se trouve aujourd'hui confrontée à la nécessité de maintenir une croissance élevée tout en améliorant sa diffusion à l'ensemble de la population.