

LUMIÈRES TURQUOISES

Turquie, Azerbaïdjan, Géorgie, Turkménistan

Une publication du SER d'Ankara
Juillet 2025

SOMMAIRE

Turquie – Ralentissement de la croissance début 2025.....p. 2

Turquie – Une amélioration fragile de la balance des paiements en 2024p.7

Turquie – L'écosystème startup : un acteur de premier plan confronté à des défis structurels.....p.12

Azerbaïdjan – Situation macroéconomique et financière.....p.14

Azerbaïdjan – Point de situation sur le secteur des hydrocarbures.....p.16

EDITORIAL

Ce numéro des Lumières turquoises revient sur plusieurs faits marquants des économies de la Turquie et de l'Azerbaïdjan.

Au premier semestre 2025, la croissance turque a marqué le pas, reflet du durcissement des conditions financières, tandis que l'inflation reste élevée et que les équilibres budgétaires et extérieurs demeurent précaires, dans un contexte où les tensions politiques internes ont été sanctionnées par les marchés financiers (p.2.). En 2024, la balance des paiements de la Turquie a connu des évolutions favorables, avec une réduction du déficit courant. Toutefois, ce déficit est resté majoritairement financé par des flux de portefeuille - par nature volatils - tandis que les IDE, bien qu'en légère progression, sont restés modestes en raison de la fragilité des fondamentaux macroéconomiques (p.7.). Au niveau sectoriel, la Turquie dispose d'un écosystème startup dynamique, nécessitant toutefois des investissements à long terme (p.12.).

En Azerbaïdjan, la croissance a été vigoureuse en 2024, malgré une réduction du compte courant et une augmentation du déficit budgétaire, les autorités témoignant par ailleurs d'une volonté de diversification de l'économie (p.14.). Enfin, le secteur des hydrocarbures azerbaïdjanais, confronté à un déclin de la production pétrolière dû à l'épuisement progressif des ressources, bénéficie néanmoins d'une hausse continue de la production de gaz naturel, alors que le pays cherche à valoriser sa position stratégique sur le Corridor médian (p.16.).

Bonne lecture !

Turquie – Ralentissement de la croissance début 2025

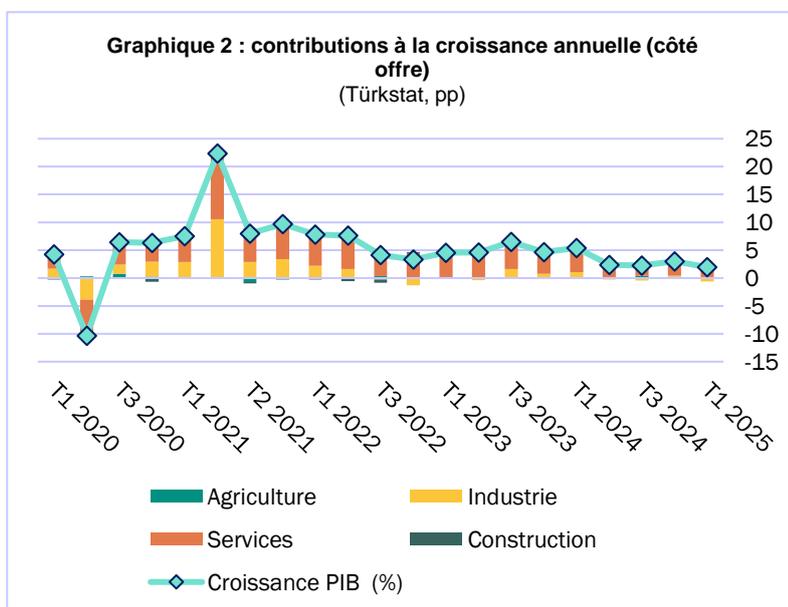
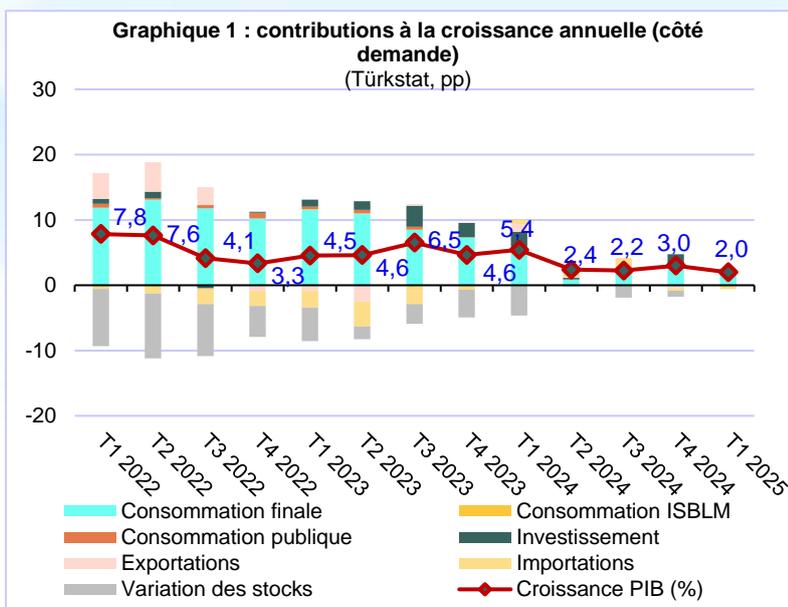
Pâtissant de conditions financières restreintes, la croissance du PIB turc décélère au premier trimestre 2025, en lien avec la contraction de l'activité industrielle et le ralentissement de la consommation. Malgré son repli, l'inflation reste toujours à un niveau élevé, tandis que la consolidation des équilibres budgétaires et extérieurs demeure précaire. Enfin, les tensions politiques de mars 2025 ont été fortement sanctionnées par les marchés turcs, obligeant la Banque centrale à intervenir massivement et à interrompre dans un premier temps l'assouplissement monétaire entamé fin 2024.

Début 2025, l'activité poursuit son ralentissement mais l'inflation peine à se résorber

Début 2025, l'essoufflement de l'activité s'est poursuivi : après +3,1 % au T4 2024, la croissance atteint +2,0 % en g.a. au T1 2025¹, son plus bas niveau depuis 2020.

- **Du côté de la demande, le ralentissement est quasi généralisé (cf. graphique 1) :** (i) La consommation privée (+2,0 % en g.a. après +3,9 % au T4) a certes bénéficié de la forte revalorisation du salaire minimum en janvier (+30 %) mais a pâti de conditions de crédit plus restrictives² ; (ii) l'investissement (+2,1 % après +6,1 %) est pénalisé par la stagnation des achats d'équipements ; (iii) la consommation publique (+1,2 % après +1,6 %) est marginalement affectée par les mesures de consolidation publique; (iv) les importations (+3,0 % après +1,6 %) sont soutenues par le dynamisme des achats d'or notamment ; (v) finalement, seules les exportations et les variations de stocks échappent à cette tendance au ralentissement, même si les exportations (-0,0 % après -2,0 %) restent pénalisées par une demande mondiale peu allante et si la contribution des stocks reste limitée (+0,3 pp après -0,9 pp).

- **Du côté de l'offre cette fois, l'essoufflement est observé dans tous les grands secteurs (cf. graphique 2) :** (i) l'agriculture enregistre même sa première baisse depuis mi-2023 (-2,0 % après +4,7 %), grevée par les conditions climatiques et de marché défavorables ; (ii) après un rebond fin 2024, l'industrie hors construction se contracte également (-1,8 % après +1,4 %)³; (iii) la construction ralentit aussi (+7,3 % après +8,7 %) mais reste le seul moteur de la croissance, dopée par les chantiers post-séismes ; (iii) les services pâtissent quant à eux d'un effet de bouclage défavorable (+1,3 % après +3,2 %).



¹ En glissement trimestriel, l'activité ralentit aussi : +1,0 % contre 1,7 % au T4.

² La croissance mensuelle du crédit à la consommation est passée de 3,6 % en décembre 2024 à 1,7 % en mars 2025.

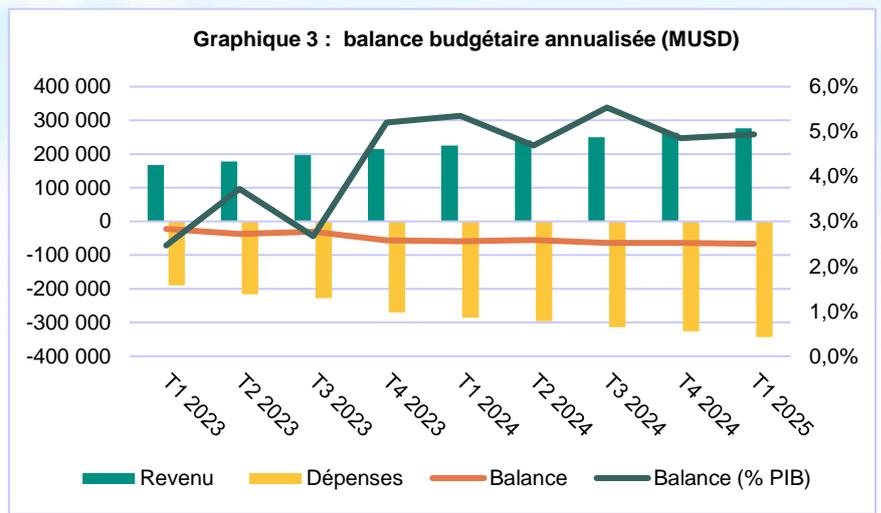
³ PMI à 47,3 en mars, taux d'utilisation des capacités à 74,4 %, plancher depuis février 2023.

Dans ce contexte, la situation de l'emploi se dégrade et les faillites d'entreprises se multiplient. Si le taux de chômage est stable entre décembre et juin autour de 8 ½ %, le **taux élargi d'inactivité¹ grimpe de 28,8 % à 32,9 % en juin.** En parallèle, au S1 2025, 14 092 entreprises ont été placées en liquidation, en hausse de 14,3 % g.a.

En dépit de ce contexte peu porteur, la désinflation – objectif principal des autorités – est demeurée modérée, freinée par plusieurs facteurs. **Malgré 12 mois consécutifs de recul lié à un fort effet de base, l'inflation reste élevée avec 35,1 % en juin²** (contre 35,4 % un mois plus tôt et 71,6 % il y a un an). La dynamique des prix reste soutenue par les hausses de salaires (+30 % pour le salaire minimum début 2025 ; +44,7 % g.a. au T1 pour l'indice des salaires bruts après +72,4 % au T4 2024) et par des anticipations d'inflation toujours élevées et encore désancrées (54,5 % en g.a. à horizon d'un an pour les ménages et 39,0 % pour le secteur réel). Dans ce contexte, les prévisions de la Banque centrale (BC) sont ambitieuses (24 % fin 2025 à comparer à environ 30 % pour les banques privées ainsi que pour les participants au marché).

En ce début d'année, les équilibres externes et budgétaires demeurent fragiles

L'amélioration du compte courant en 2024 (déficit ramené à 0,8 % du PIB contre 3,6 % en 2023) ne s'est pas confirmée en 2025 (1,2 % du PIB annualisé en mai). Le déficit s'est creusé à -21,0 Mds USD sur les 5 premiers mois de l'année, contre -15,1 Mds USD un an plus tôt, en raison notamment de la hausse importations nettes d'or³ et d'énergie⁴, tandis que les revenus nets issus des services sont en légère hausse (+2,5 % en g.a. à 17,7 Mds USD entre janvier et mai 2025).



Sur le plan financier, la politique de taux élevés a certes alimenté des flux

d'investissements de portefeuille (IP) mais les projets d'investissements directs étrangers (IDE) peinent à se matérialiser. Les entrées d'IP ont été principalement tirées par des stratégies de *carry-trade* sur les titres souverains. Les investissements en dette turque ont atteint 5,2 Mds USD au T4 2024 (+64 % g.t.) puis 5,3 Mds USD en janvier-février 2025, avant de chuter en mars, pour finalement se reprendre en mai (cf. *infra*). En parallèle, les IDE ont amorcé un rebond : +1,7 % en g.a. au T4 2024 (3,9 Mds USD), puis +53,7 % au T1 2025 (3,1 Mds USD), dans un contexte d'amélioration progressive de la notation souveraine depuis fin 2023⁵ qui demeure toutefois à un niveau spéculatif. Ainsi, les flux cumulés sur un an (12,3 Mds USD en mai 2025) sont encore limités. A court terme, la Turquie espère recevoir des investissements significatifs

¹ Incluant les chômeurs, le temps partiel subi et les travailleurs dits « découragés ». Le *taux composite désaisonnalisé de sous-utilisation de la main-d'œuvre*, publié par TÜİK s'est établi à 32,2 % en avril 2025, en hausse de 3,4 points de pourcentage par rapport au mois précédent. Ce taux, également dénommé taux élargi d'inactivité, comprend (i) le sous-emploi lié au temps de travail, qui fait référence aux personnes employées qui travaillent moins d'heures qu'elles ne le souhaiteraient et qui sont disponibles pour travailler des heures supplémentaires (notamment les travailleurs en temps partiel subi), (ii) la population active potentielle, qui comprend les personnes qui ne sont pas actuellement sur le marché du travail (c'est-à-dire qu'elles ne sont ni employées ni au chômage), mais qui sont disponibles pour travailler et qui cherchent activement un emploi – cela peut inclure les personnes découragées qui ont cessé de chercher un emploi, mais qui sont toujours disponibles pour travailler, et (iii) la population au chômage, i.e les personnes qui sont sans emploi, mais qui sont disponibles pour travailler et qui ont activement cherché un emploi au cours d'une période de référence spécifique, de sorte qu'ils sont inclus dans la population active.

² L'inflation sous-jacente (hors alimentation non transformée, énergie, alcool, tabac et or) suit une trajectoire similaire : 34,8 % g.a. en mai, après 36,8 % (avril) et 37,0 % (mars). En glissement mensuel (g.m.), l'inflation diminue également en mai (1,5 %), portant toutefois l'inflation cumulée à environ 14,9 % depuis janvier – après +3,0 % en avril, +2,5 % en mars, +2,3 % en février, et +5,0 % en janvier, illustrant la persistance de tensions inflationnistes.

³ +42,6 % en g.a. à 8,1 Mds USD entre janvier et mai 2025

⁴ +2,6 % en g.a. à 20,9 Mds USD entre janvier et mai 2025

⁵ De B à BB- avec perspective stable pour Fitch ; de B à BB- avec perspective stable pour S&P ; de B1 à Ba3 avec perspective stable pour Moody's

dans le secteur automobile (en provenance de Chine : BYD ¹, Chery ², Ganfeng Lithium ³) et des énergies renouvelables (depuis l'Arabie saoudite⁴).

Sur le plan budgétaire, la dynamique demeure fragile malgré les annonces de consolidation. **Au S1 2025, le déficit a augmenté de 31,2 % en g.a., à 980 Mds TRY (25,9 Mds USD)⁵**, sous l'effet d'une forte hausse des dépenses (+46,1 %), malgré une progression soutenue des recettes fiscales (+43,7 %). **Le déficit primaire diminue, mais la charge d'intérêts – en hausse de 93,5 % en g.a. – pèse lourdement sur la soutenabilité** dans un contexte de taux élevés. Fin 2024, les ratios de dette s'amélioraient (dette publique à 22,9 % du PIB, dette externe à 39,0 %) et **la part à taux fixe en TRY atteignait 26,8 %, marquant une re-turquisation du financement**. Cette amélioration masque toutefois une dégradation pérenne des conditions de financement depuis la crise politique de mars 2025.⁶

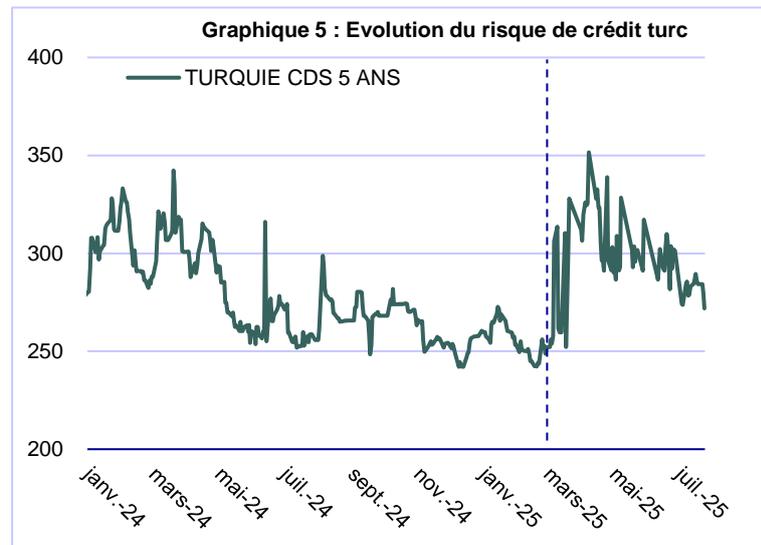
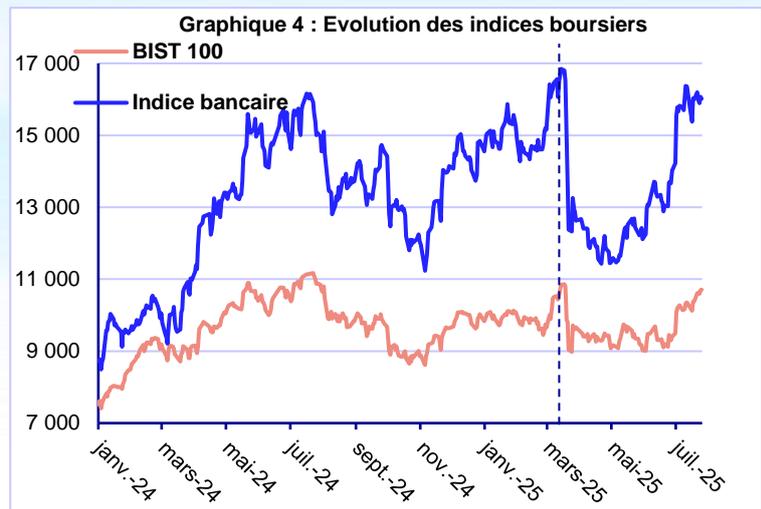
Les tensions politiques récentes ont compromis les bénéfices du recentrage économique amorcé mi-2023

L'arrestation du maire d'Istanbul le 19 mars a provoqué une réaction très négative des marchés financiers

(cf. graphiques 4 à 6). Les indices boursiers ont fortement chuté - le BIST 100 cédant jusqu'à 17 % et le BIST bancaire jusqu'à 31 % à la mi-avril – avant de progressivement remonter pour retrouver en juillet seulement leur niveau d'avant crise. Sur le marché des changes, entre la mi-mars et fin juillet, la TRY s'est dépréciée de 10,0 % face à l'USD (de 36,5 à 40,5) et de 16,4 % face à l'EUR (de 39,9 à 47,6). Les prévisionnistes anticipent une poursuite de ce rythme d'ici fin-2025, à 45,0 USD/TRY et 51,9 EUR/TRY (BBVA), d'autant que les marges de manœuvre de la BC sont considérablement réduites (cf. *infra*). La prime CDS à 5 ans sur la dette souveraine turque, qui avait atteint un plancher de 242 points mi-mars (niveau le plus bas depuis 2018), s'est envolée à 300 le 20 mars, puis à 370 mi-avril, avant de se stabiliser dans une fourchette de 280-290 mi-juillet. Cette perte de confiance des marchés s'est traduite par un retournement brutal des flux de portefeuille : les désinvestissements nets en mars ont atteint -2,3 Mds USD pour les obligations (-184,4 % en g.m.) et -399 MUSD pour les actions, rompant avec quatre mois consécutifs d'afflux positifs (+179 MUSD cumulés de novembre 2024 à février 2025).

La BC a dû, dans un premier temps, interrompre le cycle d'assouplissement monétaire entamé fin 2024 pour limiter la volatilité et rassurer les marchés financiers.

Après avoir réduit à trois reprises son taux directeur entre



¹ Annonce en juillet 2024 d'un accord d'environ 1 Md USD pour implanter une usine à Manisa avec une capacité de 150 000 véhicules par an et un centre de R&D.

² Annonce en mars 2025 d'un projet de 1 Md USD pour installer une usine à Samsun pour une production de 200 000 véhicules par an.

³ Annonce en août 2024 d'un partenariat Ganfeng Lithium – YİĞİT AKÜ pour bâtir une usine de batteries d'une capacité de 5 GWh/an (investissement d'environ 500 MUSD).

⁴ L'entreprise ACWA pourrait investir 2 Mds USD pour la construction de deux centrales solaires de 1 GW chacune

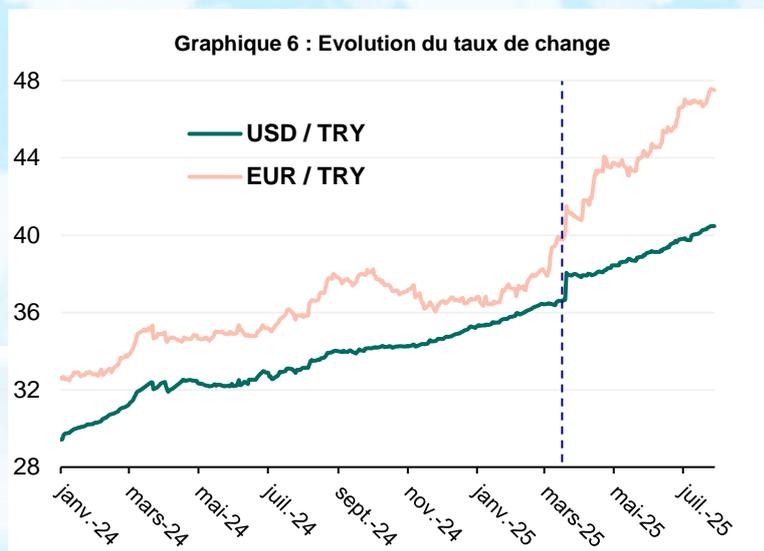
⁵ Le déficit budgétaire annualisé stagne au T1 2025 à 4,9 % du PIB.

⁶ Les tensions sur les marchés se sont traduites par une envolée des taux souverains domestiques, culminant à 50,1 % à 2 ans et 34,6 % à 10 ans mi-avril, avant de redescendre pour se stabiliser à respectivement 37 % et 29 % en juillet. Toutefois, les *eurobonds* ont été négativement impactés à terme : leurs rendements atteignent 7,6 % à 10 ans (+14 pdb en g.t.) et 8,0 % à 15 ans (+29 pdb en g.t.) en juin, entraînant un élargissement notable des spreads souverains (+27 pdb et +17 pdb en g.t.). Ce renchérissement resserre les conditions de financement externe, alors même que le Trésor prévoit de lever jusqu'à 11 Mds USD sur les marchés en 2025 (après 10,5 Mds USD en 2024), dont 2,5 Mds USD déjà émis en février à un taux de 7,2 %. Fin juin, 3,85 Mds USD d'*eurobonds* ont finalement été émis (par le Trésor turc, Eximbank, Garanti BBVA et TSKB) avec un coupon compris entre 6,875 % et 8,125 %.

décembre et mars pour le porter à 42,5 %, la BC l'a remonté à 46 % lors d'une réunion non programmée mi-avril et a resserré les conditions de financement des marchés (cf. focus). **A l'occasion du comité de politique monétaire du 24 juillet, la BC a finalement procédé à une baisse du taux directeur de 300 pdb à 43 %, invoquant notamment la poursuite du processus désinflationniste, tout en soulignant une accélération temporaire de l'inflation en juillet, en raison des tensions géopolitiques et commerciales.**

Les interventions de la BC pour stabiliser le taux de change, combinées à une remontée de la dollarisation¹ ont conduit à une déplétion massive des réserves, avant qu'une reconstitution partielle ne soit amorcée. Entre le 14 mars et le 7 mai, les réserves nettes (hors passifs en devises) et les réserves nettes hors swaps ont chuté

respectivement de 73,8 Mds USD à 32,7 Mds USD, et de 65,2 Mds USD à 13,3 Mds USD — soit une baisse de l'ordre de 80 %. Elles ont ensuite commencé à se redresser, à la faveur du resserrement du corridor de taux, pour finalement atteindre 64,3 Mds USD et 46,5 Mds USD fin juillet, recouvrant ainsi 87 % et 71 % de leurs pertes respectives.



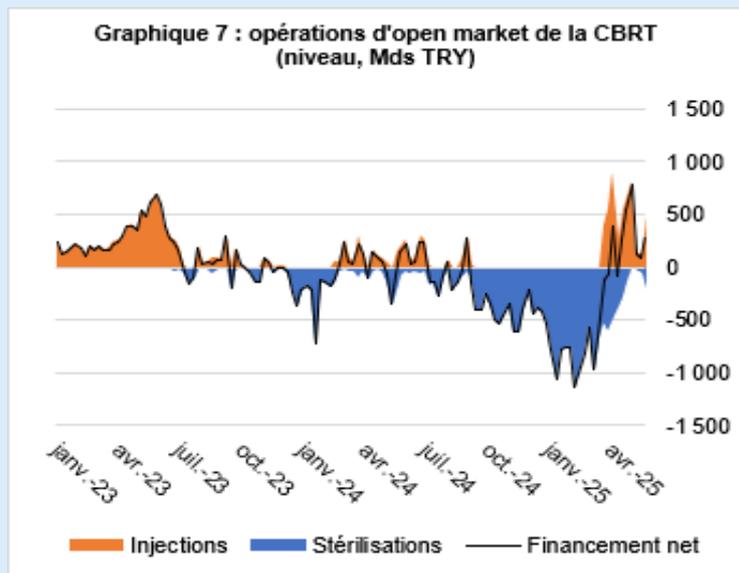
¹ La part des dépôts en dollar des résidents est passée de 36,3 % au 14/03 à 38,9 % au 24/07, soit une hausse de 12,4 Mds USD.

Focus : Mesures correctives post-crise

En mai 2025, les autorités turques ont renforcé leur arsenal macro-prudentiel pour soutenir la livre turque (TRY) et contenir les déséquilibres extérieurs. Le 3 mai, plusieurs ajustements ont été introduits : les taux de réserves obligatoires sur les dépôts en devises étrangères ont été relevés de 200 pdb pour toutes les échéances, tandis que ceux appliqués aux opérations de pension livrée en devises étrangères à moins d'un an avec les résidents ont augmenté de 400 pdb, accompagnés d'une modification de la méthode de calcul. Un objectif mensuel d'augmentation de 0,3 point a été instauré pour les banques dont la part des dépôts en TRY des entreprises est inférieure à 60 %. De plus, la rémunération des réserves obligatoires en TRY a été relevée à 86 % du coût moyen pondéré du financement de la Banque centrale (contre 84 % précédemment). Sur le volet des recettes d'exportation, le taux minimum de cession à la Banque centrale a été maintenu à 35 % jusqu'au 31 juillet 2025, et le taux de soutien à la conversion en TRY a été relevé à 3 % dans le cadre du dispositif incitatif. Le 26 mai, un resserrement supplémentaire a visé les financements externes à court terme : les ratios de réserves obligatoires sur les emprunts contractés à l'étranger via les opérations de *repo* ont été relevés à 18 % pour les maturités jusqu'à un mois et 14 % jusqu'à trois mois, contre un taux unique de 12 % auparavant.

En même temps, la CBRT a procédé à des opérations d'open market afin de stériliser des liquidités devenues surabondantes sur les marchés. Ces excès de liquidités domestiques - conséquence des afflux en *carry trade* sur le marché secondaire turc - avaient dès le mois de septembre conduit la CBRT à devenir emprunteur net en livres turques, ce qui s'était traduit par le recours intensif à des enchères de dépôts à terme et à l'émission de bons de liquidité à court terme. Ces instruments de stérilisation ont été mobilisés de manière encore plus soutenue après la crise politique, les interventions atteignant jusqu'à 1173 Mds TRY le 18/03 (cf. graphique 7).

La contraction des conditions financières alliée à la détérioration de la conjoncture réelle accroît les risques pesant sur les bilans bancaires, en témoigne la progression des créances douteuses (ratio NPL à 2,1 % en juin 2025, +0,3 pp. depuis décembre 2024), dans un contexte de taux d'intérêts réels au plus haut (8,0 %). La capitalisation bancaire est en outre d'autant plus soumise au risque de dépréciation, avec 39,4 % des actifs du secteur libellés en devises, contre 37,5 % un an plus tôt.



Turquie – Une amélioration fragile de la balance des paiements en 2024

Après le niveau critique de 2023 – année où l'épuisement des réserves de la Banque centrale avait fait craindre une crise de la balance des paiements –, la Turquie a vu son déficit courant se réduire en 2024, grâce notamment à des quotas sur les achats d'or, à la baisse de la facture énergétique ou à une fréquentation touristique record. Le financement du déficit courant a été permis par la progression des flux entrants de portefeuille, tandis que les IDE peinent à retrouver leur dynamisme d'antan, dans un environnement macroéconomique encore compliqué. Dans cette configuration, la Banque centrale a pu reconstituer un coussin de réserves.

Quotas sur les achats d'or, repli de la facture énergétique, record du tourisme : autant de facteurs à l'origine de la forte contraction du déficit courant en 2024

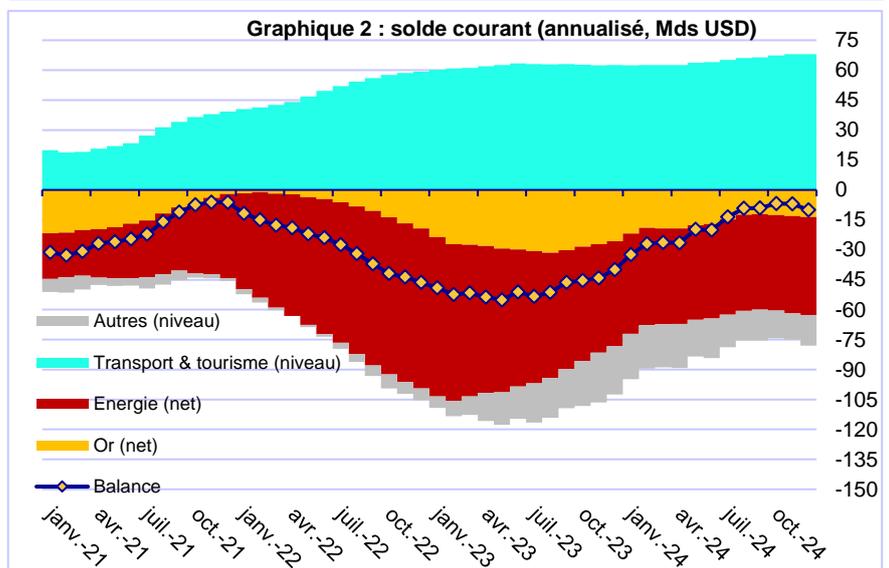
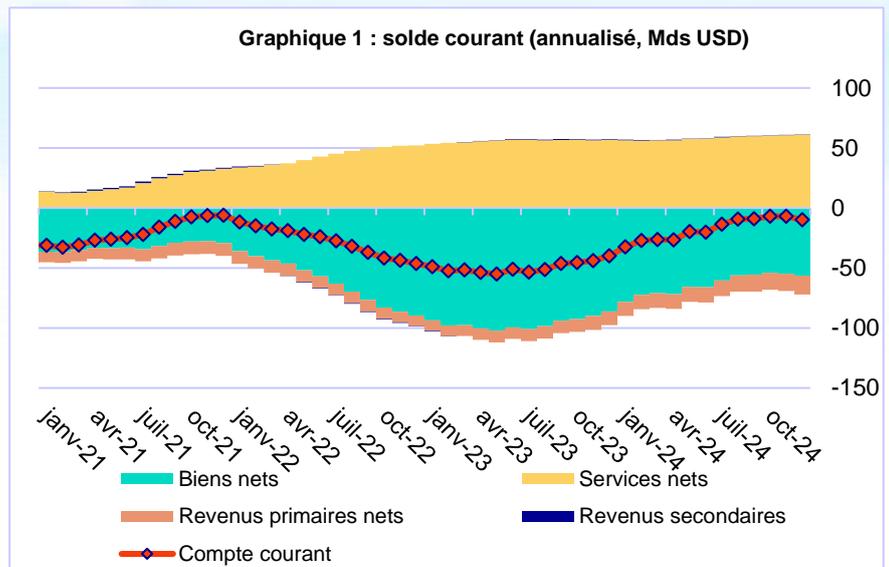
Le déficit des biens a accusé un net reflux sur un an, passant de 86,3 Mds USD en 2023 à 56,5 Mds USD en 2024 (cf. graphiques 1 et 2). Cette évolution est la conjonction :

(i) **Du recul des importations de 7,0 % à 313,8 Mds USD**, avec en particulier la forte baisse des importations d'or (-43,0 % à 17,1 Mds USD) à la suite de la mise en place de quotas d'importations en août 2023¹ et, dans une moindre mesure, la contraction des importations d'énergie (- 5,1 % à 65,6 Mds USD), principalement en raison du reflux des cours internationaux de matières premières².

(ii) **De la hausse des exportations de 2,4 % à 261,8 Mds USD**, un niveau historique : les exportations ont été principalement tirées par les ventes de biens d'équipement (+4,7 % à 40,6 Mds USD) et de l'industrie automobile (marché dont les ventes sont à 68 % dirigées vers l'UE).

La balance des services a quant à elle enregistré un record : le solde, en progression de 8,0 %, a atteint 62,0 Mds USD en 2024. Le tourisme explique en grande partie cette performance : les recettes brutes générées par le tourisme ont augmenté de 8,3 %, pour atteindre un niveau sans précédent, de 61,1 Mds USD (le nombre de visiteurs en 2024 a lui aussi atteint un record à 52,6 millions de personnes, soit une hausse de 6,7 %). L'excédent des transports s'est quant à lui contracté significativement (-6,5 % à 19,1 Mds USD).³

De son côté, **le déficit des revenus primaires s'est creusé de 38,0 % à 15,8 Mds USD**, principalement du fait : (i) du recul des revenus issus des IDE turcs à l'étranger (-8,1 % à 2,1 Mds USD) alors que les revenus provenant des IDE étrangers en



¹ En août 2023, le ministère turc du Trésor et des Finances a mis en place un système de quotas mensuels pour l'importation d'or, visant les entités opérant sur le marché des métaux précieux de la Bourse d'Istanbul. Cette mesure a été adoptée afin de réduire l'impact des importations sur le déficit du compte courant.

² En 2024, le cours du baril de Brent s'est établi à 80,5 USD en moyenne contre 82,5 USD en moyenne en 2023 (INSEE). Les importations d'énergie restent malgré cela le premier poste d'importation (22,4 % des importations totales).

³ Selon la méthodologie BPM6 de la balance des paiements du FMI, adoptée par la CBRT, le solde des transports englobe le fret et le transport de passagers, tandis que le solde du tourisme couvre les biens et services consommés par les non-résidents sur le territoire.

Turquie marquent une forte augmentation (+44,0 % à 6,2 Mds USD) ; (ii) de la hausse des intérêts payés sur la dette externe (+24,9 % à 13,2 Mds USD), eu égard à la dégradation des fondamentaux économiques turcs¹.

Enfin, et de façon moins significative toutefois, **les revenus secondaires nets se sont réduits de 87,1 % à 72 MUSD**, bien en-dessous du niveau d'avant-Covid (1,2 Md USD en moyenne entre 2015 et 2020).²

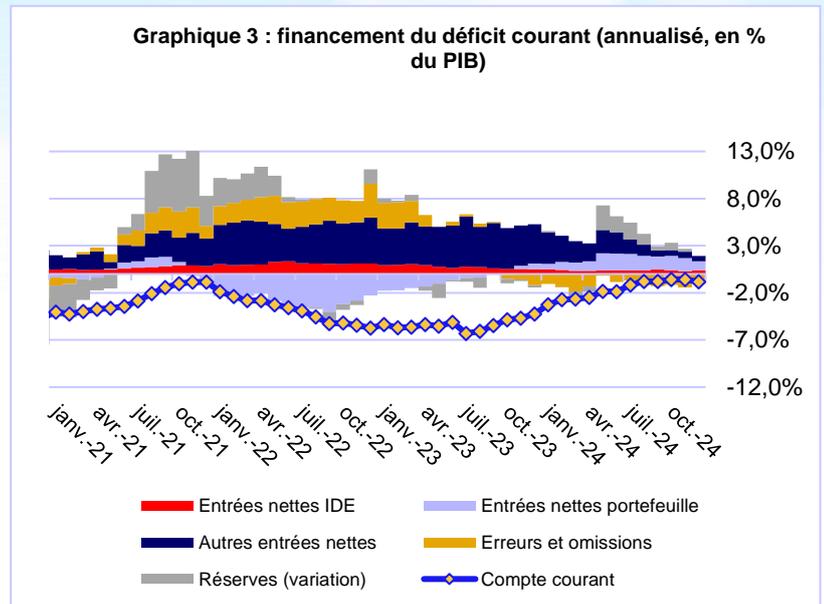
Il ressort de ces évolutions une nette amélioration du déficit du compte courant : il atteint 10,0 Mds USD (soit 0,8 % du PIB) contre 39,9 Mds USD en 2023 (4,2 % du PIB)

Du côté du compte de capital et financier, des investissements de portefeuille particulièrement dynamiques, attirés par des taux d'intérêt élevés

Le solde des entrées nettes de portefeuille a bondi : +107 % à 11,7 Mds USD (cf. graphique 3), avec des entrées brutes de portefeuille qui s'élèvent à 21,2 Mds USD et des sorties brutes à 9,5 Mds USD. Cette évolution témoigne de **l'engouement des investisseurs étrangers pour des opérations de carry trade**, le pays offrant un rendement particulièrement attractif avec la hausse du taux d'intérêt directeur porté à un niveau record de 50 % à la fin-mars (cf. focus). Par ailleurs, la CBRT a mis en place un changement méthodologique comptable, ce qui a entraîné une révision à la baisse significative des flux sortants de portefeuille.

De leur côté, les **entrées nettes d'investissements directs** ³ **sont quasi stables avec -0,7 % à 4,7 Mds USD** :

(i) D'un côté, les flux nets d'IDE ont progressé de façon significative : +5,6 % à 11,3 Mds USD. Cette hausse a été portée par les investissements en capital (+14,1 % à 6,7 Mds USD), surtout dans les services (+14,7 % à 3,9 Mds USD) et, dans une moindre mesure, l'industrie (+7,2 % à 2,6 Mds USD), tandis que les investissements dans l'immobilier se sont inscrits en baisse (-20,6 % à 2,8 Mds USD). Toutefois, **le volume des investissements est demeuré bien inférieur à celui des années précédentes** (13,6 Mds USD en moyenne entre 2010 et 2018), la perception du risque étant toujours élevée pour les investisseurs de long terme⁴. Par ailleurs, le stock d'IDE étrangers en Turquie tend malgré tout à diminuer (181,8 Mds USD en 2024, après 193,6 Mds USD en 2023 et 260,4 Mds USD en 2022 - cf. graphique 4), phénomène imputable aux désinvestissements étrangers (causés par les pertes de compétitivité-prix de la Turquie résultant de l'appréciation du taux de change réel⁵) ou à un artefact comptable⁶.



¹ En effet, malgré la baisse de la prime de risque (contraction des CDS 5 ans à 250 pdb) et l'amélioration de la note souveraine (Fitch et S&P ont relevé leur notation à BB- au T3 2024), la courbe des taux demeure inverse et le *spread* 2- 10 ans s'est établi à 13,2 pp en moyenne en 2024, signalant un environnement financier toujours volatil.

² Entre 2015 et 2020, les transferts des travailleurs turcs représentaient 35 % du solde des revenus secondaires nets (426 MUSD), tandis que les transferts gouvernementaux en constituaient 59 % (à 720 MUSD). En 2024 le solde des transferts se contracte à 106 MUSD, tandis que le solde des transferts gouvernementaux est négatif (-176 MUSD), la Turquie ayant envoyé davantage d'aides à l'étranger qu'elle n'en a reçu.

³ La balance des paiements publiée par la Banque centrale fait apparaître deux lignes : « *Direct Investment: Net acquisition of financial assets* » qui correspond aux flux nets d'investissements turcs à l'étranger, et « *Direct Investment: Net incurrence of liabilities* » qui correspond aux flux nets d'IDE étrangers en Turquie.

⁴ Bien que l'accord conclu en juin 2023 avec les Émirats arabes unis, d'un montant de 50,7 Mds USD, n'ait pour l'instant donné lieu à aucun projet majeur, des investissements chinois importants ont été annoncés en 2024, tels qu'une usine de véhicules électriques par BYD pour 1 Md USD et une usine de compresseurs par Kaishan pour 1 Md USD. Par ailleurs, les filiales des entreprises françaises prévoient d'investir environ 2 Mds EUR en Turquie entre 2024 et 2026, selon un sondage CCEF.

⁵ Entre janvier 2022 et décembre 2024, le taux de change effectif réel (TCER) de la livre turque s'est apprécié de 31,9 %. En janvier, l'indice semestriel Big Mac révélait une surévaluation record de la livre au S2 2024 à 17 % (contre 3 % au S1 2024). La livre devient ainsi la 6^{ème} devise la plus surévaluée rapportée au PIB/capita derrière les devises de la Norvège, du Costa Rica, de la Suisse, de l'Uruguay et de l'Argentine.

⁶ Outre les cessions d'actifs, le stock d'IDE peut diminuer sous l'effet de la décote des actions, des pertes d'exploitation limitant les bénéfices réinvestis, de la réduction des amortissements, ainsi que de la dépréciation du taux de change nominal. Ces ajustements, souvent liés à des revalorisations comptables ou à des effets de marché, ne sont pas systématiquement enregistrés dans les flux d'IDE de la balance des paiements. Il peut donc en résulter un écart entre le stock d'IDE observé à l'année T et celui de l'année T-1 ajusté des seuls flux d'IDE.

(ii) De l'autre, les **flux nets d'investissements directs turcs à l'étranger ont marqué un record historique : +10,6 % à 6,6 Mds USD**, tirés par les investissements turcs dans l'immobilier à l'étranger (+20,8 % à 2,2 Mds USD). Ce phénomène s'explique par la combinaison de deux facteurs :
(i) l'attractivité des placements immobiliers comme valeur refuge face à l'érosion de l'épargne causée par l'hyperinflation¹ ;
(ii) la préférence envers les investissements à l'étranger dans un contexte politique marqué par des incertitudes.

Quant au **solde des autres entrées nettes, il diminue de 82,2 % à 6,9 Mds USD**, une contraction qui a plusieurs origines dont les suivantes :

(i) Le solde des dépôts en devises est entré en territoire négatif (-14,0 Mds USD après +23,5 Mds USD en 2023), en raison du transfert des fonds issus des comptes KKM arrivant à échéance vers des comptes en livre turque².

(ii) Il en est de même du solde des crédits commerciaux (-5,4 Mds USD contre un excédent de 4,9 Mds USD en 2023), tirés vers le bas par les contraintes de financement auxquelles les entreprises turques ont été confrontées³

Ces dynamiques traduisent un rééquilibrage notable du compte financier, dont le déficit atteint -23,4 Mds USD (-1,9 % du PIB) contre -49,6 Mds USD en 2023 (-5,3 % du PIB).

Malgré ces améliorations, une hausse limitée des réserves

Ces évolutions auraient dû se traduire par une forte progression des avoirs de réserve en 2024. Or, celle-ci a été limitée à +493 MUSD. Cela reste malgré tout une meilleure performance qu'en 2023, année au cours de laquelle les avoirs de réserve s'étaient contractés de 2,0 Mds USD, en raison des interventions massives de la Banque centrale pour limiter la dépréciation de la livre à l'approche des élections de mai.

Si la progression des avoirs de réserve a été limitée, c'est en raison du niveau inédit depuis 2017 des « erreurs et omissions » : 12,7 Mds USD de sorties nettes sont reportés (cf. graphique 5). Ces flux sortants reflètent le niveau élevé des sorties de capitaux inexplicables, de même que l'imprécision de certaines données de la balance des paiements.⁴

Au cours des premiers mois de 2025, la détérioration du compte courant (1,2 % du PIB annualisé en mai) illustre la fragilité des améliorations enregistrées en 2024. Le déficit s'est creusé à 21,0 Mds USD sur les cinq premiers mois de l'année, contre 15,1 Mds USD sur la même période un an plus tôt, sous l'effet notamment d'une progression des importations nettes d'or et d'énergie (cf. supra). Par ailleurs, la reconstitution des réserves de change s'est révélée précieuse pour absorber les turbulences sur les marchés financiers, qui ont provoqué un retournement marqué des flux de portefeuille.

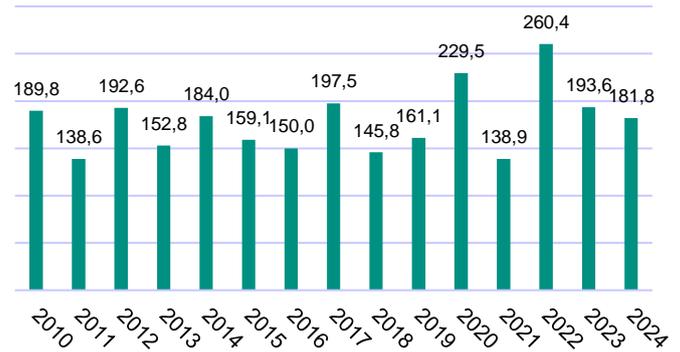
¹ En 2024, l'IPC s'est accru de 60,0 % en moyenne (en g.a.).

² Les comptes KKM sont des dépôts en livres turque protégés contre le risque de dépréciation. Fin 2024, ils représentaient 6 % des dépôts contre un pic de 26 % atteint en août 2023.

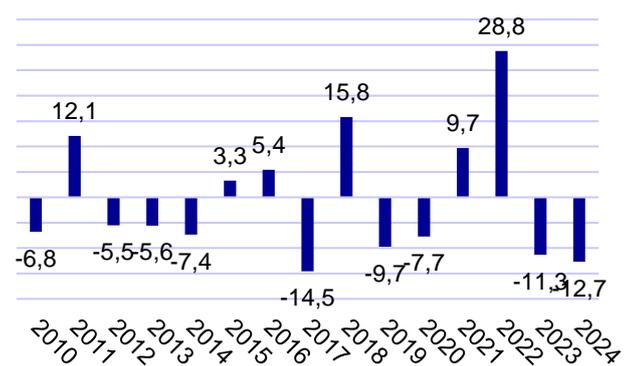
³ Notamment le raccourcissement des maturités des crédits

⁴ Le poste des erreurs et omissions est impacté par divers facteurs, notamment les évolutions de la réglementation des changes, la conjoncture économique locale et ainsi que les anticipations d'inflation. Par exemple, la suppression de l'obligation de rapatrier les recettes d'exportation a entraîné une hausse des dépôts en devises détenus à l'étranger par les résidents turcs. D'après la CBRT, en période de forte volatilité financière, de faibles entrées de capitaux, de dépréciation de la livre turque ou de programmes de régularisation fiscale, les dépôts des résidents turcs à l'étranger tendent à augmenter, jouant ainsi un rôle accru dans le financement du déficit courant. Par ailleurs, la réintégration dans le système bancaire des devises conservées hors du circuit financier sous forme d'épargne informelle peut également accroître ces flux. En 2022, le FMI attribuait la forte hausse du poste des erreurs et omissions aux achats immobiliers réglés en espèces, notamment par des ressortissants russes. De plus, des pics de flux sortants dans le poste des erreurs et omissions sont observés lors des échéances électorales (-9,2 Mds USD en mai 2023 ; -7,0 Mds USD en mars 2024), périodes d'incertitude où les résidents ont tendance à transférer leurs capitaux à l'étranger.

Graphique 4 : stock d'IDE étrangers en Turquie (Mds USD)



Graphique 5 : erreurs et omissions (Mds USD)



Focus : Les flux en *carry trade*

Le *carry trade* est une stratégie d'investissement consistant à emprunter dans une devise à faible taux d'intérêt pour investir dans une devise offrant des taux plus élevés. Les investisseurs étrangers - à la fois institutionnels (hedge funds, souverains) et privés (entreprises, spéculateurs) - profitent ainsi de l'écart entre les taux d'intérêt, en espérant que la devise cible ne se déprécie pas significativement. Ces investisseurs empruntent des devises à faible taux d'intérêt (dollars, euros, yens) et les échangent contre de la livre turque sur le marché des changes. Cet afflux de capitaux soutient temporairement la valeur de la livre et augmente l'offre de devises étrangères en Turquie. La CBRT absorbe une partie de ces devises, ce qui lui permet de faire gonfler ses réserves.

Les banques commerciales turques jouent le rôle d'intermédiaire dans ce mécanisme : une fois leurs livres obtenues, les *carry traders* les placent dans des instruments à rendements élevés, notamment dépôts (dont comptes KKM) et obligations souveraines. Les banques turques réceptionnent ces flux entrants et cherchent à se protéger contre le risque de change. Pour cela, elles échangent une partie de leurs livres contre des devises auprès de la CBRT via des *swaps* de change, ce qui leur permet de se couvrir contre le risque de dépréciation. À l'échéance du *swap*, les banques doivent rendre les devises à la CBRT et récupérer leurs livres. Lorsque la limite des *swaps* de devises fixée par la CBRT est atteinte, celle-ci propose aux investisseurs des opérations de *repo* (achat avec accord de rachat) sur des obligations souveraines en tant que collatéral. Les *carry traders* échangent alors leurs livres contre ces obligations, puis utilisent un *reverse repo* pour récupérer leurs livres. Ils les reconvertissent ensuite en devises avant de quitter le marché turc.

D'après Bloomberg, les *carry traders* ont obtenu le meilleur rendement en Turquie parmi les devises des marchés émergents sur l'année 2024, avec un rendement moyen de 14,9 %, loin devant le peso argentin (7,6 %), le baht thaïlandais (4,7 %) et le ringgit malaisien (4,2 %). Bloomberg estime le montant des entrées de flux *carry trade* en agrégeant : (i) la variation des positions hors bilan en devises des banques commerciales turques ; (ii) les opérations de swap des banques commerciales turques avec la CBRT. **Ainsi, le volume cumulé des entrées enregistrées depuis les élections municipales de mars 2024 s'est établi à 23,4 Mds USD fin décembre (cf. graphique).**

Evolution des entrées de flux *carry trade* (Bloomberg)

En somme, ces flux de portefeuille ont permis la reconstitution des réserves de la CBRT et le début de stabilisation de la livre turque, dont la dépréciation face au dollar a atteint 20 % g.a. en 2024, contre 57 % g.a. en 2023. Toutefois, ces flux sont par essence spéculatifs, volatils, et susceptibles de se renverser en cas de crise externe. Ils engendrent également un coût financier pour la CBRT qui doit maintenir ses taux élevés pour attirer ces investisseurs. Enfin, ils favorisent l'appréciation réelle de la livre turque ce qui risque de creuser le déficit courant : (i) en stimulant la demande de biens importés, moins onéreux ; (ii) en érodant la compétitivité prix des exportations turques déjà mise à rude épreuve.

Turquie - L'écosystème startup : un acteur de premier plan confronté à des défis structurels

Encore quasi inexistant en 2010, l'écosystème startup a connu une croissance fulgurante à partir des années 2020 et fait aujourd'hui de la Turquie un hub régional important pour l'industrie de la Tech, avec deux décacornes et quatre licornes. La Turquie dispose d'un fort potentiel pour le développement de son écosystème tech notamment grâce à des infrastructures performantes, une population jeune et bien connectée et une fiscalité intéressante. Néanmoins, le pays doit normaliser sa politique économique et augmenter ses investissements dans l'éducation et la R&D pour consolider la position de son écosystème en première ligue régionale.

L'émergence récente d'un secteur de la Tech spécialisé sur la Fintech et le gaming

Le secteur de la Tech en Turquie s'est progressivement développé depuis les années 2000. Ces années ont d'abord vu la Turquie poser les bases de son écosystème tech (infrastructures, formation, libéralisation du marché des télécoms et lois sur les technoparcs), avec pour principal objectif le marché local (logiciels d'entreprise, télécoms, services web nationaux). Mais les premiers succès – revente de GittiGidiyor à eBay en 2011 ou de Yemeksepeti à Delivery Hero en 2015, deux exits majeurs – ont marqué un tournant en stimulant l'entrepreneuriat turc, ce qui a favorisé la création de startups entre 2010 et 2016 (+550 startups/an). Durant cette période, le nombre d'accélérateurs a été multiplié par 4, celui des incubateurs par 5,5 et les initiatives gouvernementales se sont multipliées pour soutenir l'entrepreneuriat en Turquie : lancement du programme BiGG par TÜBİTAK (agence nationale de la recherche et de l'innovation) pour soutenir très tôt les entrepreneurs porteurs d'idées innovantes (2012), lancement du *Turkish Growth and Innovation Fund* sous l'impulsion du ministère des Finances (2016), etc. Les investissements sont toutefois restés faibles durant cette période (moins de 100 MUSD par an).

La pandémie a marqué une nouvelle étape pour l'attractivité de l'écosystème, avec le succès de startups dans des secteurs devenus clés : livraison à domicile, e-commerce. Dès lors, selon le site spécialisé Startups.watch, les *deals* ont connu une croissance fulgurante aussi bien en volume qu'en valeur avec une participation plus importante de gros investisseurs : les investissements annuels ont été multipliés par quatre en 2021 et 2022 par rapport à 2020. Cette dynamique a été soutenue par l'arrivée de nouveaux fonds d'investissements et une participation accrue de grandes structures. Cependant, cette explosion des investissements s'inscrivait en réalité dans la bulle *tech* de 2021-2022, et le secteur a connu un fort ralentissement en 2023, notamment pour les financements de startups à un stade avancé, avec une baisse de 47 % des investissements en valeur par rapport à 2022 (mais un nombre de *deals* stable).

La Turquie est aujourd'hui un hub régional de la Tech, performant notamment dans la FinTech et le gaming. Selon Startups.watch, les investissements dans les startups ont atteint 1,1 Mds USD en 2024, plaçant la Turquie 12^e pays en Europe et 3^e pays de la région Moyen-Orient Afrique du Nord (MOAN). Outre les investissements provenant de Getir (livraison de produits alimentaires), destinés à son propre développement, la FinTech et le gaming sont des secteurs clés.

Avec 710 startups fintech, principalement pour les paiements, le secteur se porte bien en 2024 avec des investissements s'élevant à 194 MUSD. La Turquie est également un hub du jeu vidéo, Istanbul étant la deuxième ville européenne comptant le plus de studios (514) après Londres (733) : le secteur du développement de jeu vidéo en Turquie, dominé par les jeux mobiles, a vu l'émergence de 2 licornes (Peak Games et Dream Games) et dispose d'un écosystème incitatif (2 gaming clusters, 12 incubateurs, 13 fonds spécialisés, 21 accélérateurs). Au total, la Turquie a 6 licornes – qui ont toutes acquis ce statut après 2020 – dans les secteurs du gaming (2), du e-commerce (3), du marketing (1).

L'écosystème startup turc s'appuie sur une variété d'acteurs pour se financer. Les fonds d'investissement d'entreprises (CVC) représentent un tiers des *deals* en volume. Il en va de même pour les fonds de capital-risque (VCIF) dont le nombre (+95 en 2022, +132 en 2024) est en augmentation continue, témoignant des opportunités du marché turc. Cependant, la participation des investisseurs étrangers est en baisse : alors que leur part était stable (16 % en volume) entre 2019 et 2022, elle n'est plus que de 11 % en 2024. Les investissements sont nombreux en Turquie dans les startups en pré-amorçage (2^e pays européen en volume pour cette catégorie derrière le Royaume-Uni), notamment grâce à des initiatives gouvernementales (programme BiGG et régulation du crowdfunding) mais leur nombre n'augmente pas pour les startups dont le développement est plus avancé.

Des faiblesses structurelles mais un potentiel important pour le secteur de la Tech turc

Selon le *Global Innovation Index*, les faiblesses de l'écosystème tech turc sont principalement dues à la situation économique du pays et à un faible investissement dans l'éducation et la R&D. L'environnement institutionnel est mis en avant par l'index (97^e/133 pays), notamment les difficultés liées à la situation économique (inflation, dépréciation de la monnaie, etc.) en Turquie. En outre, le niveau d'investissement reste en dessous des pays européens les plus innovants : parmi les pays de l'OCDE, la Turquie est dans le dernier tiers du classement en pourcentage de PIB investi dans la R&D (en 2022 : 1,3 % contre 3,0 % pour la moyenne OCDE). Concernant les demandes de brevets, elles s'élèvent à 106 par million d'habitants (contre 360 en France et 60 en Grèce). L'indice pointe également un manque de coopération entre entreprises et un nombre de partenariats insuffisants entre les acteurs privés et académiques. Enfin, en ce qui concerne la formation, la part du PIB dédiée à l'éducation (2,6 %) est en baisse sur les dix dernières années.

Néanmoins, l'écosystème turc dispose d'un potentiel important grâce aux infrastructures du pays. Selon le *Global Innovation Index 2024*, la Turquie est 37^e sur 133 pays en termes de capacité d'innovation (la France est 12^e). Elle est 3^e de la région MOAN et est en progression (51^e en 2020). La Turquie est idéalement placée géographiquement, entre l'Europe, le Moyen Orient et l'Afrique du nord, et elle cherche à tirer profit de cette situation avec des infrastructures, comme l'aéroport d'Istanbul, le plus connecté du monde en 2024, et des politiques telles que le programme E-Turquality, qui aide depuis 2022 les startups turques à s'internationaliser. La Turquie dispose également d'une infrastructure informatique forte, avec 6,8 k serveurs internet sécurisés par million d'habitant en 2020 (contre 36 k en France mais 3,1 k Vietnam ou 0,45 k au Maroc) et d'un coût encore compétitif des ingénieurs software (en moyenne 22 k USD / an contre 52 k en France).

Le vivier de talents et le marché intérieur turcs représentent également un atout pour l'écosystème Tech. La Turquie figure parmi les pays européens formant le plus grand nombre d'étudiants en informatique avec l'une des plus fortes augmentations entre 2012 et 2022 selon l'AI Index Report 2025 de Stanford. Enfin, sa population de 87 M d'habitant est jeune, avec un âge médian de 32,5 ans et comprenant 57,8 M de personnes entre 15 et 64 ans, et connectée, avec 72 M d'habitants ayant un accès à internet dont 39 M d'acheteurs en ligne.

Enfin, certains aspects de la fiscalité sont avantageux en Turquie pour les entreprises de la Tech. Ces dernières bénéficient en particulier des exemptions de TVA et de taxes sur les profits pour les activités de R&D réalisées au sein de technoparcs. Ces technoparcs sont au nombre de 90 et hébergent plus de 8 000 entreprises dans le pays. Plus généralement, la Turquie se classait 11^e sur les 38 pays de l'OCDE en 2024 à l'*International Tax Competitiveness Index* de la Tax Foundation.

Azerbaïdjan - Situation macroéconomique et financière

La croissance économique a accéléré en 2024 malgré l'essoufflement du moteur pétrolier. L'excédent du compte courant se réduit toutefois et la trajectoire budgétaire se dégrade. Les tensions inflationnistes devraient se renforcer en 2025. Le secteur bancaire semble pour sa part confirmer sa résilience. A plus long-terme, l'Azerbaïdjan souhaite diversifier son économie et mieux tirer parti de son positionnement géographique.

La croissance économique a accéléré en 2024 malgré l'essoufflement du moteur pétrolier

Avec un PIB nominal de 74,3 Mds USD en 2024 et 10,2 M d'habitants, l'Azerbaïdjan fait partie des « pays à revenu intermédiaire supérieur » selon la Banque mondiale (PIB par habitant de 7 300 USD). Le développement de l'économie a reposé à l'origine presque intégralement sur l'exploitation des hydrocarbures (19^e réserves mondiales prouvées de pétrole et 12^e réserves de gaz en 2022), secteur qui reste aujourd'hui au cœur du modèle de croissance. **Le pétrole et le gaz représentent ainsi près d'un tiers du PIB, la moitié des recettes budgétaires et près de 90 % des exportations**, en dépit du plan de diversification « *Azerbaïdjan Vision 2030* » (cf. infra) – l'Azerbaïdjan demeure de fait plus que jamais tributaire de la bonne tenue de la demande mondiale de pétrole, en particulier européenne (plus de 80 % de ses ventes).

Après un net ralentissement en 2023, à +1,4 %, en raison notamment d'une contribution négative du secteur pétro-gazier, **la croissance a accéléré en 2024, à +4,1 %, principalement portée par le dynamisme de l'activité hors hydrocarbures** (+6,2 %). De fait, la baisse structurelle de la production locale de pétrole (600 000 barils/ jour en 2024, -3,6 % en g.a.) n'a été que partiellement compensée par la montée en puissance¹ de la production de gaz (50,3 Md de m³ ; +4,1 % en g.a.). Pour 2025, le FMI prévoit une croissance de 3,5 %.

A noter que la guerre entre la Russie et l'Ukraine ne semble pas avoir eu d'impact direct majeur sur l'économie. Les deux pays représentaient ainsi respectivement 10,1 % et 1 % des échanges commerciaux de l'Azerbaïdjan en 2024 (contre 8,8 % et 2,7 % en 2021) et les citoyens russes forment toujours le premier contingent de touristes dans le pays (28 % en 2024). Les entreprises azerbaïdjanaises ont en outre su réorienter leurs flux et les banques locales sont peu exposées aux deux belligérants. L'Azerbaïdjan a par ailleurs bénéficié des effets indirects du conflit, en particulier la hausse des cours mondiaux des matières premières, dont il est exportateur.

L'excédent du compte courant se réduit ; la trajectoire budgétaire se dégrade

Concernant la balance des paiements, **l'excédent du compte courant**, qui avait connu un pic de +29,8% du PIB en 2022, grâce notamment à la hausse exceptionnelle des exportations de pétrole et des remises de fonds en provenance de Russie (3 Md USD en 2022), **est retombé à +7,8 % du PIB en 2024**. Cet excédent a alimenté la progression des **réserves de change, estimées à 71 Mds USD fin 2024, soit environ 41 mois d'importations** (Banque centrale d'Azerbaïdjan : 11 Mds USD ; fonds souverain SOFAZ : 70 Mds USD). Pour 2025, le FMI prévoit un nouvel excédent courant de +7,8 % du PIB. **Le stock d'investissements directs étrangers, en grande partie concentrés dans le secteur des hydrocarbures, s'élevait pour sa part à 29,4 Mds USD fin 2022** (dernières données disponibles), soit 52 % du PIB – le Royaume-Uni, la Turquie et l'Iran comptent parmi les principaux investisseurs étrangers dans le pays.

Le solde budgétaire est demeuré positif en 2024 mais en net recul par rapport aux années précédentes, à 3,2 % du PIB (contre 7,9 % en 2023 et 6 % en 2022), en raison notamment de la baisse des revenus (37,1 % du PIB selon le FMI) et de la hausse concomitante des dépenses (33,8 % du PIB)². **La trajectoire budgétaire devrait continuer de se dégrader en 2025 selon le FMI, qui table sur un déficit de -1,3 % du PIB**, alimenté en particulier par une nouvelle hausse des dépenses au même niveau en dépit du recul attendu des revenus. Etabli sur la base d'une hypothèse d'un prix moyen de vente du baril à 70 USD, le projet de budget 2025 officiellement adopté par les autorités prévoit pour sa part un déficit encore plus important, à -2,4 % du PIB.

De manière générale, **les autorités azerbaïdjanaises**, qui s'étaient engagées dans la mise en œuvre d'une politique d'endettement prudente ces dernières années – afin notamment de renforcer la résilience de l'économie aux chocs externes – **semblent désormais décidées à recourir de manière plus marquée à l'emprunt extérieur, notamment auprès des bailleurs de fonds**, pour financer leur transition vers une économie moins dépendante des hydrocarbures. Cette évolution est notamment illustrée par le rehaussement courant 2024 de la limite de l'endettement souverain à 30 % du PIB (contre

¹ La production du champ gazier d'Absheron a été officiellement lancée en juillet 2023.

² Les dépenses de « défense et sécurité » sont demeurées le premier poste budgétaire, devant les dépenses dédiées à la « reconstruction des territoires recouverts ».

20 % auparavant). En fort recul depuis 2022, l'endettement public total (20,9 % du PIB fin 2024) devrait ainsi progresser jusqu'à 23,8 % du PIB en 2029 selon le FMI.

Les tensions inflationnistes devraient se renforcer en 2025 ; le secteur bancaire semble confirmer sa résilience.

Réapparues dans le sillage de la crise du Covid-19, **les tensions inflationnistes ont nettement reflué en 2024** (+2,2 %, après +8,8 % en 2023 et +13,9 % en 2022), à la faveur de la réduction des tensions sur les prix et les chaînes d'approvisionnement au niveau mondial. **L'inflation devrait toutefois réaccélérer en 2025 selon le FMI** (+5,7 %), en raison notamment de la hausse des prix alimentaires et administrés (énergie, transport, services publics) et des dépenses budgétaires, tandis que l'inflation sous-jacente continue de progresser. La Banque centrale d'Azerbaïdjan (BCA), qui avait augmenté à plusieurs reprises son principal taux directeur dès l'été 2020 pour lutter contre la hausse des prix, procède depuis novembre 2023 à un **desserrement progressif de sa politique monétaire**, ramenant le taux de refinancement à 7,25 % depuis mai 2024 (contre 9 % un an plus tôt).

Le secteur bancaire demeure pour sa part sous-développé (ratio crédits/PIB autour de 20 %) et très concentré – trois banques contrôlent plus de 60 % des actifs bancaires totaux. En dépit de la mise en œuvre de règles prudentielles plus strictes, **le rythme de production de crédits a accéléré en 2024** (+22 % contre +19 % en 2023 selon le FMI), notamment au profit des entreprises des secteurs industriel et manufacturier et, dans une moindre mesure, des ménages. Conséquence, le taux officiel de prêts non performants est tombé à un niveau historiquement bas de 2,4 % fin 2024¹. En matière de solvabilité, le *Capital Adequacy Ratio*, en baisse depuis 2020, reste néanmoins bien supérieur aux exigences de la BCA, à 17,6 % fin 2024. Avec des taux de *Return on Equity* de 18,1 % et de *Return on Assets* de 2,1 % fin 2024, **la profitabilité du secteur confirme sa progression post-crise du Covid-19**.

En matière de politique de change, alors que les dévaluations de 2015 avaient ébranlé la confiance de la population et des acteurs économiques dans la monnaie nationale, **les autorités ont fait le choix d'instaurer une politique de taux de change fixe du manat azerbaïdjanais vis-à-vis du dollar américain** (1,70 AZN/USD depuis 2017). Concentrant moins l'attention des autorités monétaires, le taux de change EUR/AZN connaît pour sa part un peu plus de flexibilité, notamment en lien avec les variations de la paire euro-dollar. Fin 2024, le manat s'échangeait ainsi au taux de 1,77 AZN/EUR, soit une appréciation de 5,9% par rapport à l'euro sur un an.

A plus long-terme, l'Azerbaïdjan souhaite diversifier son économie et mieux tirer parti de son positionnement géographique.

Conscientes des fragilités structurelles du modèle économique azerbaïdjanais, **les autorités ont élaboré un plan stratégique à moyen terme l'« Azerbaïdjan Vision 2030 » afin de favoriser la transition du pays vers une économie post-pétrole**. Ce plan, dont la mise en œuvre demeure à un stade très préliminaire, fixe cinq grandes priorités en partie interdépendantes : i) soutenir la croissance à moyen terme et en diversifier les moteurs ; ii) assurer une société plus inclusive fondée sur la justice sociale ; iii) encourager l'innovation et accroître la formation et l'expertise des employés ; iv) développer économiquement et repeupler les territoires recouverts – via notamment la création de zones économiques spéciales – et v) **rendre la croissance plus verte et plus durable, via notamment le développement du potentiel EnR, y compris à l'export** (projet de *Green Energy Corridor* vers l'Europe).

L'Azerbaïdjan entend par ailleurs tirer parti de la nouvelle donne géopolitique et de la réorganisation des flux de marchandises découlant de l'isolement de la Russie pour affirmer son rôle de hub logistique régional, via le renforcement ou la mise en place de nouvelles liaisons – corridor transcaspéen notamment – entre l'Asie et l'Europe d'une part et entre la Russie et l'Iran d'autre part – ce projet fait l'objet de discussions entre Moscou, Téhéran et Bakou, en particulier sur l'achèvement de la connexion ferroviaire reliant la Russie aux ports iraniens via l'Azerbaïdjan.

¹ La part des prêts restructurés demeure toutefois plus préoccupante, à 4 %

Azerbaïdjan - Point de situation sur le secteur des hydrocarbures

Les hydrocarbures représentent près d'un tiers du PIB, la moitié des recettes budgétaires et près de 90 % des exportations de l'Azerbaïdjan. Pénalisée par l'épuisement des puits, la production de pétrole décline toutefois graduellement depuis 2010. Dans le sillage de la mise en exploitation du champ géant de Shah Deniz, l'Azerbaïdjan a enregistré une hausse importante de sa production de gaz naturel, qui alimente notamment les exportations vers l'Italie et la Turquie. Plus gros projet gazier en cours de développement, le champ d'Absheron est entré dans sa première phase d'exploitation en 2023.

Pénalisée par l'épuisement des puits, la production de pétrole décline graduellement depuis 2010.

Le développement économique de l'Azerbaïdjan a reposé à l'origine presque intégralement sur l'exploitation du pétrole, dont le pays dispose de 7 Mds de barils de réserves¹, soit environ 32 années de production au rythme actuel. En dépit du plan de diversification « Azerbaïdjan Vision 2030 », **les hydrocarbures représentent aujourd'hui encore près d'un tiers du PIB, la moitié des recettes budgétaires et près de 90 % des exportations.** L'Azerbaïdjan apparaît toutefois comme un producteur de pétrole relativement modeste à l'échelle mondiale, avec seulement 0,7 % de la production globale en 2023.

La production azerbaïdjanaise de pétrole – majoritairement offshore – décline en outre depuis son pic atteint en 2010, pénalisée en premier lieu par l'épuisement naturel des puits, ainsi que par l'insuffisance des investissements.

L'Azerbaïdjan a ainsi vu sa production reculer de 3,6 % en 2024 en glissement annuel, à 29,1 millions de tonnes, soit 600 000 barils par jour. A noter que la production de pétrole brut de l'Azerbaïdjan, qui représente 80 % de la production totale de pétrole du pays – contre 20 % pour le condensat de gaz² –, a été largement inférieure aux quotas fixés dans le cadre de l'initiative de réduction volontaire portée par l'OPEP+³ (482 000 b/j effectivement produits pour un plafond fixé à 551 000 b/j en 2024 – *idem* pour 2025 et 2026).

De manière opérationnelle, les trois-quarts de la production azerbaïdjanaise de pétrole proviennent actuellement de deux grands champs situés en mer Caspienne. Inauguré en 1997, le champ Azeri-Chirag-Guneshli (ACG) a ainsi représenté 58 % de la production nationale de pétrole en 2024. Le champ est opéré par le groupe britannique BP, qui contrôle 30,4 % du consortium d'exploitation, contre 32,3 % pour la compagnie nationale azerbaïdjanaise SOCAR⁴. Le reste du capital se partage entre le hongrois Molgroup (9,6 %), les japonais Inpex (9,3 %) et Itochu (3,7 %), l'américain Exxon (6,8 %), le turc TP (5,7 %) et l'indien ONGC Videsh (2,3 %). Inauguré en 2006, le champ de Shah Deniz – principalement gazier (*cf. infra*) – a pour sa part contribué à hauteur de 14 % à la production nationale de pétrole en 2024 via notamment l'extraction de condensat de gaz. Le champ est également opéré par BP, premier actionnaire avec 30 % des parts, devant le consortium azerbaïdjanais Southern Gas Corridor⁵ (21 %), le russe Lukoil (20 %), le turc TP (19 %) et le suisse Nico, filiale de la compagnie iranienne NIOC (10 %).

83,8 % du pétrole produit, soit 24,4 Mt, ont été exportés en 2024, principalement via l'oléoduc Bakou-Tbilissi-Ceyhan (BTC)⁶. L'Italie a capté à elle seule près de la moitié de ces exportations (11 Mt). **La République tchèque, la Croatie, l'Inde, l'Allemagne, Israël et le Portugal ont également compté parmi les principaux clients du pétrole azerbaïdjanais**, contrairement à la France, dont les achats d'hydrocarbures ne se sont élevés qu'à 205 MEUR en 2024. A noter par ailleurs que 5,8 Mt de pétrole⁷ ont été raffinés localement au sein de la raffinerie Heydar Aliyev de Bakou et que le groupe SOCAR contrôle et opère également la raffinerie STAR en Turquie (capacité de 12 Mt).

¹ Source : Département américain de l'Energie (1^{er} janvier 2025)

² Forme de pétrole léger

³ L'Azerbaïdjan n'est pas membre de l'OPEP.

⁴ La compagnie norvégienne Equinor a annoncé en janvier 2024 la cession de sa participation de 7,3% à SOCAR, qui contrôlait jusqu'alors 25% du capital du consortium.

⁵ Le capital du Southern Gaz Corridor est partagé entre le ministère azerbaïdjanais de l'Economie (51%) et SOCAR (49%).

⁶ L'Azerbaïdjan compte par ailleurs deux autres oléoducs reliant Bakou à Novorossisk en Russie et à Supsa en Géorgie.

⁷ Principalement azerbaïdjanais, mais également russe, kazakhstanaï et turkmène.

La hausse de la production de gaz alimente les exportations vers l'Italie et la Turquie

Dans le sillage de la mise en exploitation du champ géant de Shah Deniz (*cf. supra*), l'Azerbaïdjan a enregistré une hausse importante de sa production de gaz naturel, à même de favoriser une forme de diversification vis-à-vis de la production hégémonique de pétrole. Le pays, qui dispose de 1 700 milliards de mètres cubes de réserves¹, soit environ 34 années de production au rythme actuel, a ainsi produit 50,3 Md de m³ en 2024 (+4,1% en g.a.) contre seulement 5,7 Md de m³ en 2005. Dans le détail, le gisement de Shah Deniz a fourni à lui seul 27,8 Md de m³ en 2024, contre 13,3 Md de m³ pour le champ ACG et 7,7 Md de m³ pour les champs exploités directement par SOCAR.

Plus gros projet gazier en cours de développement, le champ d'Absheron est entré dans sa première phase d'exploitation en juillet 2023. Situé en mer Caspienne, le champ est exploité par TotalEnergies (35 % du capital), en partenariat avec SOCAR (35 %) et la compagnie émiratie ADNOC (30 %), dont l'entrée au capital du projet a été finalisée en avril 2024. Le gaz produit (1,5 Md de m³ en 2024 contre 0,8 Md de m³ en 2023) est destiné au marché domestique. Des discussions sont en cours pour le développement de la seconde phase d'exploitation, qui vise à augmenter la production de gaz d'au moins 3 Md de m³/an supplémentaires dès 2028, notamment pour alimenter le marché européen.

La moitié du gaz azerbaïdjanais produit en 2024, soit 25,2 Md de m³, a été exportée dans douze pays au total selon les autorités locales². L'Union européenne s'est classée au premier rang des clients du gaz azerbaïdjanais avec l'achat de 12,9 Md de m³ – Italie (9,8 Md de m³), Bulgarie (1,9 Md de m³), Grèce (0,9 Md de m³) –, devant la Turquie (9,8 Md de m³) et la Géorgie (3,3 Md de m³). Cette prévalence des pays d'Europe dans la clientèle de l'Azerbaïdjan a notamment été favorisée par i) l'entrée en service fin 2020 du gazoduc trans-adriatique (TAP) – partie intégrante du Corridor gazier sud (SGC)³ – reliant la Turquie au sud de l'Italie via la Grèce et l'Albanie et ii) par la signature en juillet 2022 d'un accord avec l'Union européenne prévoyant une hausse de +150 % d'ici 2027 des livraisons de gaz azerbaïdjanais, soit de 8 à 20 Md de m³ par an.

A noter que des interrogations – régulièrement démenties par les autorités – subsistent sur la capacité de l'Azerbaïdjan à augmenter suffisamment sa production domestique (montée en puissance d'Absheron, exploitation de nouveaux puits au sein d'ACG, lancement de la 2^e phase d'exploitation du champ d'Umid) pour se conformer à ses engagements. La question du transport de gaz additionnel au sein du SGC, déjà utilisé à plein régime et dont l'augmentation des capacités nécessiterait d'importants investissements, est également posée.

D'importants progrès restent toutefois à accomplir pour positionner le Corridor médian comme une alternative crédible au transit de marchandises par la Russie

Dans le sillage du conflit en Ukraine, Bakou a réaffirmé sa volonté d'accélérer le développement du Corridor médian : annonce de l'unification des systèmes d'information des ports d'Alat et Turkmenbashi début 2022, accords bilatéraux avec le Kazakhstan pour faciliter les échanges de marchandises en août 2022, signature en novembre 2022 d'une « feuille de route 2022-2027 » avec la Géorgie, le Kazakhstan et la Turquie, accord en octobre 2023 entre les compagnies nationales des chemins de fer azerbaïdjanais, kazakhs et géorgiens pour la création d'une coentreprise (*Middle Corridor Multimodal*), etc. De fait, le conflit russo-ukrainien a coïncidé avec une contraction d'environ 20 % des flux de marchandises empruntant le corridor ferroviaire de l'Union économique eurasiatique traversant la Russie (« Corridor Nord »), lequel était privilégié (plus de 90 % du transit ferroviaire total) jusqu'alors du fait de l'absence de contrôle douanier de Dostyk/Khorgos (frontière Chine-Kazakhstan) à Brest (frontière Biélorussie-Pologne).

Ces flux de marchandises se sont en partie réorientés sur le Corridor médian, avec une hausse des volumes traités de conteneurs de 33,0 % en 2022 en glissement annuel selon la Banque mondiale. Cette dynamique s'est toutefois enrayerée dès 2023 – au profit des routes maritimes, qui restent largement prédominantes – avec une baisse de -37 % du trafic sur les huit premiers mois de l'année en g.a., en raison principalement de problèmes opérationnels et de tarifs trop élevés selon la Banque mondiale. Si plusieurs facteurs de croissance existent – réduction du temps de trajet et des coûts (via l'amélioration de la coordination entre les différents opérateurs le long du parcours, l'uniformisation de la documentation, la simplification des procédures de passage des frontières, l'amélioration de la traçabilité, etc.), développement de nouvelles exportations (engrais azerbaïdjanais par exemple), aléas affectant les autres routes (canal de Suez, Russie) –, l'affirmation du Corridor médian comme

¹ Source : Département américain de l'Energie (1^{er} janvier 2025)

² SOCAR Begins Gas Supplies to Slovakia

³ Le SGC, qui relie l'Azerbaïdjan à l'Italie, se compose du gazoduc Bakou-Tbilissi-Erzurum (SCP), du gazoduc transanatolien (TANAP) reliant l'Azerbaïdjan à la Turquie occidentale et du gazoduc trans-adriatique (TAP).

voie de transit transcontinental majeure, au-delà de son rôle essentiel de corridor régional, dépendra pour beaucoup de la poursuite de la modernisation des infrastructures de transports de part et d'autre du bassin caspien.

L'électrification et la signalisation du réseau ferré azerbaïdjanais, la remise à niveau de la voie ferrée turkmène Est-Ouest (cf. supra) et la levée des obstacles techniques à la circulation de wagons citernes sur le BTK (tunnels) comptent notamment parmi les priorités identifiées. En outre, certaines contraintes capacitaires persistent dans les ports, en particulier celui d'Alat, qui ne semble pas en mesure d'absorber un accroissement très significatif des flux et pourrait, à terme, constituer un goulot d'étranglement. De fait, 1 M de conteneurs avaient transité par la voie russe en 2021, contre une capacité de traitement de 100 000 conteneurs/an au sein du principal port azerbaïdjanais. La montée en puissance du Corridor médian nécessitera donc des investissements conséquents dans le bassin caspien qui ne pourront être couverts par les seuls revenus portuaires et de transit locaux. A noter par ailleurs qu'au-delà du transport de marchandises, les opérateurs AzerTelecom et Kazakhtelecom ont annoncé en août 2023 le lancement d'une co-entreprise pour la pose et l'exploitation d'ici fin 2024 d'un câble sous-marin à fibre optique sous la mer Caspienne dans le cadre du projet de création d'une autoroute numérique entre l'Europe et l'Asie (« *Digital Silk Way* »).

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.
Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations :

[Trésor-International | Direction générale du Trésor \(economie.gouv.fr\)](#)

Responsable de publication : Service économique régional d'Ankara
orhan.chiali@dgtresor.gouv.fr

Rédaction : SER d'Ankara, SE de Bakou, SE de Tbilissi

Abonnez-vous : paul.lapoutge@dgtresor.gouv.fr