

Le renouveau de la conception de la politique monétaire : le cas de la Turquie

Irem Zeyneloglu*

L'article présente le nouveau mode d'intervention adopté par la Banque centrale turque en 2010 et le compare à celui mis en œuvre par la BCE. Une similitude peut être établie entre ces deux modalités du fait que le secteur bancaire occupe une place importante dans les deux ensembles économiques et qu'il s'agit, dans les deux cas, d'influencer la liquidité de ces institutions. De plus, les deux banques centrales désirent assurer une stabilité financière internationale. Mais, les raisons d'une instabilité financière sont différentes en Turquie et en Europe. En Europe l'instabilité financière est liée à la structure du bilan des banques alors qu'en Turquie elle est liée à la volatilité des mouvements internationaux de capitaux qui entraîne une instabilité de son taux de change. De ce fait, la banque centrale turque privilégie comme mode d'intervention les facilités permanentes dont les taux d'intérêt définissent les limites d'un corridor qui s'élargit ou se réduit selon que l'on désire se défendre contre des sorties ou des entrées trop importantes de capitaux.

La politique monétaire a bénéficié d'un renouveau à partir des années 70 avec l'apparition de la stagflation. En effet, la manifestation de ce phénomène a mis en cause l'arbitrage entre l'inflation et le chômage. Sous l'influence des monétaristes, les autorités monétaires devaient se contenter de stabiliser l'inflation et laisser le soin à la concurrence parfaite sur les marchés d'assurer le taux naturel de sous-emploi et la croissance économique compatible avec l'évolution de la masse monétaire. Ces principes ont été appliqués au début des années 80 aux États-Unis, notamment sous l'administration Reagan, et en Europe, sous l'impulsion de M. Thatcher. Au cours de cette période, la Turquie a également connu la stagflation. Mais ce phénomène n'a pas incité ses responsables à modifier leur conception de la politique monétaire. Celle-ci devait plutôt soutenir la politique budgétaire en assurant le financement du déficit public que stabiliser les prix. Dans les années 90, en Europe, l'objectif de la stabilité des prix a été renforcé avec l'adoption des politiques de ciblage de l'inflation. Cette évolution a été réalisée sous l'influence des nouveaux classiques dont la conception sur la nature

des anticipations a conduit les responsables monétaires à tenir compte de la cohérence intertemporelle de leurs décisions et de la crédibilité de la politique monétaire en résultant. Malgré cette évolution théorique, la banque centrale turque a continué à financer le Trésor public jusqu'en 1998 et le gouvernement a poursuivi des politiques de stop-and-go pour éviter que l'inflation n'explose. L'objectif d'inflation n'a commencé à être privilégié qu'après 1999. Le pouvoir politique a instauré un système de ciblage implicite de l'inflation en 2002 qui a entraîné une baisse importante et rapide de l'inflation turque. Un ciblage explicite est adopté en 2006 avec des objectifs d'inflation ambitieux. Mais, la crise générale qui a débuté en 2008 a provoqué, encore une fois, une modification dans la conception de la politique monétaire en Europe. La BCE a réagi à la crise par une politique dite non-conventionnelle. Quant à La Turquie, elle a réalisé ce changement à la fin de 2010. Ce changement s'est manifesté à deux niveaux : les politiques non-conventionnelles impliquent une modification, d'abord dans les objectifs des banques

* Université de Galatasaray, Istanbul, Département d'Économie.

centrales, puis dans les instruments utilisés par les autorités monétaires.

1. Le nouvel objectif de la politique monétaire

La crise globale est apparue d'abord dans le secteur financier et a provoqué ainsi une instabilité financière dans les pays industrialisés comme dans les pays émergents qui sont liés aux pays industrialisés par les échanges commerciaux internationaux et les mouvements internationaux de capitaux. Cela constitue une première raison pour inclure la stabilité financière à côté de la stabilité des prix dans les objectifs des banques centrales. Le système financier constitue le mécanisme principal de la transmission de la politique monétaire. Son bon fonctionnement est nécessaire pour une politique monétaire efficace. Cela constitue une seconde raison pour attribuer à la politique monétaire le soin d'assurer la stabilité financière.

Les politiques non-conventionnelles appliquées par la Réserve Fédérale des États-Unis (Fed), la Banque centrale européenne (BCE) ou la Banque centrale turque (BCT) sont assez similaires du fait que la stabilité financière apparaît parmi leurs objectifs. Par contre, il existe des dissimilitudes importantes au niveau de l'application du fait des structures et des caractéristiques différentes des secteurs financiers de ces ensembles économiques.

Les principaux acteurs du système financier sont les investisseurs institutionnels (fonds de pension, organismes de placement collectif, compagnies d'assurance, etc...) et les investisseurs financiers (banques, entreprises d'investissement). Le système financier des États-Unis est dominé par les investisseurs institutionnels qui possèdent 45 % des actifs financiers détenus dans la zone OCDE ¹. Par contre, dans le système financier européen, les établissements de crédit qui possèdent environ 50 % des actifs détenus par les 1000 plus grandes banques mondiales sont prépondérants. De ce fait, les politiques monétaires visant la stabilité finan-

cière concernent des organismes différents aux États-Unis et en Europe ce qui explique la différence des instruments monétaires utilisés par la BCE et la Fed. La Turquie est proche de l'Europe en ce qui concerne la structure de son système financier : les banques ont un rôle prépondérant. De ce fait, les instruments de la politique monétaire sont également similaires. Cependant, les caractéristiques des systèmes bancaires sont différentes en Europe et en Turquie ², ce qui crée des différences au niveau de l'utilisation de ces instruments.

2. Les nouveaux modes d'intervention monétaire

La prise en compte de la stabilité financière dans les objectifs monétaires nécessite une gestion active des liquidités fournies au système financier, c'est-à-dire essentiellement aux banques en Turquie et dans la Zone euro, dans le cadre de la politique de refinancement de la banque centrale. Dans ce cadre, la banque centrale peut fixer le montant du refinancement qu'elle est disposée à offrir, déterminer le taux indicateur et satisfaire toute la demande de refinancement ou choisir une modalité intermédiaire. La nature de la formule retenue constitue une première différence d'application de la politique entre la BCT et la BCE.

Le choix des instruments de la politique monétaire dépend des canaux de transmission de la politique monétaire. Les crédits accordés par les banques remplissent le rôle principal dans le canal de transmission de la politique monétaire menée en Europe. En Turquie, la BCT ne tient pas seulement compte pour la transmission de la politique monétaire des crédits qui sont accordés par les banques de dépôts distinctes des banques d'affaires, mais aussi du taux de change. Cette caractéristique constitue la seconde différence d'application de la politique monétaire entre la BCT et la BCE.

¹ Lemoine M., Madiès P. et Madiès T., *Les grandes questions d'économie et de finance internationales*, Boeck, 2012, pp.448-449.

² I. Zeyneloglu (2011), "Un autre mécanisme de diffusion de la crise mondiale : le cas de la Turquie", *Bulletin de l'OPEE*, n°25, p. 21-25.

Les modalités de refinancement

La crise globale de 2008 a bloqué le fonctionnement du marché interbancaire et les problèmes de liquidités ont commencé à se manifester en Europe. La BCE a mis en place des politiques non-conventionnelles destinées à alimenter les banques en liquidités. Pour cela, la BCE a accepté de satisfaire toute la demande de refinancement des banques à un taux fixe (liquidités illimitées pour des échéances de plus long terme que d'habitude). L'objectif de cette opération était de garder le canal de crédit en état de fonctionnement en évitant un « credit crunch ».

Tableau 1. Taux de croissance annuelle des crédits en termes nominaux (%)

	2008	2009	2010	2011	2012
Turquie	28,6	6,9	33,9	29,9	16,4
Zone euro	9,5	1,6	0,6	2,2	-0,2

Source : Bulletins mensuels de la BCE et Rapports de l'Agence de réglementation et de surveillance bancaire (BDDK)

Une opération similaire n'a été menée en Turquie qu'en 2009, mais les liquidités fournies dans ce cadre étaient de court terme et limitée en volume. Sa réussite est restée limitée du fait d'une chute importante de la demande de crédit venant des PME

Tableau 2a : Indice de prix à la consommation (taux de croissance annuel en %)

	2008	2009	2010	2011	2012
Turquie	10	6,5	6,4	10,4	6,2
Zone euro	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5

Tableau 2b : PIB réel (taux de croissance annuel en %)

	2008	2009	2010	2011	2012
Turquie	0,7	-4,8	9,2	8,5	2,3
Zone euro	0,4	-4,4	2	1,5	-0,6

Source : BCE et Organisme publique de planification (DPT).

pond à la baisse du PIB de 4,8 %. Par contre, avec la reprise de l'activité économique à partir de 2010, on observe une hausse très importante des crédits en Turquie. Considérant que cette hausse importante, due en partie à une entrée importante de capitaux, peut être une source

d'inflation et d'instabilité financière interne, la BCT a modifié le cadre de sa politique. Elle a commencé à mener une politique non-conventionnelle afin de contrôler la croissance des crédits et l'évolution du taux de change tout en freinant les tensions inflationnistes.

Le tableau 1 compare l'évolution des crédits dans la zone euro et en Turquie entre 2008-2012. Il montre que la Turquie n'a pas dû faire face à un problème de « credit crunch » même en 2009, année de crise, bien que l'octroi de crédits ait stagné en terme réel. Cette stagnation est due à la baisse de l'activité économique.

Or, dans la zone euro, il est possible de parler d'une baisse de crédits en terme réel malgré la contraction du PIB moins faible qu'en Turquie et la politique monétaire de la BCE plus active. Dans les pays européens en difficulté, le niveau insuffisant des fonds propres des banques continue à limiter l'offre de crédit, malgré les améliorations récentes (Bulletin mensuel de la BCE, décembre 2012). Donc, l'efficacité de la politique de la BCE semble modeste.

Le tableau 2 donne l'évolution de l'indice de prix à la consommation et du PIB en Turquie et la zone euro.

Ce tableau fournit les chiffres des évolutions très divergentes des taux de croissance des deux ensembles économiques depuis 2010. La Turquie a subi un freinage important de la croissance de son PIB en 2012 après deux années exceptionnelles, alors que la Zone euro a fait face à

une récession après deux années de faible croissance. Son taux d'inflation, beaucoup plus élevé que celui de la Zone euro, est revenu en 2012 à peu près à son niveau de 2009, après un pic important en 2011 correspondant à un taux de croissance élevé.

Les canaux de transmission

Le canal du crédit constitue à la fois une importante voie de transmission pour la politique monétaire et un indicateur de la stabilité du système financier dans la mesure où la croissance des crédits est affectée par les entrées et les sorties des capitaux. Le durcissement des critères d'octroi des prêts au secteur privé non-financier dans la zone euro est susceptible de provoquer un « credit crunch » rendant ainsi inopérant le canal de transmission de la politique monétaire. De ce fait, la BCE a lancé le SMP (securities markets program) pour acheter les titres souverains à partir de 2010. De plus, elle a accepté d'allouer aux banques des liquidités à 3 ans de façon illimitée. Par conséquent, la taille de son bilan est passée de 1450 milliards d'euros mi-2008 à 3080 milliards d'euros à mi-2012³. En Turquie, au contraire, l'instabilité financière s'est traduite par une hausse excessive des crédits au secteur privé depuis 2010. Pour ralentir la croissance des crédits, la BCT augmente son taux indicateur (taux d'intérêt du repo hebdomadaire) et introduit un degré d'incertitude dans ses initiatives monétaires, ce qui incite les banques à être prudentes et entraîne une hausse du taux d'intérêt des crédits. Par exemple, en octobre 2011, la BCT est passé à la politique monétaire restrictive et a rendu incertaines la durée et l'ampleur de son intervention. La Turquie attire des capitaux étrangers souvent sous forme d'investissements de portefeuille. De ce fait, selon la conjoncture économique il peut y avoir des entrées ou des sorties inattendues et importantes de capitaux. Les entrées de capitaux provoquent une appréciation de la livre turque et augmentent les liquidités dans le secteur financier qui sont utilisées pour accorder des crédits. De plus, la baisse du taux de change incite les banques à chercher des prêts en devises, ce qui peut mettre les banques en difficulté dans le cas d'une

sortie des capitaux. Cela, pousse la BCT à réagir aux variations excessives du taux de change. Les opérations de change de la BCT contribuent à la réalisation de la stabilité financière. Cette nouvelle méthode a nécessité un changement du schéma opérationnel de la BCT.

Le nouveau schéma opérationnel de la BCT

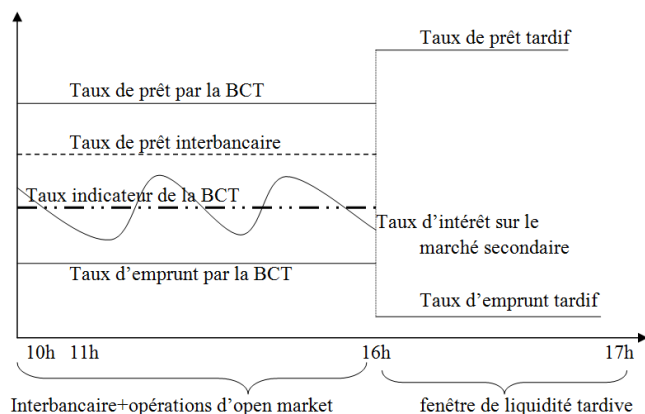
Comme la BCE, la BCT dispose d'un cadre opérationnel pour sa politique monétaire qui repose sur trois modalités d'intervention : les opérations d'open market, la politique de réserves obligatoires et l'octroi de facilités permanentes. Ces dernières permettent de procurer et de retirer des liquidités de très court terme grâce à des facilités de prêt marginal et de dépôts dont les taux d'intérêt respectifs forment respectivement les limites supérieure et inférieure du corridor d'intérêts des facilités permanentes. L'action sur ce corridor est utilisée pour corriger les variations brutales du taux de change provoquées notamment par les mouvements de capitaux flottants, alors que le contrôle de l'évolution du crédit nécessite une combinaison de toutes les trois modalités. Les facilités permanentes ne donnent pas lieu directement à des opérations de marchés, comme les mesures d'open market, mais elles se placent dans le cadre de relations bilatérales entre la banque centrale et les banques commerciales. Leurs effets se répercutent notamment sur le marché monétaire et déterminent ainsi des variations du taux d'intérêt de court terme. Cette modalité a pris une importance plus grande dans la politique menée par la BCT que dans celle de la BCE à cause notamment de la grande volatilité des mouvements internationaux de capitaux qui résulte en partie du tâtonnement monétaire des banques centrales des pays industrialisés depuis l'éclatement de la crise économique et financière.

Le schéma opérationnel de cette intervention est représenté dans la figure 1 dont le graphique comporte en abscisse une division temporelle qui correspond à l'ouverture des marchés pour les opérations interbancaires et les mesures d'open market portant sur des montants limités (10h-

³ Flash économie, Recherches économiques, No:524

16h) et à une période d'une heure formant une « fenêtre tardive » pour des montants illimités qu'il est possible d'obtenir auprès de la banque centrale qui joue ainsi le rôle de prêteur en dernier ressort.

Figure 1. Le schéma opérationnel de la BCT depuis 2010⁴



La BCT annonce un taux d'intérêt directeur à une fréquence mensuelle pour les opérations d'open market. En utilisant les trois modalités d'interventions, au lieu de baser sa politique uniquement sur ce taux indicateur, la BCT a la possibilité d'affecter séparément les canaux de crédits et du taux de change. Dans le cas d'une entrée trop importante de capitaux qui risque d'entraîner une appréciation trop forte de la livre turque, la BCT élargit le corridor vers le bas en réduisant son taux de facilité de dépôts. Combinée avec une gestion de liquidité destinée à augmenter le coût moyen du refinancement à court terme, cette politique augmente sensiblement la volatilité du taux d'intérêt sur le marché et décourage ainsi les entrées de capitaux de très court terme et élimine le risque d'une baisse trop importante du taux de change.

A l'heure actuelle, la BCT possède une modalité plus directe pour influencer le taux de change. En effet, elle peut choisir de fournir moins de liquidités sans modifier le taux d'intérêt pour forcer les banques à vendre leurs devises. Cela réduit les pressions sur le taux de change

sans réduire les réserves de change de la BCT.

De façon similaire, la BCT peut contrôler l'évolution des crédits. Si l'économie du pays se trouve en surchauffe, la Banque centrale augmente les réserves obligatoires, élargit le corridor vers le haut et mène une politique restrictive de liquidité qui augmente la volatilité du taux d'intérêt du court terme. Ainsi, les banques ne sont pas incitées à recourir au refinancement de la BCT pour compenser la baisse de liquidités suite à la hausse des réserves obligatoires. Dans ce cas, les banques deviennent plus réticentes pour accorder des crédits.

3. Conclusion

Bien que le système financier soit dominé par les banques en Europe et en Turquie, les problèmes du secteur financier sont différents. En Europe, une reprise des crédits est souhaitée alors qu'en Turquie un contrôle des crédits est jugé nécessaire. De plus, la BCT peut se voir obligée de contrôler l'évolution du taux de change. De ce fait, même si les instruments monétaires sont similaires, leur utilisation est différente.

La nouvelle modalité d'intervention monétaire complétée par des mesures traditionnelles comme celles régissant le volume et la composition des réserves obligatoires et celle du refinancement injectant des liquidités de long terme, a permis de réduire la volatilité du taux de change et d'améliorer ainsi la compétitivité du pays. Elle n'a cependant pas réussi à éviter la hausse importante de l'inflation en 2011 qui était due en partie à la dépréciation de la livre turque. Par contre, en s'efforçant de réduire la volatilité des mouvements de capitaux et d'éviter une dépréciation trop importante de la monnaie nationale, elle a réussi à réduire sensiblement le taux d'inflation en 2012. Mais, l'inflation reste encore trop élevée par rapport à celle des partenaires commerciaux de la Turquie, ce qui atténue l'effet favorable sur la compétitivité des améliorations du taux de change. De ce fait, les responsables monétaires turcs ont ten-

⁴ Kara, A. H., Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Document de Travail de la BCT, No : 12/17

dance à accorder plus d'importance que précédemment à l'objectif d'inflation sans cependant renoncer à sa nouvelle modalité d'intervention pour faire face à la vola-

tilité des mouvements internationaux de capitaux qui risque de perdurer tant que la crise financière mondiale ne sera pas vaincue.