



IL EST TOUJOURS PRÉFÉRABLE D'AVOIR LES MAINS LIBRES

DAVID BEGG *

CHARLES WYPLOSZ **

A lors que la première décennie de la transition dans les économies de l'après-communisme touche à sa fin, l'heure est venue de faire un bilan. Nous examinons le rôle en évolution de la politique des taux de change dans des pays où la transition est désormais fermement établie. En particulier, nous étudions la stratégie de sortie pour les économies en transition qui s'étaient auparavant appuyées sur le taux de change comme principal ancrage nominal. Formuler ainsi la question suggère qu'un nombre significatif de pays ont initialement adopté le taux de change comme ancrage nominal, mais également que, là où la transition progresse, poursuivre indéfiniment ce régime est dangereux.

La première partie développe ces thèses et décrit le problème de sortie étudié par la suite. La deuxième partie indique comment ce problème pourrait en principe être résolu. La troisième examine les données réunies dans trois grands - mais très différents - pays en transition d'Europe Centrale : la Pologne, la République tchèque et la Hongrie. Après avoir initialement adopté une bande de fluctuation étroite des taux de change, avec des réalignements périodiques de la parité centrale, la Pologne a progressivement élargi sa bande de fluctuation, élargissement qui a fini par devenir substantiel. La République tchèque a été forcée d'abandonner brutalement l'ancrage fixe qu'elle pratiquait depuis longtemps et a, par la suite, adopté un flottement administré fondé sur un objectif d'inflation. La Hongrie a continué de défendre une bande de fluctuation étroite autour d'une parité centrale dont le

** Birkbeck College, Londres, et CEPR.

** Institut universitaire de hautes études internationales, Genève, et CEPR.

Le présent article développe un travail commencé en novembre 1998 lors de la visite des auteurs à la Banque nationale de Hongrie. Les auteurs remercient en particulier Judit Nemenyi et Szolt Darvas pour leurs précieux conseils et pour l'aide qu'ils ont généreusement fournie lors de la collecte des données.



taux de glissement annoncé a été régulièrement réduit. Les trois pays ont ainsi modifié leur régime initial de taux de change, parfois en réaction à des crises, mais parfois dans l'espoir d'empêcher l'apparition de tensions. Notre objectif est d'examiner les coûts et avantages associés à chacune de ces différentes méthodes de sortie du régime initial des taux de change.

POLITIQUE DES TAUX DE CHANGE : PREMIERS STADES DE LA TRANSITION ET PROBLÈMES ASSOCIÉS

Au début de la transition, la désinflation était une préoccupation politique majeure. Pour maîtriser plus facilement la politique monétaire, la plupart des pays faisaient appel à différents ancrages nominaux, tentant ainsi de se lier les mains : ils avaient reconnu que les ancrages multiples étaient probablement plus efficaces (Bruno, 1993) et étaient conscients des pressions exercées pour subordonner la politique monétaire aux besoins fiscaux. Les ancrages nominaux étaient considérés comme des engagements visant à guider les Banques centrales et à leur offrir une certaine protection contre la pression de l'argent facile. Cette pression, intense, était le fait de gouvernements à court d'argent, d'entreprises peu rentables et habituées à recevoir automatiquement des fonds de l'État et de différents acteurs qui ne croyaient pas que « l'inflation est un phénomène monétaire ».

Le taux de change est un ancrage nominal naturel. Il est très visible et donc facile à contrôler. Il réagit rapidement aux injections monétaires. Il influence un large éventail de prix : prix à l'importation, salaires, prix des actifs, taux d'intérêt... D'un autre côté, il se peut qu'un taux de change fixe ne soit pas tenable lorsque la désinflation se fait attendre et que la rigueur fiscale ne semble pas réalisable à court terme. Begg (1996) indique que les pays dotés d'une certaine responsabilité fiscale ont pu exploiter deux avantages de l'ancrage des taux de change. Tout d'abord, contrairement au ciblage monétaire, l'ancrage des taux de change évite la nécessité de prévoir la demande monétaire, susceptible d'être instable pendant la transition. Deuxièmement, contrairement au ciblage de l'inflation, un ancrage des taux de change n'exige pas de comprendre le mécanisme de transmission intérieure de la politique monétaire, qui a changé avec les ajustements structurels et qui aurait pu avoir au départ des effets pervers, par exemple lorsque la gouvernance des entreprises n'était pas véritablement fiable.

Même si de nombreux pays aux déficits budgétaires modérés ont eu tendance à pencher pour une forme d'ancrage fixe initial, la distinction entre ancrage et flottement peut être exagérée. Avec l'inévitable ralentissement de la désinflation, la plupart des partisans à ancrage fixe ont dû



trouver le moyen de réaligner à intervalles réguliers, et quelques partisans avérés du flottement ont exercé un tel contrôle sur les taux de change que la différence entre ces deux écoles s'est réduite à une question de degré.

Non seulement la différence entre l'ancrage et le flottement peut être exagérée en pratique, mais il n'est pas évident d'établir une distinction en théorie. Bien que Fischer, Sahay et Vegh (1996a,b) concluent que les pays pratiquant l'ancrage fixe ont généralement obtenu de meilleurs résultats que les autres, cela est dû en partie à l'échantillonnage et non aux effets du régime : la plupart de ceux qui étaient initialement dans une meilleure situation ont rejoint le groupe favorable à l'ancrage des taux de change. Comme le signale Wyplosz (1999), les pays qui ont obtenu de bons résultats dans une des dimensions ont également réussi dans les autres. Les partisans de l'ancrage se trouvent surtout dans les pays qui ont adopté des ancrages nominaux multiples, ont rapidement établi une discipline fiscale et ont réalisé des progrès notables dans de nombreux aspects des réformes structurelles.

Comme les engagements envers la politique des taux de change n'ont jamais été absolus, il se peut qu'elle n'ait eu que des effets marginaux sur la politique fiscale ou l'ajustement structurel. Pourtant, en fin de compte, c'est seulement en influant sur l'évolution de ces fondamentaux plus profonds que le choix du régime des taux de change peut être décisif. La crédibilité est un élément essentiel de l'ensemble du processus.

Malgré ces avertissements, de nombreux pays ont espéré améliorer leur crédibilité en adoptant au départ des cibles de change étroites. Cela a parfois été possible en adoptant des parités centrales classiques de type SME, en association avec des marges de fluctuation relativement étroites. Dans d'autres cas, lorsque l'inflation a été perçue comme trop élevée, les taux de change ont été maintenus avec des bandes glissantes, à la suite d'expériences précédemment menées en Amérique Latine. Les deux méthodes atteignent leur objectif essentiel : lier les mains des autorités monétaires. C'est lorsque la crédibilité est indispensable qu'il est le plus utile d'afficher ses bonnes intentions. Pourquoi alors pensons-nous que ces régimes ne devraient pas se maintenir indéfiniment, particulièrement si la transition semble progressivement s'imposer ?

On peut répondre que des bandes de fluctuation étroites présentent toujours un risque. Si elles restent crédibles, elles peuvent produire de bons résultats ; si elles s'effondrent, elles peuvent entraîner une perte de réputation très coûteuse sur le plan économique. Cela peut affecter l'élan des réformes et la popularité de la transition. Lorsque les pays prennent des risques et gagnent, il peut être préférable d'encaisser les



bénéfiques plutôt que de jouer à quitte ou double.

La nature même de la transition offre une réponse plus profonde. Au fur et à mesure que les pays réussissent, la confiance et les garanties croissent et l'accès aux marchés de capitaux étrangers s'élargit. En l'absence de sérieuses imperfections des marchés, cette évolution est clairement favorable en termes sociaux. Toutefois, les distorsions des marchés sont largement répandues dans les économies en transition : lacunes dans la gestion des entreprises, faiblesse des systèmes bancaires, insuffisance des dispositifs de régulation et de contrôle... Même au sein des économies arrivées à maturité, l'asymétrie des informations crée des effets externes qui entraînent un risque de contagion financière internationale. En conséquence, l'augmentation de la confiance et la mobilité du capital présentent un double danger : la surchauffe intérieure et la sortie soudaine de l'ensemble des capitaux précédemment entrés. S'agissant des entrées initiales, une réponse partielle consiste à permettre aux taux de change de supporter une partie de la charge. Les engagements envers une bande de fluctuation étroite comportent donc deux risques : il pourrait devenir impossible de défendre le bas de la marge, et le même phénomène pourrait affecter le haut de la marge si la transition semble se dérouler de manière satisfaisante.

En résumé, au début de la transition, la plupart des chocs sont venus de l'économie intérieure, des comportements privés et de la politique gouvernementale. Avec la poursuite de la transition, les fondamentaux intérieurs se sont améliorés, offrant un meilleur accès à l'économie mondiale. Le secteur étranger étant de plus en plus source de chocs, l'idéal est d'utiliser davantage le taux de change comme amortisseur, particulièrement compte tenu de la possibilité de faire appel à l'intérieur du pays à d'autres ancrages nominaux.

STRATÉGIES DE SORTIE

Les régimes de taux de change fixes ont une durée de vie limitée

Analysant les enseignements tirés de l'ancrage des taux de change, Eichengreen (1999) relève que les régimes de taux de change fixes ne durent généralement pas très longtemps. Par ailleurs, Eichengreen et Masson (1998) notent que la fin d'un régime de taux de change s'accompagne généralement d'une crise grave.

Dans un régime de taux de change fixe, la politique monétaire doit être subordonnée à la défense de l'ancrage choisi. L'adoption de bandes de fluctuations permet une certaine marge de manœuvre. Dans la mesure où il est possible de restreindre les mouvements de capitaux, il peut également être possible de rendre l'évolution du taux de change indépendante des conditions du marché intérieur, et notamment de



l'évolution des taux d'intérêt, du prix des actifs et du financement des déficits budgétaires. Ces trois éléments (engagement d'ancrer la monnaie, bande de fluctuations, mobilité limitée des capitaux) sont étroitement liés. Toute modification de l'une de ces dimensions se répercute sur les arbitrages à opérer lors de la définition des politiques. Du fait de la nature de la transition, deux de ces composantes vont nécessairement se modifier au fur et à mesure des progrès de la transition. L'inflation s'atténuant, il devient progressivement moins nécessaire de subordonner la politique monétaire au maintien de l'ancrage du taux de change. Les restrictions imposées à la mobilité des capitaux finissent par entrer en conflit avec la nécessité d'avoir accès aux sources de financement extérieures et de permettre aux firmes et banques nationales d'établir un réseau de participations croisées avec des banques et firmes étrangères. Les avantages que procurent des marges de fluctuation étroites autour d'un ancrage qui doit être à tout prix respecté diminuent inévitablement au fur et à mesure des progrès de la transition.

Dans le même temps, les risques que présente un ancrage fixe augmentent. Parce qu'elle encourage l'entrée de capitaux, la désinflation rend l'ancrage moins nécessaire. La mobilité accrue des capitaux a pour effet d'éroder les marges de manœuvres, contraignant d'autant plus les autorités monétaires à respecter la cible de change. L'économie commence à être affectée par les sentiments des investisseurs étrangers, imputables à des événements ayant lieu dans le pays considéré ou à des perturbations extérieures, se produisant dans le système financier mondial.

Les pays qui opèrent leur transition avec succès se trouveront probablement confrontés aux problèmes d'entrée des capitaux bien connus des pays d'Amérique Latine qui ont déjà réussi leurs réformes. Il est de plus en plus clair que la persistance de fortes entrées de capitaux est la meilleure variable explicative des crises de change et/ou des crises bancaires (Frankel et Rose, 1996 ; Calvo et al., 1997 ; Kaminsky et Reinhart, 1997). Le problème de l'entrée de capitaux est aujourd'hui assez bien compris.

Normalement, en cas de désinflation, les taux d'intérêt nominaux diminuent plus lentement que les taux d'inflation, ce qui s'explique à la fois par la persistance d'anticipations inflationnistes résiduelles et par le maintien de la politique d'austérité monétaire qui demeure le principal instrument de désinflation. Dans une perspective de stabilité des taux de change à court terme, il est intéressant d'emprunter à l'étranger à des taux d'intérêt plus bas pour investir dans des actifs nationaux à court terme. Il est clair que les entrées de capitaux qui en résultent sont de nature temporaire.

Après l'adoption de mesures de libéralisation financière, l'intensifica-



tion de la concurrence entraîne un relâchement du rationnement du crédit. La libéralisation interne permet aux résidents nationaux d'accroître leur stock d'engagements en monnaie nationale tandis que la libéralisation externe permet à un pays où le crédit est rationné d'emprunter davantage à l'étranger pour financer tant les dépenses de consommation que l'achat de biens d'équipement. Il en résulte un important déficit du compte courant et une envolée des prix des actifs et des logements. Ces entrées de capitaux, qui représentent un ajustement de stock, ont également un caractère temporaire. L'accumulation des titres de dettes finit par freiner les nouvelles dépenses et le service de la dette extérieure s'accroît, entraînant des sorties de capitaux.

On assiste alors à un cycle d'expansion et de récession. Les entrées de capitaux ont pour contrepartie des déficits courants qui ne sont pas tenables, non pas parce qu'ils sont importants, ou encore parce qu'ils financent la consommation plutôt que l'accumulation du capital, mais parce qu'il s'agit d'un phénomène fondamentalement temporaire. L'expansion n'est alors que le symptôme d'une situation qui ne peut pas durer. Elle débouche presque invariablement sur une crise : crise des caisses d'épargne américaines, suspension de la dette des pays d'Amérique Latine dans les années 1980, éclatement de la bulle japonaise à la fin des années 1980, crise asiatique de 1997. Pourquoi en est-il ainsi ?

Tout d'abord, il peut être difficile de distinguer *ex ante* entre un phénomène temporaire et un phénomène permanent, en particulier quand le phénomène « temporaire » s'étend sur plusieurs années. Deuxièmement, les autorités considèrent souvent que l'ancrage du taux de change constitue un engagement renforçant la crédibilité qui a jusqu'à présent bien fonctionné. Il est par conséquent naturel qu'elles répugnent à abandonner ce dispositif, d'autant plus qu'elles ont tendance à considérer que les entrées de capitaux apportent la preuve de cette crédibilité. Cependant, la période d'expansion doit inévitablement prendre fin et l'on ne peut éviter une récession que si l'on appuie sur les freins longtemps à l'avance, alors que cela peut être politiquement difficile. Sans cette intervention perspicace, les prix des actifs s'envolent jusqu'à ce que la bulle éclate, du fait, d'une part, du fléchissement de la demande que l'on observe lorsque les flux de capitaux non tenables prennent fin, et d'autre part, de la réponse de l'offre face à des prix élevés. Le taux de change fixe est alors un facteur aggravant car il devient une garantie offerte gratuitement par les autorités monétaires grâce à laquelle ceux qui font sortir rapidement leurs capitaux ne subissent pas de perte en capital. Il est clair qu'un tel système encourage les sorties massives de capitaux. Pour cette raison, il s'est dégagé un consensus (Begg, 1996 ; Calvo et al., 1996) selon lequel des interventions, stérili-



sées ou non, qui visent à maintenir une forte fixité du taux de change ne sont pas judicieuses.

Les mesures qu'il convient de prendre en cas d'influx de capitaux importants mais non tenables sont également bien connues. Dans un régime d'ancrage du change, l'excédent du compte de capital, qui masque le déficit courant qui résulte de l'expansion de la demande, a pour effet de porter le taux de change à la limite supérieure de la bande de fluctuation. La Banque centrale est alors forcée d'intervenir massivement et d'accumuler des réserves. Si la Banque centrale tolère une augmentation de la masse monétaire, l'inflation survient rapidement, signal inquiétant qui annonce que le taux de change est surévalué. En revanche, si la Banque centrale cherche à opérer une stérilisation, elle doit emprunter des fonds sur le marché national. Il s'agit alors d'une opération coûteuse, dans la mesure où le taux de rendement des réserves de change est inférieur au taux des emprunts de la Banque centrale sur le marché intérieur. On peut alors seulement espérer que les entrées de capitaux ralentissent rapidement, et si possible de façon ordonnée. Il s'agit là d'un pari audacieux qui a peu de chances de réussir.

Pour cette raison, il est bien préférable de laisser les pressions s'exercer, au moins partiellement, par l'intermédiaire d'une appréciation du taux de change. Il en résultera bien sûr une surévaluation qui devra en fin de compte être corrigée. C'est pourquoi il est préférable de laisser le taux de change flotter. Les incertitudes liées à l'évolution du taux de change tempèrent l'enthousiasme dont font l'objet les opérations de report, consistant à emprunter en devises pour investir en monnaie nationale. Ainsi, la Banque centrale se trouve à l'écart de la ligne de feu, tant lors de l'appréciation de la monnaie que lors de la correction ultérieure pendant laquelle elle se déprécie. Si la volatilité des taux de change n'est pas souhaitable, elle est cependant beaucoup moins néfaste qu'une crise de change.

Un autre des enseignements tirés de l'expérience est que le resserrement de la politique budgétaire contribue à freiner l'expansion des dépenses et atténue l'ampleur du déséquilibre macroéconomique. Or, dans un régime de taux de change fixe, les gouvernements semblent avoir politiquement peu à gagner d'un resserrement de la politique budgétaire. De plus, indiquer clairement que, sans ce resserrement, l'ancrage du change ne pourra peut-être pas être maintenu compte tenu de l'inflation intérieure, semble compromettre la crédibilité même de l'ancrage. En revanche, dans un régime de change plus flexible, un resserrement budgétaire, en particulier s'il s'accompagne d'un sensible assouplissement de la politique monétaire, induira probablement une dépréciation du taux de change. La flexibilité du taux de change est donc plus à même d'encourager l'adoption de politiques



qui corrigeront tant les déséquilibres externes que les déséquilibres internes.

Les pays qui ont opéré leur transition avec succès devraient anticiper les entrées de capitaux en adoptant un régime de change plus souple avant que cela ne devienne nécessaire. Cependant, dans les faits, de nombreux pays ont hésité à abandonner radicalement tout ancrage. Dans la mesure où l'inflation n'est pas encore totalement maîtrisée, il est clair qu'une certaine forme d'ancrage nominal reste nécessaire. Quelles sont donc les options ? Il s'agit bien évidemment de cibles monétaires, de cibles d'inflation ou simplement de l'élargissement de la bande de fluctuation des taux de change (et éventuellement de la modification de la trajectoire escomptée du taux de change). Pour certaines économies européennes en transition, il existe une quatrième possibilité : abandonner la défense unilatérale d'une bande de fluctuation du taux de change pour devenir directement membre du nouveau mécanisme de change de l'Union européenne, tremplin devant mener à la pleine adhésion à l'Union monétaire européenne.

N'attendez pas le nouveau mécanisme de change !

Les conséquences de l'Union monétaire européenne pour les économies européennes en transition sont analysées de façon plus approfondie dans Begg, Halpern et Wyplosz (1999). L'adhésion au nouveau mécanisme de change dépendra du résultat des négociations avec l'Union européenne, dont il serait très optimiste de penser qu'elles vont aboutir en 2002. En résumé, si le maintien du taux de change initial implique des coûts, ou même des dangers, adopter une stratégie de sortie qui consisterait à attendre le nouveau mécanisme, serait attendre trop longtemps.

Pourquoi une économie en transition préférerait-elle l'appartenance au mécanisme de change du SME II à un régime de change qu'elle adopterait de manière unilatérale ? En théorie, l'on pourrait répondre que les membres bénéficieraient en temps de crise d'un soutien considérable de la Banque centrale européenne en matière de taux de change. Toutefois, ce soutien a déjà été explicitement exclu : contrairement au mécanisme du SME I, le mécanisme du SME II ne prévoit aucun engagement ferme relatif à des interventions illimitées. La BCE a indiqué à plusieurs reprises qu'elle n'avait pas l'intention de dépenser d'importantes ressources pour défendre les monnaies qui sont liées à l'euro, même dans le cadre du mécanisme de change du SME II.

Selon un argument plus subtil, l'adhésion à l'Union européenne, entraînant des obligations budgétaires supplémentaires au titre du Pacte de stabilité, renforcerait la crédibilité du pays concerné et faciliterait la défense d'une bande de fluctuation de change donnée. Toutefois, cet



argument mélange deux problèmes et aboutit à une conclusion erronée. Premièrement, dans la mesure où, au bout du compte, la création monétaire est liée au financement de déficits budgétaires, la crédibilité sera renforcée quelle que soit la forme exacte de l'ancrage nominal qui est mis en place. Deuxièmement, ce renforcement de la crédibilité peut avoir pour effet d'accroître la mobilité du capital et par conséquent de rendre le pays plus vulnérable aux effets des flux de capitaux s'il maintient des bandes de fluctuation étroites.

Assurément, la perspective de l'adhésion à l'Union européenne exacerbera ces problèmes bien avant que cette adhésion ait lieu. En ce sens, loin d'offrir une stratégie de sortie directe, la perspective de l'adhésion à l'Union européenne rend plus urgente la définition d'une solution différente, à mettre en œuvre plus rapidement, au problème que pose l'abandon des engagements antérieurs en faveur du maintien de bandes de fluctuation étroites du taux de change.

Une des possibilités consiste simplement à laisser flotter le taux de change, en fixant parallèlement des cibles d'inflation ou d'agrégats monétaires. Mais cette différence peut également être exagérée.

Laisser flotter le taux de change

Au cours des dernières années, la fixation de cibles d'inflation comme principal ancrage nominal a connu une faveur croissante, tout particulièrement en tant que cible intermédiaire dont la surveillance est déléguée à des Banques centrales dotées d'une considérable indépendance opérationnelle. La fixation d'une telle cible est surtout judicieuse quand les pressions qui s'exercent en faveur de la monétisation des déficits sont faibles et quand le mécanisme de transmission monétaire est bien compris, de sorte qu'il existe une corrélation raisonnable entre les résultats obtenus en matière d'inflation et les intentions de la Banque centrale.

Dans la mesure où, aux premiers stades de la transition, ces deux conditions préalables sont généralement absentes, la fixation d'une cible d'inflation n'a pas été le premier point d'ancrage retenu. Cela devrait également constituer un premier avertissement. Certaines des raisons qui conduisent un pays à souhaiter sortir du régime d'ancrage fixe - comme par exemple l'entrée de capitaux due en partie à des défaillances du marché et à des incitations perverses au sein du système financier national - peuvent signaler des problèmes dans le mécanisme de transmission et donc des difficultés à atteindre les cibles d'inflation. Cependant, même lorsque l'adoption d'une cible d'inflation, considérée isolément, est prématurée, elle peut être un moindre mal lorsque le ciblage du taux de change au sein d'une bande de fluctuation étroite est en butte aux pressions qui ont été décrites plus haut.



Si, au lieu de cibles d'inflation, on adopte des cibles d'agrégats monétaires, on est alors confronté à la difficulté de comprendre non plus le mécanisme de transmission monétaire mais la demande de monnaie qu'il est nécessaire de prévoir pour fixer des objectifs appropriés. Il n'y a guère de raison de penser que cette tâche soit plus facile. En fait, il y a de bonnes raisons de croire que ces deux problèmes sont corrélés : tous les deux dépendent de l'évolution des comportements dans le secteur financier en général et en particulier dans les banques.

Dans les faits, les Banques centrales qui ont la responsabilité de l'ancrage nominal dans un régime de taux de change flottant examinent toujours une palette d'indicateurs, concernant notamment l'évolution de l'inflation, tant attendue que réelle, l'évolution des données relatives aux agrégats monétaires et l'évolution du taux de change. Lorsque les prévisions relatives aux agrégats monétaires et à l'inflation donnent des signaux contradictoires, les Banques centrales tiennent invariablement compte de l'indicateur d'inflation, que cela soit ou non une politique déclarée. Les travaux de Bernanke et Mihov (1996) et de Clarida *et al* (1998) confirment empiriquement que cette conclusion s'applique même à la Bundesbank.

Élargir simplement la bande de fluctuation ?

10

Une stratégie de sortie a pour objet de permettre une flexibilité accrue du taux de change. Or, cet objectif ne pourrait-il pas être atteint plus facilement par l'élargissement de la bande de fluctuation ? Après tout, n'est-ce pas là la stratégie adoptée, avec succès, par l'Union européenne en 1993 pour préserver le mécanisme du taux de change jusqu'à la mise en place de l'Union monétaire européenne ?

Deux remarques sont ici pertinentes. Premièrement, l'élargissement de la bande ne dispense pas de la nécessité d'annoncer l'évolution de la bande de fluctuation du taux de change. Dans la mesure où les différents éléments d'une stratégie macroéconomique doivent être cohérents, le choix - judicieux - d'une trajectoire implique une opinion relative à l'évolution de l'inflation et par conséquent l'engagement de défendre la cible, au moins en moyenne. Toute autre évolution impliquerait le désajustement progressif du taux de change.

En ce sens, une cible d'inflation suppose, au bout du compte, l'adoption d'une bande de fluctuation du change et vice-versa. Les économies en transition se trouvent confrontées à une difficulté supplémentaire dans la mesure où l'on s'attend à ce que leur taux de change réel s'apprécie au fur et à mesure que leur productivité s'accroît et que leur niveau de vie rattrape celui des autres pays européens¹. Cette appréciation tendancielle du taux de change réel, qui doit être prise en compte dans le choix d'une palette d'instruments cohérente, est difficile à



évaluer. Les autorités, si elles choisissent cette approche, doivent adopter de larges bandes de fluctuation, prévoir une large marge d'erreur et être prêtes à ajuster la tendance.

Il reste à savoir quel est l'instrument qui doit absorber les chocs à court terme. Toutes choses égales par ailleurs, une bande de fluctuation du taux de change étroite prive l'économie de l'un de ses amortisseurs et implique une fluctuation plus ample du taux d'inflation autour de la cible. À l'inverse, l'adoption d'une bande de fluctuation du taux d'inflation nécessitera sans doute un élargissement de la bande de fluctuation du taux de change.

Cet arbitrage, qui doit être fait quand les chocs sont véritablement exogènes, peut ne plus être nécessaire quand les chocs sont endogènes, et ont, par exemple, leur origine dans la politique monétaire ou budgétaire. Aux premiers stades de la transition, avant la mise en place de bons fondamentaux et alors que la crédibilité du gouvernement est encore faible, des régimes qui limitent les chocs provenant des politiques gouvernementales peuvent avoir pour effet de diminuer simultanément la volatilité des taux de change et l'inflation. Toutefois, au fur et à mesure que les fondamentaux s'améliorent, sous le double effet des réformes nationales et de la perspective de l'entrée dans l'Union européenne, l'arbitrage doit être fait : c'est alors qu'un change plus flexible aide à la fois à stabiliser l'inflation et à combattre les chocs d'origine extérieure. Ces derniers sont importants dans la mesure où le succès de la transition atténue les chocs ayant leur origine dans l'économie interne tout en rendant celle-ci plus vulnérable aux chocs extérieurs du fait de son intégration accrue aux marchés mondiaux de biens et surtout de capitaux.

En résumé

Tant que la mobilité du capital n'est pas parfaite, les Banques centrales conservent un certain pouvoir d'influencer les taux de change en intervenant sur le marché. Il peut être alors difficile de distinguer entre, d'une part, la poursuite d'une cible d'inflation, associée à la gestion temporaire des taux de change et, d'autre part, l'adoption d'une large bande de fluctuation du change autour d'une parité centrale dont la trajectoire annoncée reflète une cible d'inflation implicite. Bien que ces régimes ne soient pas identiques, ils appartiennent à la même famille, en particulier s'il est possible qu'une attaque menée contre une bande de fluctuation large entraîne un nouvel élargissement de la bande. Les distinctions entre ces régimes sont en grande partie une affaire de présentation ou de préférence. Il convient d'opposer ces deux régimes au régime visant à conserver une bande étroite de fluctuation du change, doté soit d'une parité fixe, soit

d'une trajectoire évolutive, mais préalablement annoncée, de la parité centrale.

Après avoir examiné les problèmes théoriques que posent les stratégies de sortie, nous présentons maintenant des études réalisées sur la situation de la Pologne, de la République tchèque et de la Hongrie. À titre de référence, le tableau n°1 indique les taux d'inflation et les taux de croissance réelle de la production enregistrés depuis le début de la transition.

Tableau n°1
Inflation et croissance réelle de la production 1991-1998, fin d'année
(% annuel)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Inflation									
Rép. tchèque	52	13	18	10	10	9	7	8	7
Hongrie	32	22	21	21	27	20	18	15	11
Pologne	60	44	38	29	28	19	15	12	10
Croissance réelle									
Rép. tchèque	-14	-6	-1	3	6	4	-1	1	1
Hongrie	-12	-3	-1	3	2	1	4	5	5
Pologne	-7	3	4	5	7	6	7	6	5

Sources : BERD, OCDE

Remarques : les données tchèques antérieures à 1994 concernent la Tchécoslovaquie ; les données 1999 pour tous les pays sont des prévisions de l'*OECD Economic Outlook*, décembre 1998.

LES FAITS

La République tchèque : une sortie involontaire

En mai 1997, la République tchèque a abandonné l'ancrage du taux de change, qui était la pièce maîtresse de la stratégie macroéconomique appliquée depuis 1991. Cet exemple illustre non seulement le danger qu'il y a à ne pas prévoir de stratégie de sortie claire, mais également les ambiguïtés qui peuvent résulter du maintien d'anciennes pratiques dans des circonstances nouvelles.

En janvier 1991, le taux de change a été fixé à 28 couronnes/dollar, au sein d'une bande de fluctuation étroite de plus ou moins 0,5 %. En mai 1993, le taux de change a été ancré sur un panier comprenant 65 % de deutschmarks et 35 % de dollars des États-Unis. En février 1996, la bande de fluctuation a été élargie à +/- 4 %, tandis que la parité centrale était maintenue. Enfin, en mai 1997, sous la pression de la spéculation, l'ancrage du change a été abandonné en faveur d'un flottage administré. Le taux de change s'est alors déprécié de 10 % par rapport à la parité initiale, puis s'est apprécié à nouveau.

La parité initialement adoptée en 1991 représentait une forte dépréciation visant à assurer au départ une haute compétitivité de l'économie. Le tableau n° 1 confirme que la République tchèque a continué à enregistrer des taux d'inflation annuels d'environ 10 %, bien supérieurs à ceux de ses partenaires de l'Union européenne. Cela signifie-t-il que le taux de change tchèque était simplement devenu surévalué ? Les autorités tchèques n'avaient-elles pas su faire évoluer la parité selon la trajectoire d'inflation qu'elles avaient ciblée ?

Le tableau n° 2 montre qu'entre 1992 et 1997i, le taux de change, mesuré par les prix relatifs à la production, s'est apprécié de 42 % en termes réels. Cette appréciation, s'ajoutant à la stagnation de la croissance des exportations, semble bien refléter une dégradation de la compétitivité. Toutefois, les prix relatifs à la production ne sont qu'un indicateur imparfait : à ce stade de la transition, on attend une appréciation du taux de change réel d'équilibre. Selon Begg (1998), certains signes indiqueraient une croissance de la productivité qui aurait permis à l'économie de compenser, en partie au moins l'appréciation réelle.

Tableau n°2
Commerce extérieur et taux de change réel

	Annuel			Trimestriel					
	94	95	96	96i	96ii	96iii	96iv	97i	97ii
Taux de change réel (1992 = 100) (prix relatifs à la production)	122	125	133				136	142	134
Croissance réelle (pourcentage, par année)									
exportations de biens et services				5,0	2,1	3,6	2,7	-0,4	15,4
Importations de biens et services				11,6	7,9	18,5	9,4	6,7	10,5

Source : Banque nationale tchèque

On ne peut pas non plus attribuer le déficit du commerce extérieur, qui en 1997 atteignait 8 % du PIB, simplement au niveau de compétitivité (ou de non-compétitivité). L'ouverture spectaculaire de l'accès aux marchés financiers mondiaux, et les entrées massives de capitaux qui ont suivi (voir tableau n° 3) signifiaient que les Tchèques effectuaient simplement un lissage intertemporel : ayant acquis depuis peu la capacité d'emprunter, ils dépensaient avec en contrepartie la garantie implicite de revenus futurs. Et il est normal qu'une partie de ces dépenses ait été consacrée à des importations alors que l'économie interne fonctionnait à un niveau proche de la pleine capacité.

Tableau n°3
Balance des paiements
 (% du PIB)

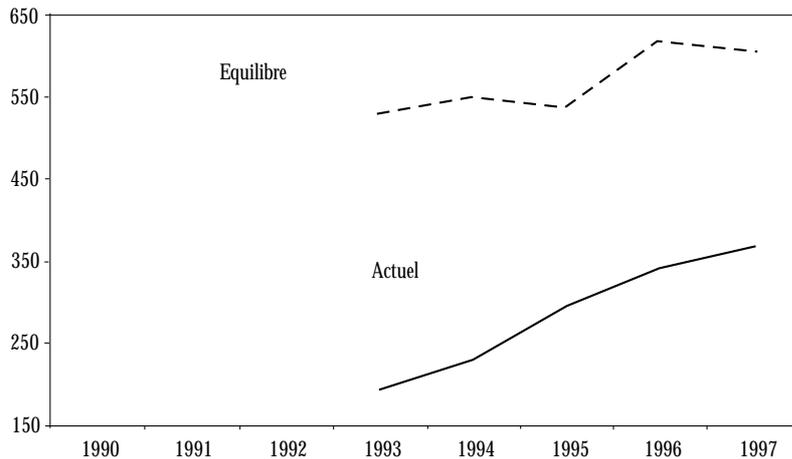
	1993	1994	1995	1996	1997
Excédent de la balance des paiements	9,8	9,7	15,8	-1,5	-3,2
<i>dont</i>					
compte courant	2,2	-0,2	-2,9	-8,2	-5,9
erreurs et omissions	-0,3	-2,6	1,3	-0,7	0,7
compte capital	7,9	12,5	17,4	7,4	2,0
<i>dont</i>					
transferts en capital	-1,8	0	0	0	0
IDE net	1,8	2,1	5,4	2,5	2,3
investissement de portefeuille net	5,1	2,3	2,9	1,3	1,8
autres mouvements de capitaux	2,8	8,1	9,1	3,6	-2,1

Source : Begg (1998), mis à jour par les auteurs à partir du document *IMF International Financial Statistics*.

Il semble donc probable que le gonflement du compte courant ait été dû à la combinaison de deux facteurs : la dégradation de la compétitivité et les effets d'ajustement - temporaires - de stocks provoqués par l'accès initial à des crédits étrangers apparemment bon marché. Pour affiner notre diagnostic sur l'importance relative de ces deux facteurs, nous pouvons notamment essayer d'estimer directement les taux de change réels d'équilibre, tout en reconnaissant que de telles estimations sont toujours soumises à une marge d'erreur considérable.

Le graphique n°1 montre la trajectoire des salaires, exprimés en dollars, dans la République tchèque, ainsi que la trajectoire d'une estimation des salaires « d'équilibre » en dollars, calculées selon la méthodologie rapportée dans Halpern et Wyplosz (1986), mais sur la base de régressions actualisées présentées dans Begg, Halpern et Wyplosz (1999). Ce graphique indique que le problème n'était pas le niveau de compétitivité atteint par la République tchèque en 1997 - car certains des avantages conférés par la forte dévaluation de 1991 étaient encore manifestes - mais plutôt la dégradation de tendance qu'il était possible de détecter. Dans ce cas, les opérateurs des marchés financiers ont pris la fuite bien avant que la situation ne devienne critique. La stagnation de la production et les retards intervenus dans la mise en œuvre des mesures d'ajustement structurel ont peut-être aggravé le pessimisme concernant la trajectoire future du taux de change réel tenable. Par ailleurs, l'importance des entrées de capitaux et des emprunts à l'étranger rendait l'économie tchèque vulnérable à une modification du sentiment des opérateurs. La confiance des étrangers, qui avait précédemment permis aux Tchèques de maintenir un déficit courant atteignant 8 % du PIB (tableau n° 3) s'est effritée.

Graphique n°1
Taux de change réels d'équilibre (réels et estimés),
République tchèque



Source : Begg, Halpern, Wyplosz (1999).

S'il s'est bien produit un changement d'opinion quant à la tenabilité à long terme de l'ancrage du taux de change, alors la cible d'inflation et l'évolution de la bande de fluctuation du taux de change sont devenues incompatibles, et l'on se trouve devant une incohérence du type de celle décrite par Krugman (1979). Cependant, la crise a finalement éclaté alors que la politique budgétaire semblait avoir réussi, le budget apparaissant proche de l'équilibre, en dépit d'engagements hors budget substantiels, imputables à la médiocre gouvernance des entreprises². Cette évaluation erronée de l'équilibre budgétaire avait donné un faux sens de sécurité au gouvernement et, initialement au moins, aux investisseurs.

Aurait-il alors été possible de concilier une plus grande flexibilité du taux de change, et par conséquent une moindre vulnérabilité de l'économie aux entrées de capitaux, avec des mesures visant à infléchir la tendance à la baisse de la compétitivité sans abandonner l'ancrage initial du change ? C'est ce que les autorités ont essayé de faire en élargissant en 1996 la bande de fluctuation très étroite (en la portant à +/- 4 %). Cette mesure a échoué pour trois raisons. Premièrement la bande restait trop étroite compte tenu de l'ampleur des entrées de capitaux. Deuxièmement, en l'absence d'un resserrement décisif de la politique budgétaire, les autorités ne pouvaient guère abaisser les taux d'intérêt suffisamment pour freiner les entrées de capitaux. Troisièmement, la combinaison de politique monétaire et de politique budgétaire appliquée n'a pas été suffisamment restrictive pour éviter la surchauffe de l'économie tchèque.



que, et a, par conséquent, provoqué une baisse de compétitivité et un gonflement du déficit courant, qui ont été à l'origine de la crise qui a suivi.

Le seul élargissement de la bande de fluctuation aurait été insuffisant. Supposons que les autorités aient décidé d'élargir considérablement la bande et permis ainsi une appréciation substantielle du taux de change à l'intérieur de la bande de fluctuation en 1996 afin de freiner les entrées de capitaux. Cela aurait pu atténuer la surchauffe de l'économie tchèque, mais aurait également aggravé les inquiétudes relatives à la compétitivité. Dans la mesure où la confiance des prêteurs étrangers reposait sur des projections optimistes relatives à la croissance de la productivité et à la capacité de l'économie à absorber une appréciation réelle régulière du taux de change, toute appréciation du change notablement supérieure au niveau résultant d'une trajectoire plausible aurait tout simplement pu faire éclater la bulle de confiance plus tôt.

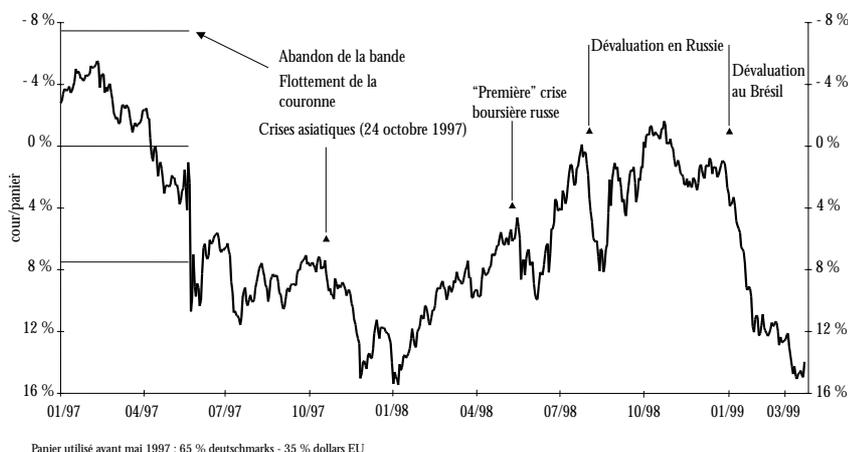
S'il était souhaitable d'instaurer une plus grande flexibilité du taux de change, il était également nécessaire d'accompagner cette mesure de politiques internes qui soient compatibles avec des soldes extérieurs et intérieurs plausibles. Un resserrement substantiel de la politique budgétaire aurait pu permettre le maintien de l'ancrage initial. Toutefois, un resserrement plus modeste, associé à une trajectoire de dépréciation tendancielle du taux de change compatible avec l'inflation intérieure et les projections relatives aux taux d'intérêt, aurait été une approche plus aisée.

L'erreur relative au budget tient-elle simplement à une divergence entre les données budgétaires et les données véritables, incluant les postes hors budget ? Il est clair qu'il n'en est rien. La seconde erreur a été de ne pas reconnaître que lorsque le secteur privé s'adonne à des excès, la politique budgétaire doit être encore beaucoup plus stricte afin d'éviter l'apparition d'une surchauffe et de lourdes tensions. Dans certains cas, l'équilibre budgétaire n'est pas suffisant. Il est établi qu'un premier accès au crédit entraîne le secteur privé à des excès (voir l'expansion qui s'est produite au Royaume-Uni et en Suède à la fin des années 1980). Il s'agit là d'un problème que les économies qui opèrent leur transition avec succès doivent anticiper. C'est aussi l'une des raisons pour lesquelles une stratégie de sortie doit être mise en œuvre en temps voulu.

Le graphique n°2 montre l'évolution de la couronne tchèque depuis 1997. L'ancrage nominal a été réalisé par la fixation d'objectifs d'inflation intérieure tandis qu'on laissait flotter le taux de change. Le graphique n°2 a deux raisons d'être : la première est de montrer que, sauf à très court terme, il n'y a pas eu d'effondrement de la couronne après la décision de laisser flotter le taux de change. Comment cette constatation peut-elle être conciliée avec la dégradation imminente de la compétiti-

vité qu'implique notre analyse du tableau n°3 et du graphique n°1 ? La réponse tient en partie au resserrement de la politique budgétaire qu'a provoqué la crise du taux de change³. La modification du dosage entre politique monétaire et politique budgétaire a altéré la trajectoire du taux de change réel. De façon paradoxale, si cette modification s'était produite antérieurement, elle aurait même pu permettre au régime précédent de subsister plus longtemps. Mais il a fallu une crise pour qu'une réorientation des politiques devienne politiquement faisable. C'est là bien sûr, précisément, la raison avancée par Obstfeld (1994) pour expliquer l'existence d'équilibres multiples. On notera également que la crise a entraîné une nette diminution des prêts consentis par des étrangers aux consommateurs et aux firmes nationales (voir la dernière ligne du tableau n°3). Ainsi, la demande intérieure n'a pas seulement chuté du fait de la réorientation de la politique gouvernementale mais parce que la crise a entraîné une baisse de confiance. Ce facteur, tout autant qu'une modification de politique faisant suite à la crise, peut conduire à un équilibre multiple.

Graphique n°2
Taux de change de la couronne 1997-1999



La deuxième raison qui a conduit à présenter le graphique n°2 est d'établir un repère simple pour nos discussions ultérieures sur la Hongrie et la Pologne. Lorsque les pays de la région ont subi des chocs extérieurs communs, telle la crise russe de 1998, le graphique n°2 fournit des indications sur la façon dont le taux de change aurait pu évoluer dans les pays qui n'auraient pas maintenu leur bande de fluctuation.



*La Hongrie : déterminée à ne pas abandonner
l'ancrage du taux de change*

Depuis le début de la réforme, la Hongrie a appliqué une politique d'ancrage du taux de change à l'intérieur d'une bande de fluctuation étroite. Initialement, la parité était constante. Le laxisme de la politique monétaire et le taux élevé d'inflation ont alors rendu nécessaires des réajustements réguliers du taux de change. Après la réorientation opérée en 1995, qui a donné une priorité accrue à la discipline budgétaire, la Hongrie a adopté une parité glissante, le taux de glissement étant annoncé à l'avance. Il était ainsi possible d'annoncer des réductions graduelles du taux de glissement au fur et à mesure des progrès de la désinflation. Le tableau n°1 montre que des progrès réguliers ont été réalisés tandis que le graphique n° 3 trace l'évolution du taux de glissement qui a diminué depuis 1997, tombant de 1,1 % par mois à 0,6% seulement. Cette technique, judicieusement appliquée, permet de combiner les avantages de l'ancrage du taux de change tout en évitant la surévaluation et en signalant l'intention des autorités de poursuivre la désinflation. Ces résultats ont été obtenus dans les limites de la bande de fluctuation étroite qui a été maintenue tout au long de cette période.

18

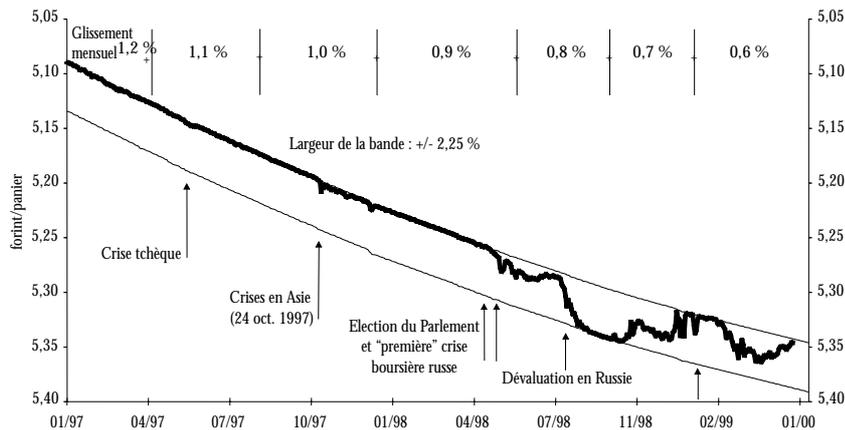
Sur la base de l'analyse précédente concernant la République tchèque, on pouvait s'attendre, le plus souvent, à une appréciation réelle du forint hongrois, le taux de change s'établissant à la limite supérieure de la bande de fluctuation autorisée dans la mesure où la Hongrie, qui est l'un des pays ayant effectué la transition avec succès, apparaît de plus en plus attrayante aux investisseurs étrangers. Le graphique n°3 confirme que cela a bien été le cas sur une longue période. La crise tchèque elle-même n'a guère atteint la Hongrie. On pourrait même dire qu'elle a eu l'effet bénéfique de diminuer les pressions qui imposaient de défendre la borne supérieure de la bande de fluctuation.

Le graphique n°3 invite également à examiner de façon plus détaillée un autre épisode, la crise russe d'août 1998, qui a eu un effet dramatique sur les marchés du monde entier, et à laquelle l'Europe Centrale n'a pas échappé. Malgré l'étroitesse de sa bande de fluctuation, la Hongrie a survécu à la crise. Pour cela, elle a dû utiliser toute l'ampleur de la bande, soit 4,5 %. En revanche, entre le 3 et le 24 août, la Pologne et la République tchèque, qui s'étaient dotées d'un taux de change plus flexible, ont enregistré une dépréciation du taux de change environ deux fois supérieure à celle de la Hongrie (9,3 % en Pologne et 7,7 % dans la République tchèque).

Cela signifie-t-il que l'utilisation d'une bande de fluctuation plus étroite donne à la Hongrie un avantage dont elle n'a pas à supporter le



Graphique n°3
Taux de change du forint, 1997-1999 :
bande, taux de glissement, cours comptant



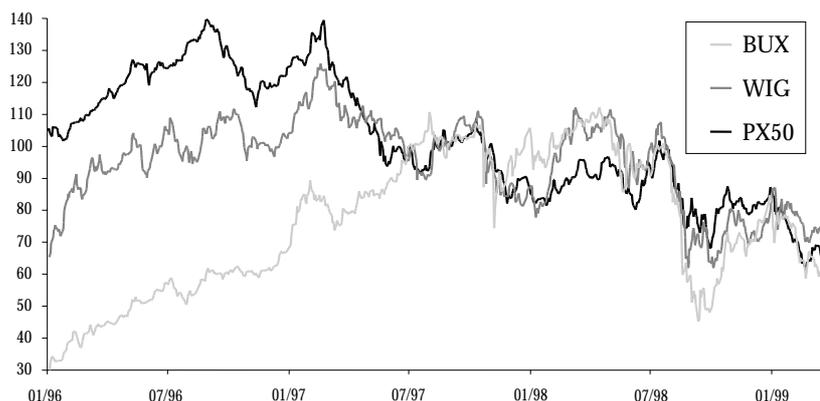
coût ? Est-il possible que l'étroitesse de la bande de fluctuation ait signalé la détermination des autorités hongroises et ainsi écarté la spéculation sans qu'il soit nécessaire de faire usage d'autres mesures ? Deux autres interprétations sont possibles. Premièrement, les autorités hongroises ont dû recourir à d'autres mesures dont les effets annexes sur l'économie sont néanmoins restés négligeables. Deuxièmement, la défense de la bande de fluctuation peut avoir entraîné des coûts considérables. Il est important de déterminer laquelle de ces trois interprétations est correcte.

Données tirées du marché boursier

Le graphique n°4 montre l'évolution des marchés boursiers dans les trois pays. Bien que les indices soient calculés en dollars des États-Unis, et que de ce fait les dépréciations du taux de change plus importantes intervenues en Pologne et dans la République tchèque devraient se traduire par une baisse des prix des actifs plus importante, c'est l'inverse qui s'est produit : la baisse des prix des actifs à Budapest a été deux fois plus importante que dans les deux autres pays (soit 40 %, contre 20 %).

Selon Begg et Wyplosz (1998), il est peu probable que ces différences soient imputables à l'éclatement d'une bulle boursière en Hongrie, ou encore au fait que dans le mouvement de panique qui s'est emparé de la région, la plus grande liquidité qu'offrait le marché de Budapest par rapport à ceux de Prague et de Varsovie aurait incité les investisseurs étrangers, dans leur fuite, à se replier sur la bourse de Budapest.

Graphique n°4
Indices des cours des bourses tchèque, hongroise et polonaise
 (dollars EU)



Ces explications ne correspondent pas, en particulier, à la chronologie des événements. Le graphique n° 4 montre clairement que le dernier épisode de la chute du prix des actifs en Hongrie a réellement eu lieu en septembre et non pas en août.

Avant d'expliquer les raisons les plus probables de cette évolution, nous examinerons brièvement le rôle du contrôle des capitaux. Les autorités hongroises ont essayé d'empêcher l'entrée de capitaux à court terme investis dans des instruments financiers dont l'échéance initiale était de moins d'un an à la date d'émission. Les avis sont bien entendu très partagés sur la question de l'efficacité de ces contrôles. Il existe bien des moyens d'y échapper, mais les marchés émergents ne sont pas encore pleinement intégrés aux marchés financiers mondiaux. De ce fait, il est possible que les contrôles aient un certain effet, en particulier en temps de crise.

Contrôles des mouvements de capitaux ?

Il est utile d'établir des comparaisons directes entre les marchés nationaux et les marchés internationaux de Londres. Les opérateurs nous ont indiqué qu'en l'absence de contrôles des opérations en couronnes tchèques, les prix des actifs étaient essentiellement les mêmes à Londres et à Prague. Begg et Wyplosz (1998) ne constatent pas non plus de différence entre le cours du zloty sur le marché de Varsovie et sur le marché international de Londres. Le graphique n° 5 compare les cours du change à terme de la même monnaie sur le marché national des devises et à Londres. Dans la mesure où le marché des changes de

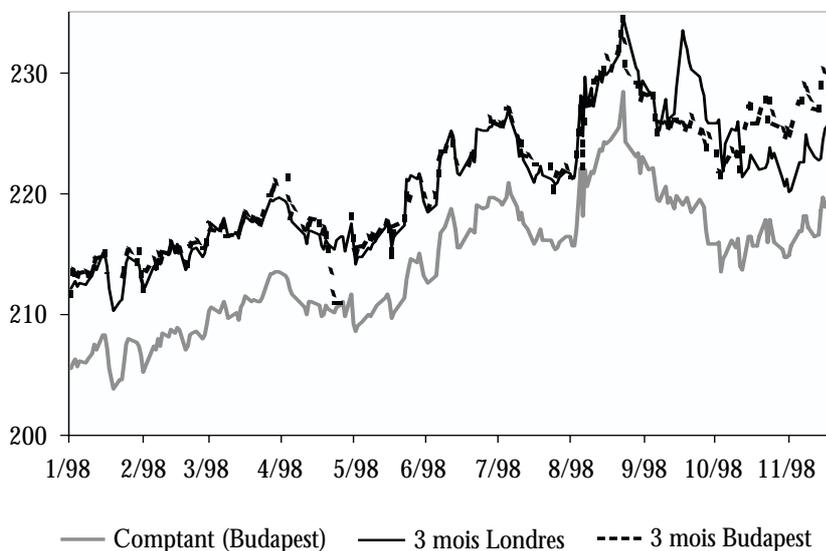


Londres est libre, le contrôle des mouvements de capitaux, s'il est efficace, crée un écart de cours entre le marché intérieur et le marché de Londres. Il est clair que les contrôles des mouvements de capitaux opérés par la Hongrie ont créé un tel écart. L'écart s'élargit au milieu du mois de septembre, quand le cours du forint atteint la borne inférieure de la bande. Le déport à terme (dépréciation du taux à terme par rapport au taux comptant) indique que les marchés anticipaient une nouvelle dépréciation. Ce déport est plus accentué à Londres, ce qui suggère que les positions courtes en forint y ont été plus prononcées qu'à Budapest, signalant clairement la contrainte qu'exerçaient les contrôles à Budapest.

Il est intéressant de noter le revirement de situation intervenu à la mi-octobre, quand le forint s'est déplacé vers le milieu de la bande. Le déport est maintenant plus faible à Budapest, ce qui donne à penser que les contrôles qui avaient freiné les sorties de capitaux en août ont également freiné les entrées de capitaux en septembre, ce qui a eu pour effet de freiner la baisse du taux d'intérêt à Budapest, qui a été moins prononcée que celle du taux d'intérêt sur le marché international de Londres.

Graphique n°5
Comparaison des marchés nationaux et internationaux

21



L'efficacité du contrôle des mouvements de capitaux explique en partie le succès rencontré par la Hongrie dans la défense de sa bande

glissante. Au cours de la période cruciale d'août et de septembre, les taux d'intérêt à Budapest ont été maintenus à un niveau inférieur d'environ 250 points de base à celui qui aurait été atteint en l'absence de contrôle. De ce fait, les coûts domestiques de la défense du taux de change ont été réduits. Deuxièmement, le fait que les prix (taux d'intérêt) différaient sur le marché intérieur et sur le marché international, prouve que le volume des sorties de capitaux concerné a effectivement diminué, atténuant la ponction sur les réserves de change. Toutefois, la baisse des prix des actions n'a pas été enrayée par le contrôle des capitaux.

Quel a été le coût de la défense de la bande de fluctuation en termes de taux d'intérêt ?

Étant donné que les contrôles de capitaux ont été à eux seuls insuffisants, la défense de la bande de fluctuation du taux de change a-t-elle nécessité une augmentation des taux d'intérêt qui a entraîné une chute des prix des actions plus importante en Hongrie que dans les autres pays ? L'ajustement initial a été opéré tout d'abord par une dépréciation du cours du change au comptant à l'intérieur de la bande de fluctuation (graphique n°3), suivie d'une intervention utilisant les réserves en devises pour soutenir le forint. Contrairement à ce qui s'est passé en Pologne et dans la République tchèque, où les interventions ont été de faible ampleur, à la fin du mois de septembre, la Hongrie avait tiré sur ses réserves de change à hauteur de plus de 430 milliards de forints (soit environ 2 milliards de dollars) pour défendre la parité (tableau n° 4).

22

Tableau n°4
Évolution des réserves de devises de la Hongrie à la mi-98
(en milliards de dollars des États-Unis)

Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre
10,2	9,6	9,8	9,4	8,8	8,2	8,8

Source : Banque nationale de Hongrie

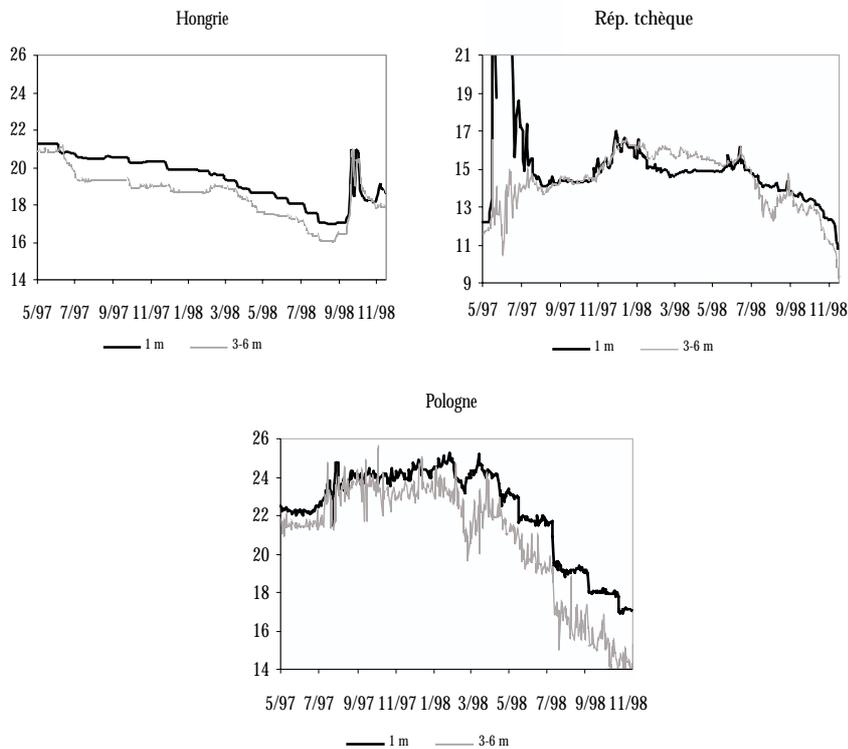
Toutefois, après avoir utilisé toute l'ampleur de la bande de fluctuation, fait appel dans la mesure du possible aux mesures de contrôles des capitaux, et tiré une part substantielle des réserves, les autorités, déterminées à défendre la bande, ont dû agir sur les taux d'intérêt.

De ce fait, il est possible que la chute des cours boursiers du mois de septembre ait reflété les craintes des opérateurs hongrois, redoutant soit qu'une politique monétaire beaucoup plus stricte soit nécessaire pour défendre la bande de fluctuation, soit que les autorités soient forcées



d'abandonner la bande de fluctuation, ce qui aurait entraîné un nouveau cycle d'inflation et une augmentation des taux d'intérêt nominaux. Pour tester cette hypothèse, nous examinons l'évolution des taux d'intérêt au comptant (à un mois) et des taux d'intérêt à terme pour un contrat de trois mois prenant effet trois mois plus tard (ces calculs pouvant être aisément faits à partir des données relatives aux contrats au comptant d'une durée de 3 à 6 mois). Le graphique n°6 montre l'évolution journalière de ces séries temporelles en 1997-1998 pour la Hongrie, la Pologne et la République tchèque.

Graphique n°6 Taux d'intérêt comptants et à terme, 1997-1998, données quotidiennes



Bien que la bande de fluctuation hongroise ait survécu à la crise de 1998, cela n'a pas été sans coût. Le graphique n°6 montre que tant les taux d'intérêt au comptant que les taux d'intérêt à terme ont beaucoup plus augmenté en Hongrie que dans la Pologne voisine et en République tchèque : le prix à payer pour la défense de la bande de fluctuation étroite a été une augmentation des taux d'intérêt beaucoup plus importante



que dans les pays où un régime de change plus flexible pouvait mieux absorber les tensions. Des taux d'intérêt courants plus élevés et les attentes des opérateurs, escomptant que la hausse des taux d'intérêt se poursuivrait pendant un certain temps, expliquent donc en grande partie pourquoi les prix des actifs ont davantage diminué en Hongrie qu'en Pologne et que dans la République tchèque. Les marchés, qui sont conscients des mesures que doivent prendre les autorités pour défendre le régime de change, doivent intégrer le coût de ces risques dans le prix des actions et des obligations, ce qui accroît le coût moyen des emprunts.

Réactions à la crise brésilienne

Au moment où les bourses occidentales, ayant évacué les effets de la dépression russe de l'été 1998, atteignaient, au début de l'année 1999, des sommets encore inégalés, le cours du change hongrois était revenu à la limite supérieure de la bande de fluctuation, comme le montre le graphique n° 3. Ayant écarté la menace antérieure de dépréciation du forint, la Hongrie se trouvait de nouveau confrontée au problème de la défense de la borne supérieure de la bande de fluctuation. Comme cela s'est passé le plus souvent en République tchèque, cette défense suppose l'adoption de mesures de stérilisation des entrées de flux de capitaux, coûteuses sur le plan budgétaire et en partie inefficaces. Elle a également pour effet de retarder la désinflation si les entrées de monnaie sont supérieures à la demande de monnaie.

La crise brésilienne de janvier 1999 peut donc, paradoxalement, avoir également eu des effets favorables pour la Hongrie, en ralentissant l'appréciation du forint et en facilitant, plutôt qu'en entravant, la poursuite de la défense de la bande de fluctuation. On serait tenté de conclure que, sauf en cas de crise d'une ampleur telle qu'elle ferait descendre le taux de change dans la moitié inférieure de la bande de fluctuation (graphique n° 3), une bande étroite pourrait être adéquate. Mais cette conclusion ne prend pas en compte le fait que les résultats obtenus en matière de taux de change dépendent des attentes que forment les opérateurs sur les marchés en ce qui concerne les mesures que vont prendre les autorités. Si les opérateurs croient que les autorités vont prendre des mesures radicales en matière de taux d'intérêt, cela peut suffire à assurer le maintien du taux de change, au prix de coûts élevés sur le marché des obligations et des actions.

Un examen attentif du graphique n°4 révèle que les marchés boursiers ont à nouveau réagi, bien que sur une plus faible échelle, de façon asymétrique, comme ils l'avaient fait durant la crise russe. Avant l'effondrement boursier brésilien, l'indice boursier (graphique n°4) s'établissait autour de 78 en Hongrie, en Pologne et dans la Républi-



que tchèque. Si l'indice polonais n'est descendu qu'à 72, l'indice tchèque et l'indice hongrois ont chuté à 70 et à 62, respectivement. Ainsi la diminution de 18 points observée en Hongrie était trois fois supérieure à celle enregistrée en Pologne (6 points) et plus de deux fois supérieure à celle de la République tchèque (8 points).

Nous en concluons par conséquent que les autorités hongroises continuent de jouer à la roulette russe. Le fusil est chargé de deux balles différentes : celle des fortes entrées de capitaux et celle des fortes sorties de capitaux. Contrairement à ce qui se passe dans le jeu de la roulette russe, la survie du forint peut être due à une gestion habile autant qu'à la chance, mais même des gestionnaires habiles peuvent un jour jouer de malchance. Les fondamentaux hongrois continuant de s'améliorer, il serait opportun de mettre fin au régime de bande de fluctuation étroite, sans risque de réaction néfaste du marché. Une possibilité serait de donner une place encore plus importante à la cible d'inflation qui étaye déjà les décisions relatives au taux de glissement de la parité. L'autre possibilité serait de mettre à profit une période relativement calme pour élargir la bande de fluctuation alors précisément que cet élargissement n'est pas nécessaire.

Comme la Pologne a été l'un des défenseurs les plus enthousiastes de l'élargissement de la bande de fluctuation, nous concluons cet exposé par un bref examen de l'évolution dans ce pays.

25

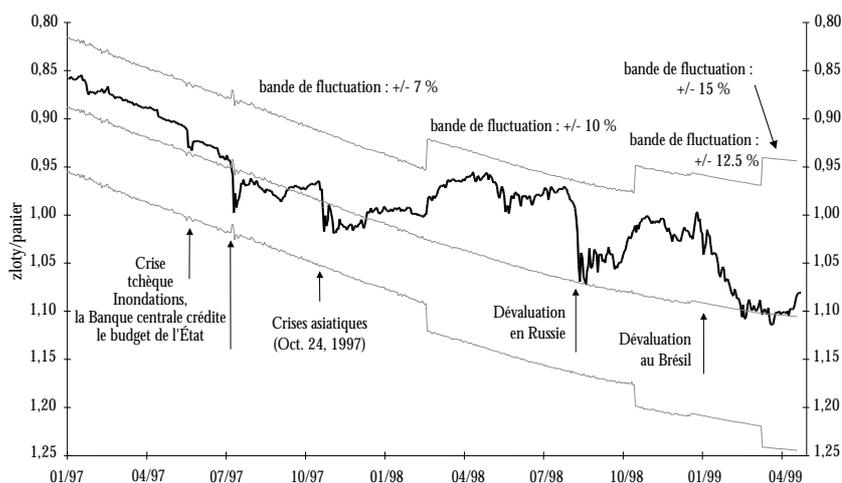
La Pologne :

jusqu'où peut-on élargir la bande de fluctuation ?

En 1990, au début de la réforme, la Pologne a opéré une forte dévaluation, et a maintenu la parité fixe aussi longtemps que possible. Après plusieurs réajustements, elle a été l'un des premiers pays à adopter une bande de fluctuation glissante. Contrairement à la Hongrie, la Pologne était prête non seulement à diminuer le taux de glissement de la parité centrale mais également à élargir continuellement la bande de fluctuation. C'est ce que montre le graphique n° 7. La combinaison de l'aplatissement de la tendance et de l'élargissement de la bande donne deux signaux utiles : que les autorités ont l'intention d'opérer une désinflation progressive et qu'elles ne sont pas prêtes à défendre l'ancrage en cas d'instabilité des marchés financiers.

Alors que la République tchèque a enregistré des entrées massives de capitaux de 1993 à 1996, les entrées de capitaux en Pologne sont restées beaucoup plus faibles. Il y a deux explications à cela. Premièrement, au cours de ces années, la politique de change appliquée par la Pologne était *de facto* beaucoup plus flexible que la bande étroite

Graphique n°7
Taux de change en Pologne : cours comptant,
glissement de la parité et bande de fluctuation



26

adoptée en République tchèque. Il est possible que le zloty ait joué dans une certaine mesure le rôle d'amortisseur. Et, fait important, les opérations de report apparaissent beaucoup plus risquées en Pologne. Les incertitudes liées à l'évolution du taux de change ont contraint les opérateurs financiers à internaliser certains des risques de leurs actions. Deuxièmement, les investisseurs peuvent avoir été découragés par des taux d'inflation plus élevés en Pologne.

Cependant, au bout du compte, la transition est affaire d'ajustement structurel et de croissance réelle. Tôt ou tard, les résultats spectaculaires et persistants obtenus par la Pologne (tableau n°1) devaient attirer des flux de capitaux. De plus, lorsque ce pays a officiellement adopté un régime de bande de fluctuation glissante, il a pu initialement donner l'impression que les bornes de cette bande seraient énergiquement défendues.

Il est inévitable de comparer le cas de la Pologne et celui de la République tchèque. En 1998, les flux de capitaux sont substantiels, les emprunts extérieurs conduisent à une surchauffe de l'économie nationale, le déficit courant s'accroît, des inquiétudes naissent en ce qui concerne la compétitivité, et les conseillers extérieurs recommandent un resserrement budgétaire d'une ampleur difficile à mettre en œuvre sur le plan politique. L'expérience tchèque suggère-t-elle que la crise est imminente ? Le tableau n°5 présente des données statistiques résumées.

Tableau n°5
Balance des paiements de la Pologne, 1996-1998

	1996	1997	1998
Compte courant (% du PIB)	-2,4	-4,2	-5,1
Entrée de capitaux (% du PIB)	4,8	6,6	8,3
dont : IED net	3,3	4,1	4,0
entrée portefeuille net	0,2	1,7	
autres	1,3	0,8	

Sources : FMI, *International Financial Statistics* ; OCDE, *Economic Outlook* ; CEE, *Economic Survey of Europe*.

Alors que le graphique n° 1 donne à penser que les marchés financiers se sont inquiétés bien avant que le taux de change réel de la couronne tchèque ne s'apprécie jusqu'à son taux d'équilibre, le graphique n° 7 suggère qu'en Pologne les marchés ont beaucoup mieux toléré des taux de change réels proches de leur niveau d'équilibre ou même supérieurs à ce niveau. Cette observation rejoint l'idée selon laquelle, face aux meilleurs résultats obtenus par la Pologne en matière d'ajustement structurel et de maintien d'une croissance vigoureuse de la production pendant plus de cinq ans, les marchés ont adopté une perspective à plus long terme. En ce sens, la Pologne a acquis une crédibilité que n'a jamais connue la République tchèque.

Le tableau n° 5, s'il présente certaines ressemblances avec le tableau correspondant (tableau n° 3) relatif à la République tchèque, fait également apparaître des différences importantes entre la Pologne et la République tchèque. Les flux de capitaux n'ont pas seulement été plus faibles en Pologne, leur composition a également été très différente. En République tchèque, les entrées de capitaux consistaient, pour la plus grande part, de flux monétaires enregistrés sous la rubrique « autres flux » tandis qu'en Pologne, les investissements étrangers directs et les investissements de portefeuille représentaient une part beaucoup plus importante des entrées. Bien qu'il y ait des moyens de liquider de tels investissements pendant une crise, les flux monétaires sont habituellement plus volatiles.

Bien que l'on puisse imputer en partie l'absence de grave crise de change aux très bons résultats obtenus en matière d'ajustement structurel, il faut également noter que les entrées totales de capitaux ont été jusqu'à présent beaucoup plus faibles en Pologne qu'en République tchèque. Cela est en partie dû à ce qu'en Pologne, on a laissé le taux de change assumer progressivement le rôle d'amortisseur. Cela n'a pas empêché la poursuite de la désinflation, que l'on considère les résultats *ex post* du tableau n° 1 ou le ralentissement progressif du taux de glissement du change que montre le graphique n° 7. Comme en

Hongrie, la progression du glissement a été soigneusement coordonnée avec les cibles d'inflation définies dans le cadre de la politique monétaire.

Le graphique n° 7 montre également que l'afflux de capitaux et l'appréciation du taux de change ont induit un élargissement de la bande de fluctuation pendant la période 1997-1999, qui est passée de 14 % initialement à 20 %, puis à 25 % et enfin à 30 %. Le tableau n° 5 confirme que cette politique n'a pas empêché la Pologne de bénéficier d'investissements étrangers directs et d'investissements de portefeuille importants. Elle a cependant réussi à contrôler les flux monétaires déstabilisants qui ont entraîné de graves difficultés en République tchèque.

Dans cet article, nous avons fait valoir que nombre des économies ayant connu une certaine réussite initiale se trouvaient confrontées au problème générique de trouver une stratégie pour mettre fin à l'ancrage de leur taux de change. L'amélioration des fondamentaux et l'ouverture accrue aux marchés financiers extérieurs altèrent l'équilibre optimal entre les fonctions d'ancre et d'amortisseur qu'assume le taux de change. Lorsque la désinflation prend fin, la fonction d'amortisseur devient plus importante. Or les autorités ont toujours tendance à vouloir mener plus loin la désinflation et par conséquent à retarder le basculement inévitable de la fonction d'ancre à celle d'amortisseur. Cette tendance est compréhensible mais très dangereuse, d'autant plus qu'il existe d'autres moyens de poursuivre la désinflation dès lors que des progrès considérables ont été réalisés. Il est possible de délier sans danger le taux de change après avoir assuré d'autres ancrages intérieurs. La responsabilité en matière budgétaire et une certaine indépendance de la politique monétaire sont les compléments de l'utilisation efficace d'une plus grande flexibilité du taux de change.

La sortie la moins ordonnée a été celle de la République tchèque, qui a maintenu trop longtemps sa politique de taux de change initiale, en dépit d'un certain élargissement de la bande de fluctuation en 1996. Cet élargissement a été trop tardif pour empêcher des entrées massives de capitaux volatiles, dues non seulement à la hausse de la demande de monnaie tchèque, mais aussi à l'augmentation des emprunts effectués par les Tchèques pour financer leurs dépenses. Ayant ainsi rendu leur économie plus vulnérable au « sentiment » des opérateurs étrangers, les autorités tchèques n'ont ensuite pas réussi à obtenir les deux principaux résultats qui auraient pu maintenir la confiance des opérateurs internationaux. L'ajustement structurel s'est enlisé, ce qui a conduit le marché



à réévaluer le taux de change réel soutenable. Dans ce contexte, seule une contraction budgétaire considérable (un excédent budgétaire considérable) aurait pu permettre le maintien de la parité initiale. La crise a facilité l'ajustement budgétaire, ce qui est une des raisons pour lesquelles la dépréciation *ex post* de la couronne n'a pas été plus forte. Le régime monétaire tchèque actuel, avec ses taux de change administrés et sa cible d'inflation intérieure, est maintenant mieux adapté. Dorénavant, de mauvais résultats devront être directement attribués à d'autres causes.

Depuis l'effort de redressement opéré en 1995 à la suite d'une période d'austérité budgétaire, la Hongrie a mis en place une stratégie monétaire excluant à plusieurs reprises, au moins officiellement, la sortie de la bande de fluctuation étroite. L'accent a surtout été mis sur le ralentissement progressif du taux de glissement et sa coordination avec la trajectoire-cible d'inflation intérieure et le niveau de compétitivité que la Hongrie peut durablement atteindre. Cette stratégie permet d'éviter l'une des causes de la crise tchèque, mais ne tient pas compte de l'autre. Elle permet d'éviter une crise de compétitivité susceptible d'être anticipée, mais laisse l'économie vulnérable aux mouvements de capitaux. Le taux de change du forint s'est souvent trouvé aux bornes de la bande de fluctuation, le plus souvent à la limite supérieure, mais aussi parfois à la limite inférieure. De ce fait, la Banque nationale de Hongrie a souvent dû recourir aux stérilisations massives qui étaient fréquentes à Prague avant 1997.

La bande de fluctuation est trop étroite et les tous nouveaux progrès de l'économie hongroise ne feront qu'exacerber le problème. On aurait tort d'être rassuré par l'issue des crises passées. Les événements de septembre 1998, mais aussi ceux de la crise brésilienne, montrent que les marchés financiers sont conscients des dommages que pourraient causer les mesures prises pour défendre la bande de fluctuation si une autre crise grave devait éclater. Ce risque doit continuellement être répercuté sur les prix, même quand la crise n'est pas immédiatement apparente. Les amortisseurs de la Hongrie sont mal placés.

Parmi les trois pays qui ont été examinés, c'est la Pologne qui a réussi la stratégie de sortie la plus ordonnée, combinant le resserrement régulier du taux de glissement et l'élargissement séquentiel de la bande de fluctuation lorsque le zloty s'est apprécié sous la pression des entrées de capitaux. La politique de taux de change n'est pas la seule raison, ni même la principale raison, du succès polonais. Cependant, le régime monétaire et de taux de change n'a pas été un obstacle à la croissance soutenue de la production que la Pologne a réussi à obtenir. Et c'est bien ainsi qu'il faut considérer les choses. L'objet de la politique macro-économique est de promouvoir un climat dans lequel l'ajustement structurel peut s'opérer et dans lequel les hommes politiques peuvent

adopter une perspective à long terme. De bonnes politiques macro-économiques sont tout autant la conséquence de la stabilité politique que sa cause. Ne pas concevoir une stratégie de sortie ordonnée augmente la probabilité de crise et d'incertitude politique, compromettant ainsi les chances d'une bonne poursuite de la transition.

Mais il est vrai aussi que les tensions qui ont été décrites ci-dessus entre le rôle que doit jouer la politique monétaire à l'intérieur et à l'extérieur auraient été moins aiguës si des contrôles de mouvements de capitaux efficaces avaient été maintenus plus longtemps. Cela pose la question de savoir si le compte de capital a été libéralisé trop tôt, ou encore si cette libéralisation précoce était inévitable dans les petits pays d'Europe Centrale qui sont déterminés à accéder au Marché unique et à devenir membres de l'Union européenne.

En Europe Occidentale même, par exemple au cours des premières années de fonctionnement du Système monétaire européen, le contrôle des capitaux était considéré comme un instrument offrant une certaine marge de manœuvre en cas de crise plutôt qu'un instrument conférant une indépendance monétaire permanente aux pays poursuivant des objectifs en matière de taux de change. En Europe Centrale, le maintien du contrôle des mouvements de capitaux aurait pu remplir la même fonction. Et l'analyse que nous avons faite de la situation en Hongrie montre bien que les contrôles avaient assuré une certaine protection en temps de crise, en tout cas pour défendre la bande de fluctuation du change, mais sans empêcher la transmission des chocs aux marchés d'actifs nationaux.

Puisque la Hongrie est nettement en tête du peloton, tant en ce qui concerne l'adhésion probable à l'Union européenne que la mise en œuvre de réformes structurelles plus profondes, il est difficile d'avancer qu'il aurait été impossible aux ambitieuses économies en transition d'Europe Centrale de maintenir un peu plus longtemps certains contrôles des capitaux. C'est donc par choix que la Pologne et la République tchèque ont abandonné le contrôle des capitaux. Alors que la Pologne a connu une forte croissance pendant une grande partie des années 1990, l'ouverture de la République tchèque aux marchés financiers mondiaux n'a guère contribué à promouvoir l'ajustement structurel rapide du pays. Le contrôle des mouvements de capitaux n'a jamais été une panacée, ce qui n'est pas pour surprendre : le thème récurrent de notre analyse est que la réussite de la transition est le résultat de la mise en œuvre d'un ensemble de mesures cohérentes et non d'un tour de magie.



NOTES

1. On trouvera une théorie du taux de change réel dans les économies en transition dans Grafe and Wyplosz (1997).
2. Des estimations faites alors par la Banque nationale tchèque évaluent ces engagements budgétaires à environ 2 % du PIB (Begg, 1998).
3. L'OCDE (1998b) relève que la trajectoire du solde actualisé des administrations publiques s'est très peu modifiée, mais relève également que la croissance de la production a considérablement chuté. Le budget structurel s'est donc considérablement amélioré.

BIBLIOGRAPHIE

- BEGG D. (1996). « Monetary policy in transition economies, » *Document de travail* du FMI.
- BEGG D. (1998). « Pegging out: lessons from the Czech exchange rate crisis. » *Journal of Comparative Economics*.
- BEGG D. et C. WYPLOSZ (1998). « Does it help to crawl? Recent lessons from Hungary », Banque Nationale de Hongrie.
- BEGG D., L. HALPERN et C. WYPLOSZ (1999). « Monetary and Exchange Rate Policies, EMU and Central and Eastern Europe », Economic Policy Initiative Forum Report N° 5, CEPR. London.
- BERNANKE B. et I. MIHOV (1996). « What does the Bundesbank target », NBER *Working Paper* 5764.
- BRUNO M (1993). « Stabilisation in Eastern Europe », dans M. Bruno: *Crisis, stabilisation and economic reform: therapy by consensus*, Oxford University Press, Oxford.
- CALVO G., G. KAMINSKY et L. LEIDERMAN, (1993) « Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors, » *Document de travail* du FMI.
- CLARIDA R., J. GALI et M. GERTLER (1998). « Monetary policy rules in practice. Some International Evidence », *European Economic Review* 42 (1998).
- KAMINSKY G., J. LIZONDO et C. REINHART (1997) « Leading indicators of currency crises, » non publié, Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve Fédérale, Washington, DC.
- EICHENGREEN B. et P. MASSON (1998) « Exit strategies: policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility », Etude spéciale 168, FMI, Washington, DC.
- EICHENGREEN B. (1999) *Towards a New International Financial Architecture*, Institute for International Economics Washington, DC.
- FISCHER S., R. SAHAY et C. VEGH (1996a). « Economies in transition: the beginnings of growth », *American Economic Review*, Papers and Proceedings.
- FISCHER S., R. SAHAY et C. VEGH (1996b). « Stabilization and growth in transition economies: the early experience », *Journal of Economic Perspectives*.
- FRANKEL J. et A. ROSE (1996). « Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment, » *Journal of International Economics* 41, p. 351-66.
- GRAFE C. et C. WYPLOSZ (1997) « The real exchange rate in transition economies », communication présentée à la troisième conférence de Dubrovnik sur les économies en transition à Dubrovnik, Croatie, du 25 au 28 juin 1997.
- HALPERN L., et WYPLOSZ C., (1996). « Equilibrium exchange rates in transition » *Document de travail* du FMI.
- OCDE (1998). *Études de pays 1997-98*, Pologne, OCDE Paris.



WYPLOSZ C. (1999) « Ten years of transformation: macroeconomic lessons », communication présentée lors de la conférence annuelle de la Banque mondiale sur l'économie du développement, Washington, DC, 28 au 30 avril 1999.

