



IV – Russie, PECO, Turquie

*Tania Sollogoub, Yves Zlotowski**¹

Les performances de la Russie, croissance élevée, excédent budgétaire et excédent courant, pourraient être enviées par de nombreuses économies émergentes. Cependant, elles tiennent beaucoup à des facteurs externes en même temps qu'à la faiblesse de l'investissement. Face à une demande extérieure faible, les pays d'Europe centrale ont en 2002 soutenu leur demande interne par des politiques de relance. Les déficits budgétaires ont fortement augmenté au moment où l'intégration à l'UE pose la question de la convergence nominale. L'alliance, jusque-là vertueuse, entre transition vers l'économie de marché et intégration à l'Union pourrait bien devenir plus problématique du fait des difficultés à concilier convergence réelle et convergence nominale. En Turquie, le bilan de la stabilisation engagée après la crise financière de 2001 est mitigé. L'objectif de maîtrise de l'inflation est atteint mais la situation des finances publiques reste préoccupante, les crises politiques successives ayant empêché toute détente monétaire.

¹ Tania Sollogoub (PECO) est économiste au Crédit Lyonnais ; Yves Zlotowski (Russie, Turquie) est expert risque-pays à la COFACE.

Russie : un « miracle » émergent ?

Une situation financière de plus en plus solide...

Fin mai 2003, l'écart de taux d'intérêt sur les euro-obligations russes est passé sous la barre des 300 points de base (contre 600 en septembre 2002). Ceci témoigne de l'exceptionnel niveau de confiance dont la Russie bénéficie actuellement de la part des opérateurs de marché. La situation financière de l'Etat continue effectivement à s'améliorer. La dette extérieure publique est passée de 48.5% du PIB fin 2000 à 28.4% fin 2002 ; à cette date, les réserves de change représentaient 6.3 mois d'importations. Au maintien d'un excédent public pour la troisième année consécutive (à 1.3% du PIB en 2002), s'ajoute, pour la quatrième année, un fort excédent courant (8.8% du PIB). Cette situation financière très confortable s'accompagne d'une croissance relativement élevée (4.3% en 2002, soit un ralentissement finalement peu sensible par rapport à 2001). Depuis le début 2003, l'activité s'accélère nettement : +6.4% au premier trimestre, en glissement annuel.

De tels résultats pourraient être enviés par de nombreuses économies émergentes. Toutefois, si en surface l'économie russe brille de tous ses feux, les mécanismes à l'œuvre en profondeur tempèrent ce premier diagnostic. Le haut niveau des prix du pétrole (une moyenne de 25 dollars pour l'année 2002 et de 31 dollars pour le premier trimestre 2003) a constitué un élément clé de l'amélioration constatée. Ajoutons que la hausse de l'euro a permis de freiner l'appréciation réelle du rouble si fatale au secteur industriel.

Si les performances récentes ont profité de facteurs externes, la politique économique n'est toutefois pas restée inactive. Profitant d'une bonne conjoncture, les autorités tentent de contrecarrer les tendances à la domination croissante du secteur des matières premières. Contrairement aux conseils du FMI, qui préférerait que l'accumulation de surplus budgétaires permette de stériliser la création monétaire, le gouvernement russe semble enclin à relâcher la pression fiscale sur les entreprises et espère qu'une politique de dépenses plus offensive stimulera les PME et les secteurs de produits transformés. Dans cette perspective, le relâchement budgétaire (hors revenus pétroliers, le déficit a été de 5.8% du PIB en 2002, en très nette hausse par rapport à 2001) reste soutenable. Un objectif identique est assigné à la politique monétaire : la Banque centrale intervient massivement sur le marché des changes pour ralentir le mouvement d'appréciation réelle. Elle a même baissé ses taux d'intérêt à deux reprises durant l'année 2002.

...mais une faiblesse persistante de l'investissement...

Cependant cette politique de soutien à l'activité ne pourra pas être maintenue avec une orientation moins favorable des prix du pétrole fin 2003 et surtout en 2004. De plus, son efficacité est restée faible : l'économie n'a que peu répondu à ces incitations. Les secteurs orientés vers le marché russe ne cessent de ralentir depuis trois ans. En 2002, leur croissance a été d'un maigre 2%, pour la première fois dépassée par celle des secteurs exportateurs qui ont crû de 6%. Selon l'analyse de la Banque mondiale, le secteur domestique est pris en tenaille entre la hausse des coûts de production – les salaires réels ont crû de 16% en 2002 – et la chute de compétitivité liée aux tendances à l'appréciation réelle.

Les hausses de salaire réel profitent à la consommation mais celle-ci se porte massivement sur les produits importés. L'investissement privé en revanche ne décolle pas, même si le ralentissement récent – de 17.6% du PIB en 2001 à 17.1% en 2002 – est sans doute surestimé, les entreprises ayant gonflé leur déclaration de formation de capital fin 2001, anticipant la suppression d'exemptions fiscales l'année suivante. Cette stagnation de l'investissement contribue au maintien de l'excédent courant ; en 2002, les importations russes n'avaient pas retrouvé leur niveau de 1997.

... et un ralentissement des réformes

La relance de l'investissement devient pourtant nécessaire, l'économie russe étant parvenue au point où il n'est plus possible de compter sur la mobilisation des capacités inutilisées. En effet, selon le Russian Economic Barometer, après avoir augmenté de 8% en 2000 et de 4% en 2001, le taux d'utilisation a quasiment stagné en 2002, se portant à 69%, niveau probablement difficile à dépasser, le reste du capital inutilisé étant en fait obsolète.

Cependant, cette relance est freinée par la trop lente réforme du secteur financier. Certes, on observe une vive hausse du crédit bancaire aux entreprises mais celle-ci porte le crédit à l'économie à seulement 18.7% du PIB fin 2002 (contre 11% début 2001) ; en outre, ce récent dynamisme du marché du crédit ne profite qu'à une minorité d'entreprises. Les « prêts liés », octroyés par les banques à leur propre actionnaire, peuvent représenter jusqu'à 60-80% des crédits et, à l'heure actuelle, les banques russes n'ont comme clients que cinq cents grandes entreprises.

Le climat d'euphorie entourant les actifs russes permet aux entreprises d'effectuer un retour remarqué sur les marchés internationaux. Les nouvelles stars du capitalisme russe s'affichent dans la presse pour promouvoir leur respect des Best practices dans leurs relations avec les actionnaires et les créanciers. L'endettement international des entreprises et des banques russes est passé de 29.3 milliard de dollars fin 1999 à 43.2 milliard fin 2002. Lors de la seule année 2002, celles-ci ont emprunté 7 milliard de dollars, ce qui suscite l'inquiétude non dissimulée des autorités. Ces financements seront-ils utilisés pour relancer l'investissement ? Probablement, mais les entreprises qui reviennent si triomphalement sur les marchés de capitaux internationaux sont les mêmes qui accaparent une grande partie du crédit interne, à savoir (à quelques exceptions près) les géants du secteur exportateur de matières premières...

Si les banques occidentales financent avec entrain, les entrepreneurs, eux, sont plus réticents. Depuis trois ans, les flux d'investissements directs entrant en Russie sont inférieurs aux investissements directs russes à l'étranger ! Ajoutons que, dans les flux entrants, 20% viennent de Chypre et sont des capitaux russes rapatriés. Le stock d'investissements directs était de 20.3 milliard de dollars début 2003, soit moins de 40% du flux que la Chine reçoit... en une année ! L'annonce spectaculaire de BP (un investissement de 6.75 milliard de dollars étalé sur trois ans) ne peut, à elle seule, changer la donne. La venue massive d'investissements dépendra de la réelle volonté du monde des affaires russes à ouvrir le capital de ses entreprises mais aussi de l'amélioration du cadre légal.

Or, sur le plan des réformes structurelles, on assiste à un arrêt de la dynamique des premières années de la législature de V. Poutine. Certes, en 2002, le code des faillites et la réforme foncière ont été complétés et achevés. Mais les réformes des monopoles naturels (électricité, gaz, chemins de fer...), du secteur bancaire et de l'administration publique accumulent un retard préoccupant, alors que les prochaines échéances électorales (législatives en décembre 2003, présidentielles en mars 2004) augurent mal de leur mise en place rapide. La privatisation de l'entreprise pétrolière Slavneft en décembre 2002 a fait douter des progrès de la « régulation » du capitalisme russe. Elle était pourtant annoncée comme l'opération du siècle, constituant la plus importante privatisation russe depuis 1997. Elle a été remportée par le duo Sibneft-TNK (deux géants du pétrole russe) à un prix à peine supérieur à celui du lancement des enchères. En outre, la plupart des candidats sérieux (dont la très importante compagnie chinoise CNPC) se sont retirés de la compétition en cours de route. Trois mois après cette contestable opération, la fusion de Yukos et Sibneft, deux des plus importantes compagnies pétrolières russes, était annoncée. Elle donnera lieu à la création du cinquième producteur mondial de pétrole.

La concentration accrue de l'activité autour des matières premières est visible dans les données macroéconomiques. L'espoir de voir à terme s'épanouir une économie diversifiée – et donc une croissance équilibrée – s'estompe. Les exportations de matières premières représentaient en 2002 presque 70% du total. Une bonne gestion de cette manne devra être peu à peu imposée à des acteurs économiques de plus en plus puissants, de manière à ce que l'économie puisse résister aux chocs externes. En tout état de cause, l'euphorie actuelle à l'égard des actifs russes doit être reconsidérée à l'aune d'évolutions structurelles qui relativisent le « miracle russe ».

PECO : la nouvelle donne de l'Union monétaire

En 2002, le calendrier européen s'est accéléré : en octobre, le Conseil s'est prononcé pour l'intégration de dix candidats (Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, République slovaque, Slovénie) dès mai 2004, puis de la Bulgarie et de la Roumanie en 2007. En décembre, le cadre financier a été défini à Copenhague. Le traité d'adhésion a été signé à Athènes en avril 2003. Pour les dix pays rejoignant l'Union européenne (UE), l'union monétaire est donc devenue la prochaine étape : ils doivent passer de la logique du premier traité de Copenhague (1993) à celle de Maastricht, de la convergence réelle à la convergence nominale. Or ce changement de perspective brouille leurs arbitrages : ils sont confrontés à de nouveaux objectifs macroéconomiques, de nouveaux risques financiers, de nouveaux enjeux politiques.

Dans ce contexte, des tiraillements risquent de se produire dans l'alliance, jusque-là vertueuse, entre transition vers l'économie de marché et intégration à l'Union. Le Traité de Copenhague liait les deux notions : pour intégrer l'UE, « le pays candidat doit avoir une économie de marché qui fonctionne ». Implicitement, l'intégration européenne était subordonnée à l'achèvement de la transition. Mais aujourd'hui, il est difficile de concilier transition, convergence réelle et convergence nominale ; d'autant plus que le ralentissement

de l'Europe de l'Ouest a imposé, en 2002, une mauvaise donne conjoncturelle. Privés d'un ressort de croissance extérieur, les PECO ont dû explorer les marges de manœuvre de leur policy mix et le soutien de la demande domestique a été peu propice à la convergence nominale.

Transition et élargissement : un cercle vertueux dans un premier temps

L'élargissement est favorable à la transition tant que les pays se situent dans une logique de convergence réelle et d'entrée dans l'UE. Les pays d'Europe centrale en ont bénéficié dans les années quatre-vingt-dix ; la Roumanie et la Bulgarie, dès lors que leur adhésion est désormais assurée, en tirent aujourd'hui les avantages, les anticipations des agents devenant moins floues. L'UE impose à ces pays, obligés de se conformer à l'acquis communautaire, ce que le FMI n'a jamais réussi à faire : la poursuite des réformes structurelles. L'environnement institutionnel s'améliore, et l'investissement devient le moteur des croissances bulgare et roumaine, respectivement 4.7% et 4.3% en 2002. Surtout, la perspective européenne stabilise des scènes politiques fragiles ce qui permet d'imposer plus de rigueur budgétaire et monétaire. Dans cette phase, élargissement et transition vont de pair. Reste à savoir si l'élan européen sera suffisant pour que ces deux pays parviennent à rattraper leur retard.

Les pays d'Europe centrale se sont tous essayés à la relance en 2002 : partout, la hausse des salaires réels et des dépenses publiques a pris le relais de la demande extérieure et de l'investissement productif. Les déficits budgétaires se sont accrus en Hongrie (8.4%), en République tchèque (4.5%), en Pologne (5.7%) et restent élevés en République slovaque (7.2%).

C'est en Hongrie et en République slovaque que la croissance de la consommation privée est la plus nette, portée par une hausse des salaires réels et du crédit domestique. Ces deux pays enregistrent les taux de croissance du PIB les plus élevés (respectivement 3.3% et 4.4%) tandis que la République tchèque connaît un ralentissement assez marqué (2% contre 3.1% en 2001). Quant à la reprise polonaise, elle reste sans ressort (1.2% en 2002) et le recul de l'investissement toujours prononcé (-8.8% et -7.2% en 2001 et 2002).

Le contexte de désinflation a permis de limiter l'impact des politiques de relance sur les prix. Cette désinflation s'explique par des facteurs conjoncturels : des taux d'intérêt mondiaux bas, des reports de hausse de prix administrés, une contraction des prix alimentaires, et une baisse des prix des biens importés d'autant plus forte que les monnaies (sauf le zloty), se sont appréciées en termes réels. Des éléments structurels jouent aussi : la hausse des salaires réels ne pèse guère sur la rentabilité des entreprises, car elle reste généralement inférieure à la progression de la productivité du travail. Cela limite la hausse des coûts unitaires, et la compétitivité des entreprises se maintient globalement. De plus, le commerce intra-zone se réactive sur de nouvelles spécialisations : les industries automobiles tchèque et slovaque profitent du décollage des marchés d'Europe centrale.

Seule, la Hongrie connaît, en 2002, une progression des salaires réels supérieure à celle de la productivité du travail qui se traduit par une dégradation de sa compétitivité. Le déficit courant reste limité (-3.8% du PIB en 2002, contre un maximum de -7.7% en

République slovaque), mais il s'accroît au moment où les flux d'investissements directs étrangers diminuent. Ceux-ci ne couvrent plus que 42% de ce déficit en 2002 (contre un maximum de 120% en République tchèque). Fin 2002, la crainte d'un creusement des « déficits jumeaux » (budgétaire et courant), impose donc une révision du policy mix hongrois.

Une équation difficile : convergence réelle, convergence nominale et transition

Début 2003, les pays d'Europe centrale font face au même paradoxe : les déficits budgétaires ont augmenté au moment où l'intégration dans l'UE pose la question de la convergence nominale vers les critères de Maastricht. La croissance molle n'est pas un contexte favorable pour les assainissements budgétaires, mais le dérapage s'explique surtout par les politiques de relance, contracycliques. En 2002, priorité a été donnée à la croissance plutôt qu'à la convergence nominale. Cependant, début 2003, les Hongrois, les Tchèques, les Polonais et les Slovaques mettent fin aux relances par les dépenses publiques. La crédibilité de leurs plans dépend de leurs marges de manœuvre politiques, plus larges en Hongrie et en République slovaque, qu'en République tchèque. Quant à la Pologne, les difficultés structurelles et les fragilités sociales sont telles que le gouvernement, dès le second trimestre 2003, semble bel et bien abandonner l'idée d'un ajustement budgétaire rapide.

La situation budgétaire renvoie aussi à la transition. Le profil des budgets révèle les retards de cette dernière : insuffisante restructuration industrielle ou agricole, déséquilibres sectoriels, sociaux ou régionaux, et enfin, réforme incomplète des retraites et des régimes de protection sociale. Trois postes, surtout, sont déficitaires : les fonds sociaux, les fonds extra-budgétaires (subventions industrielles et agricoles) et les collectivités locales. Au final, les déficits structurels de ces pays sont plus élevés qu'en Europe de l'Ouest. Cette inertie est d'autant plus gênante que la relance monétaire est peu efficace : le canal du crédit fonctionne mal, en particulier vers les PME. Tout concourt donc à renforcer les dérapages budgétaires : les inerties des comptes publics et celles de la politique monétaire.

Enfin, la question budgétaire s'examine aussi au regard de l'élargissement monétaire : soit les déficits sont réduits rapidement afin d'adopter au plus tôt l'euro, au risque de peser sur les variables réelles. Soit la priorité est donnée à la convergence réelle, auquel cas, les dates d'adoption de l'euro doivent être reculées. Or cela risque d'accroître la volatilité sur les changes. Le débat n'est malheureusement pas réglé : banques centrales et gouvernements s'opposent et mettent en place des jeux non coopératifs. L'incertitude s'installe sur le niveau de stabilisation du change.

La spéculation s'accroît donc en 2003, et, avec elle, la volatilité des cours. La Hongrie en fait les frais la première, le forint étant poussé à l'appréciation en janvier 2003, puis à la dépréciation dès le mois de juin suivant. Il n'est pas étonnant que les mouvements spéculatifs aient joué d'abord sur ce pays : la Hongrie a adopté la première un régime de change – cours pivot et bande de fluctuations conforme à la phase de stabilisation pré-UEM

(dite SME bis) qui doit durer au moins deux ans. Dès 2003, le marché s'est donc lancé à la recherche du taux de change d'équilibre. Finalement, c'est la première crise monétaire de l'après-UE, probablement la première crise pré-UEM...

Dans ce contexte, les analystes auront trois questions à résoudre :

. Où se situe le taux de change d'équilibre des pays candidats à l'euro, par rapport à leur compétitivité effective ? La situation est plus difficile pour la Pologne que pour la République tchèque, la Hongrie ou la République slovaque. Les problèmes structurels polonais militeraient pour une entrée retardée dans la zone euro, éventuellement précédée d'un ajustement du change. Reste à savoir si ce dernier ne risque pas d'enclencher des mécanismes systémiques dangereux, nés de dettes à court terme en devises importantes.

. Les banques centrales vont-elles laisser les marchés établir le niveau du taux de change ? La Banque nationale de Hongrie s'est efforcée d'envoyer un message contraire très net, en diminuant fortement ses taux en janvier, puis en les augmentant en juin. Les anticipations des marchés vont jouer un rôle majeur dans la marche vers l'UEM, et la capacité des banques centrales à les réguler sera déterminante.

. Dans le cas d'une crise financière, voire d'un défaut de paiement, la BCE serait-elle prêteur en dernier ressort ? Il semble que les marchés en font le pari, car les taux de refinancement des dettes des PECO candidats à l'UEM sont inférieurs à ceux de pays de même rating. En clair, cela veut dire que les marchés anticipent la disparition du risque de défaut souverain. C'est un pari risqué, car il n'est pas dans les attributions de la BCE d'être prêteur en dernier ressort. Surtout, il est à craindre que les gouvernements des PECO aient intégré cette stratégie : cela expliquerait les dérapages fiscaux, nés d'une anticipation hâtive de financements faciles. Cela voudrait dire aussi que l'Europe est en train de réactiver à l'Est, sous une autre forme, la contrainte budgétaire souple à laquelle ces pays ont été longtemps habitués : au lieu de stimuler la transition, l'élargissement irait alors à l'encontre de sa logique réformatrice.

Turquie : une laborieuse quête de stabilité

Dynamisme et vulnérabilité de la croissance

L'année 2001 avait été marquée par une crise financière et une récession record (-8%). A l'aune de ce désastre, 2002 a été calme : la croissance a été vive (+7.8%) et le pays a évité une nouvelle crise. La demande intérieure n'a pas repris mais le bon niveau de croissance a été obtenu grâce à une reconstitution des stocks. La dégradation du solde courant (de 2.3% du PIB en 2001 à -1% en 2002) a été finalement limitée grâce à une hausse sensible des exportations (+13%), dans un environnement international pourtant peu porteur et malgré une appréciation réelle de la livre. Les entreprises turques se sont en partie réorientées sur les marchés les plus dynamiques (Royaume-Uni, Russie, Europe centrale) et ont exporté à marge quasi nulle du textile, mais également des automobiles et des biens de consommation durables.

La réactivité des entreprises est un point fort de la Turquie. Elle n'est pas seulement le fait des grands groupes multisectoriels puisque la concentration est faible ; le

secteur exportateur repose sur une multitude de petites et moyennes entreprises. Outre l'économie parallèle importante, plusieurs éléments expliquent cette adaptabilité. La flexibilité du marché du travail est un premier facteur. L'évolution du chômage est très sensible à la conjoncture (de 6.9% en mars 2001 à 11.8% en mars 2002). En outre, les salariés du secteur privé acceptent des mises à pied temporaires ou sont renvoyés du jour au lendemain. Des baisses de salaires réels sont aussi des pratiques courantes en cas de conjoncture difficile.

La dollarisation de l'épargne des entreprises est également un élément crucial du dynamisme au niveau microéconomique. Les dépôts en devises du secteur bancaire turc représentaient en 2002 120% de la masse monétaire en livre. En outre, les firmes disposent de comptes off shore qu'elles ont notamment utilisés en 2002 pour financer leurs exportations. L'absence totale de contrôle de capitaux rend cette épargne en dollar facilement mobilisable. Au total, l'épargne en devises, en Turquie ou à l'étranger, peut être facilement mobilisée ou rapatriée à la première éclaircie.

Ces éléments de flexibilité sont des facteurs de dynamisme mais expliquent aussi la fragilité du régime de croissance. Tout d'abord, la flexibilité du marché du travail implique que les ménages ajustent leurs dépenses en fonction d'une situation de l'emploi et des salaires qui évolue très rapidement. La demande intérieure connaît de fortes fluctuations, à l'origine d'une croissance en « dents de scie ». Ensuite, si l'épargne très liquide des entreprises permet d'augmenter rapidement l'utilisation des capacités existantes, l'investissement, qui exige un horizon temporel plus long, reste très limité. Les crédits bancaires sont traditionnellement faibles en Turquie (car évincés par le besoin de financement public) et sont plus rares depuis la crise financière de 2001 : ils représentaient 22% du PNB fin 2001 et sont tombés à 15% en septembre 2002. Les crédits à long terme permettant de financer les cycles économiques longs sont inexistants. Ainsi, le taux d'investissement privé est faible et en baisse (13.7% du PIB en 2002 contre 19% en 1997). L'économie est donc soumise à un régime de croissance très erratique, que les nouvelles orientations de la politique économique tentent de changer en profondeur.

Une situation financière toujours tendue

Le programme de stabilisation mis en place sous l'égide du FMI début 2000 visait à modifier un système dans lequel Etat et entreprises étaient « drogués à l'inflation ». Les entreprises avaient coutume de reporter les chocs et les coûts sur les prix finaux. Les hausses de prix – qui ont flirté avec les 80% annuels dans les années 1990 – étaient dans la plupart des secteurs le fruit d'ententes formelles ou informelles entre détaillants ou fabricants. Pour l'Etat, les hausses de prix constituaient un instrument commode de gestion de la dette publique.

L'ancrage du taux de change et la baisse des taux d'intérêt ont été, respectivement, l'instrument et l'objectif du programme de stabilisation lancé début 2000. Mais l'appréciation très rapide du taux de change réel a fait déraiser les comptes extérieurs, a rendu l'ancrage nominal insoutenable et contraint à laisser flotter la livre à partir de février 2001. A ce scénario, devenu un classique des crises émergentes, s'est ajoutée une autre

source de difficultés : la baisse des taux a déstabilisé les banques habituées à tirer leur profit des intérêts perçus sur la dette publique. A la suite de cette « double crise », la stratégie s'est recentrée sur la tenue d'un surplus budgétaire primaire colossal (6.5% du PNB) et un vaste ensemble de réformes structurelles.

Le bilan de cette nouvelle tentative de stabilisation est mitigé. Certes, la baisse de l'inflation observée a été plus importante qu'attendue. Fin décembre 2002, la hausse des prix était de 29.5% alors que l'objectif était de 35%. Cependant cette victoire s'explique essentiellement par la faiblesse de la demande, ainsi que par l'appréciation réelle de la livre. Surtout, les déséquilibres des finances publiques restent préoccupants. Fin 2002, la dette publique représentait encore 80% du PNB, et la baisse des taux d'intérêt réels restait peu significative : 32.3% en moyenne en 2002 contre 38.5% en 2001.

Les résultats budgétaires doivent-ils être incriminés pour expliquer ces tensions financières persistantes ? Il est vrai que le surplus primaire n'a été que de 3.9% du PNB (nettement en dessous de l'objectif FMI) en raison de dépenses liées aux élections anticipées de novembre. Le déficit budgétaire a ainsi atteint 12.4% du PNB. Néanmoins, même si l'objectif FMI était atteint, l'excédent primaire ne pourrait financer qu'une part limitée du service de la dette publique (domestique et externe). Actuellement, l'excédent primaire couvre 14% de ce service, le refinancement par le marché domestique (roll over) en assurant 76%. C'est la forte dépendance à l'égard du marché qui est source d'instabilité pour les finances turques.

La stabilisation financière : un parcours semé d'embûches

La stratégie actuelle s'explique par l'importance donnée au canal de la confiance : la rigueur budgétaire doit influencer positivement les taux d'intérêt. Les évolutions de l'année 2002 et même du début 2003 ont montré les limites de ce canal « psychologique ». Les taux d'intérêt ont surtout été influencés par les crises politiques successives. A la mi-2002, l'éclatement de la coalition au pouvoir puis le contexte des élections anticipées de novembre ont eu un effet dévastateur sur les taux. Ensuite, une certaine euphorie semblait prête à accueillir le gouvernement du parti AK (Parti de la justice et du développement) doté de la majorité absolue au Parlement et fraîchement converti à l'impératif du « surplus primaire à 6.5% ». Mais, début 2003, la guerre en Irak a balayé les espoirs de baisse des taux. Les tensions turco-américaines, suite au refus du parlement turc d'accueillir une grande partie des troupes américaines pour l'ouverture d'un front Nord, ont à nouveau porté les taux à des niveaux prohibitifs.

Malgré ces épisodes de forte incertitude, un défaut sur la dette publique interne a pu être évité. Pourtant, au titre de celle-ci (60% de la dette publique), le Trésor turc a dû, en moyenne, déboursier 6.5 milliard de dollars par mois ! Mais une partie importante du stock de dette peut être refinancée quasi automatiquement car elle est détenue par les banques d'Etat et les entités publiques. Pour les banques turques, déjà très exposées, refuser de refinancer la dette reviendrait à subir automatiquement des pertes de valeur sur l'actif existant. Bien qu'évidemment malsaine cette « solidarité » de facto limite la probabilité d'un jeu non coopératif.

En outre, grâce entre autres à une pression de tous les instants de la part du FMI, les réformes avancent progressivement. La crise de 2001 a agi comme un électrochoc en matière de réforme bancaire. Le programme de recapitalisation des banques publiques et la mise sous tutelle de vingt banques ont constitué d'importantes avancées. Cependant, plusieurs éléments de fragilité continuent à marquer le secteur tels que la dégradation de la qualité des portefeuilles, liée à la pratique des « prêts liés ». A titre d'exemple, 61% du bilan de la Pamukbank (mise sous tutelle sur demande pressante du FMI) étaient constitués de prêts au groupe qui est son principal actionnaire. Un renforcement des autorités de supervision bancaire est également indispensable pour couper les banques des réseaux d'influence politique. En outre, la garantie d'Etat sur les dépôts devra être modifiée, ce qui est une entreprise délicate compte tenu du poids des dépôts en devises (l'équivalent de 47 milliard de dollars soit 178% des réserves de change) et donc du risque associé à une panique des déposants.

La conditionnalité du FMI insiste également sur la réduction progressive du suremploi dans le secteur public et sur la reprise des privatisations. Les premiers pas en matière de réforme du gouvernement AK ne témoignent pas d'une réelle relance dans ce domaine. Bien qu'essentielle dans une perspective à moyen terme, l'avancée des réformes n'est pas forcément l'élément le plus immédiatement déterminant pour la confiance des investisseurs. Depuis la fin de la guerre en Irak, la Turquie a profité d'une euphorie financière, qui provoque une appréciation de la livre, injustifiée puisque la situation du compte courant se dégrade. La situation financière reste en tout état de cause très vulnérable à des chocs à court terme – politique ou financier comme une crise dans une autre économie émergente – qui peuvent ruiner en un clin d'œil les éventuels efforts de rigueur financière ou de mise en place de réformes impopulaires. La transition financière que la Turquie tente actuellement devrait donc être, pour quelques années encore, un parcours difficile. Rien ne permet toutefois de conclure qu'elle est vouée à l'impasse.

Bibliographie

- Artus P. et Meunier N. (2003) – « Quelle politique monétaire et quel régime de change en Europe centrale », Flash Marchés émergents, CDC IXIS.
- Banque Mondiale (2003) – Russian Economic Report, Russia Country Department, mars.
- Chaponnière J.R. (2003) – Situation économique et financière de la Turquie, Ambassade de France en Turquie, Mission économique, www.dree.org.
- The Vienna Institute for International Economic Studies (2003) – « Prospect for Further South Eastern EU Enlargement : from Divergence to Convergence », www.wiiv.ac.at/.