



**HAL**  
open science

# Libéralisation commerciale et politique de change : possibilités et contraintes dans une petite économie ouverte : le cas de la Hongrie

Kolozsi Pal Peter

► **To cite this version:**

Kolozsi Pal Peter. Libéralisation commerciale et politique de change : possibilités et contraintes dans une petite économie ouverte : le cas de la Hongrie. Sciences de l'Homme et Société. Institut d'études politiques de Paris - Science Po, 2011. Français. NNT : 2011IEPP0011 . tel-04052596

**HAL Id: tel-04052596**

**<https://sciencespo.hal.science/tel-04052596>**

Submitted on 30 Mar 2023

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0  
International License

**Institut d'Etudes Politiques de Paris**  
**ECOLE DOCTORALE DE SCIENCES PO**

**Programme doctoral Relations économiques internationales**

**Groupe d'Économie Mondiale**

**Doctorat en Sciences économiques**

**Libéralisation commerciale et politique de  
change : possibilités et contraintes dans une  
petite économie ouverte – le cas de la Hongrie**

**Pál Péter Kolozsi**

*Thèse dirigée par Patrick Messerlin (Institut d'Études Politiques de Paris)*

Soutenue le 9 mai 2011

**Jury :**

**M. Patrick MESSERLIN**, Professeur des Universités, Institut d'Études  
Politiques de Paris

**M. Gusztáv BÁGER**, Professor of Economics at the Pázmány Péter Catholic  
University (Hungary) and Senior Adviser to the President of the State Audit  
Office of Hungary (rapporteur)

**M. Michel CARMONA**, Professeur des Universités, Université Paris-  
Sorbonne (rapporteur)

## Remerciements

*Je remercie Monsieur le Professeur Patrick Messerlin pour son soutien et pour son travail qui m'ont permis de réaliser ma thèse.*

*Mes remerciements vont également à Monsieur István Farkas qui m'a guidé pendant de nombreuses années au cours de mes études. Ses remarques et conseils précieux ont contribué à former ma manière de penser.*

*Je souhaite enfin exprimer ma profonde gratitude pour l'assistance morale et l'attention portées par mes proches à mes travaux pendant ces années de doctorat.*

# Table des matières

<b>REMERCIEMENTS.....</b>	<b>2</b>
<b>TABLE DES MATIERES .....</b>	<b>3</b>
<b>TABLE DES FIGURES.....</b>	<b>6</b>
LES DIAGRAMMES .....	6
LES GRAPHIQUES .....	6
LES FIGURES DU MODELE DI.....	7
LES TABLEAUX .....	7
<b>RESUME DE LA THESE .....</b>	<b>9</b>
<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>12</b>
<b>L'APPROCHE INSTITUTIONNELLE : INTEGRER L'ENVIRONNEMENT SOCIO- POLITIQUE AUX SCIENCES ECONOMIQUES.....</b>	<b>14</b>
L'APPARITION DE L'INSTITUTIONNALISME AMERICAIN .....	15
LA NOUVELLE ECONOMIE INSTITUTIONNELLE : LA RECONCILIATION DE L'ECOLE-NEOCLASSIQUE ET DES INSTITUTIONS .....	21
LA POLITIQUE ECONOMIQUE DU POINT DE VUE DE L'APPROCHE INSTITUTIONNELLE .....	29
L'APPROCHE INSTITUTIONNELLE ET LES CADRES DE LA POLITIQUE ECONOMIQUE .....	30
Les coûts de transaction .....	30
<i>Le théorème de Coase</i> .....	32
<i>La rationalité limitée</i> .....	33
ARRANGEMENTS ET ENVIRONNEMENT INSTITUTIONNEL .....	35
LA PERFORMANCE DES ECONOMIES ET LA FORMATION DES INSTITUTIONS .....	38
LES INSTITUTIONS NECESSAIRES POUR LE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE .....	41
<b>RESUME DU CHAPITRE.....</b>	<b>48</b>
<b>POLITIQUE MACROECONOMIQUE ET RELATIONS COMMERCIALES – L'IMPORTANCE DES INSTITUTIONS.....</b>	<b>50</b>
L'EFFET DES INSTITUTIONS SUR LE COMMERCE .....	50
<i>L'acceptation sociale pendant la phase d'ajustement.....</i>	52
<i>L'acceptation sociale d'un régime commercial ouvert .....</i>	54
<b>L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE ET LE COMMERCE .....</b>	<b>56</b>
CROISSANCE ECONOMIQUE ET COMMERCE .....	56
INFLATION ET COMMERCE .....	58
POLITIQUE MACROECONOMIQUE ET POLITIQUE COMMERCIALE .....	59
L'importance de la politique fiscale .....	63
L'importance de la politique des revenus.....	65
L'importance de la politique de crédit.....	67
L'importance de la balance des paiements et de la crédibilité de la politique économique .....	69
<b>RESUME DU CHAPITRE.....</b>	<b>71</b>
<b>LA POLITIQUE DE CHANGE ET LE COMMERCE.....</b>	<b>73</b>

<b>LA POLITIQUE MONETAIRE ET DE CHANGE: « UNE INSTITUTION » DE STABILITE COMPLEXE .....</b>	<b>73</b>
LA PROBLEMATIQUE DE LA STABILITE ECONOMIQUE ET POLITIQUE.....	74
LA TRANSMISSION MONETAIRE – L’IMPORTANCE DU CANAL DE TAUX DE CHANGE DANS LES PETITES ECONOMIES OUVERTES .....	77
POLITIQUE DE CHANGE ET COMPETITIVITE INTERNATIONALE .....	82
Les accords commerciaux et la politique de change .....	86
<b>DEFICIT EXTERIEUR ET POLITIQUE DE CHANGE.....</b>	<b>90</b>
LA STRUCTURE ET LE TIMING DES REFORMES .....	95
<b>RESUME DU CHAPITRE.....</b>	<b>101</b>

**MANIPULATION DU TAUX DE CHANGE : PROTECTIONNISME MONETAIRE ET POLITIQUE DE SUREVALUATION..... 103**

<b>PROTECTIONNISME MONETAIRE.....</b>	<b>106</b>
LES COUTS DE LA PROTECTION PAR LE CHANGE .....	109
PROTECTIONNISME MONETAIRE ET ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE .....	114
<b>POLITIQUE DE SUREVALUATION .....</b>	<b>119</b>
LES CONSEQUENCES DE LA SUREVALUATION DE LA MONNAIE .....	121
<b>LIBERALISATION COMMERCIALE ET POLITIQUE DE CHANGE « OPTIMALE ».....</b>	<b>124</b>
<b>LA MODIFICATION DU TAUX DE CHANGE ET LE COMMERCE : LES FACTEURS ESSENTIELS.....</b>	<b>126</b>
LES EFFETS ECONOMIQUES, L’ASPECT INSTITUTIONNEL ET LES CONTRAINTES PROVENANT DES RELATIONS COMMERCIALES .....	131
<b>RESUME DU CHAPITRE.....</b>	<b>136</b>

**LE MODELE DU DEFICIT-INFLATION: LES CONTRAINTES DE LA POLITIQUE DE CHANGE PROVENANT DU COMMERCE ..... 138**

<b>DEFICIT COMMERCIAL ET INFLATION : LE MODELE .....</b>	<b>138</b>
L’INTEGRATION DES ELEMENTS INSTITUTIONNELS DANS LE MODELE .....	143
1. La contrainte provenant des firmes exportatrices domestiques .....	144
2. La contrainte provenant des investisseurs internationaux .....	149
3. La contrainte provenant de l’endettement en devise étrangère .....	150
4. La contrainte provenant des ménages sensibles à l’inflation .....	154
<b>LE MODELE DI A LONG TERME .....</b>	<b>155</b>
LES EFFETS A LONG TERME DE LA POLITIQUE DE SUREVALUATION.....	156
LES EFFETS A LONG TERME DU PROTECTIONNISME MONETAIRE.....	158
LA POLITIQUE DE CHANGE OPTIMALE ET LA LIBERALISATION COMMERCIALE.....	160
<b>RESUME DU CHAPITRE.....</b>	<b>162</b>

**LES EXPERIENCES DU VINGT ANS DE TRANSITION : L’EXEMPLE DE LA HONGRIE ..... 164**

<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>164</b>
<b>L’HERITAGE ECONOMIQUE DES DECENNIES SOCIALISTES.....</b>	<b>166</b>
<b>LES DEVALUATIONS DE LA PREMIERE PHASE DE LA TRANSITION (1989–1994).....</b>	<b>172</b>
L’EVOLUTION DE LA VIE POLITIQUE .....	173
Régime de change: un choix difficile.....	176
Nouvelle loi sur la banque centrale .....	180
POLITIQUE DE CHANGE ET L’ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE .....	182
LA MODELISATION DES DEVALUATIONS DE LA PERIODE 1989-1994 .....	187
Les défis du changement de régime .....	187
La période 1989-1994 au modèle DI.....	190

<b>LA PERIODE DE LA STABILISATION ET DE LA PARITE GLISSANTE (1995-2000)</b> .....	<b>195</b>
L'EVOLUTION DE LA VIE POLITIQUE.....	195
L'ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE DU REGIME DE CHANGE A LA PARITE GLISSANTE.....	201
Les caractéristiques du nouveau régime de change.....	201
Les résultats de la stabilisation de 1995.....	206
LE REGIME DE CHANGE A LA PARITE GLISSANTE AU MODELE DI.....	221
La période 1995-2001 au modèle DI.....	224
<b>LA PERIODE DU CIBLAGE DE L'INFLATION (2001-2009)</b> .....	<b>230</b>
L'évolution de la vie politique.....	230
L'ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE PENDANT LES ANNEES DE SUREVALUATION.....	240
LE SYSTEME DU CIBLAGE DE L'INFLATION AU MODELE DI.....	250
La période 2001-2009 au modèle DI.....	254
<b>RESUME DU CHAPITRE</b> .....	<b>261</b>
<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....	<b>264</b>
<b>ANNEXE</b> .....	<b>276</b>
L'APPROCHE D'ELASTICITE.....	277
L'APPROCHE D'ABSORPTION.....	281
L'APPROCHE MONETARISTE.....	284
LE MODELE IS/LM/BP DE MUNDELL-FLEMING.....	287
LE MODELE DE SURAJUSTEMENT DE DORNBUSCH.....	298
L'EFFET DE BALASSA-SAMUELSON.....	304
LE MODELE DE L'INDEPENDANCE DES BANQUES CENTRALES.....	307
LES STATISTIQUES UTILISEES DANS LE MODELE DI (CAS DE LA HONGRIE).....	316
<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	<b>321</b>

# Table des Figures

## Les diagrammes

1. La politique économique du point de vue de l'approche institutionnelle .....	34
2. Les niveaux de l'analyse social de Williamson .....	37
3. Les canaux de la transmission monétaire .....	81
4. Le modèle de la balance extérieure de Dornbusch.....	91
5. Le Diagramme de Salter-Pearce : la politique de sous-évaluation.....	110
6. Le Diagramme de Salter-Pearce : la politique de surévaluation .....	122
7. Politique monétaire et commerce – les effets économiques .....	133
8. Politique monétaire et commerce – l'aspect institutionnel .....	135
9. Politique monétaire et commerce – les effets économiques, l'aspect institutionnel et les contraintes provenant des relations commerciales .....	136
10. La fonction de perte des autorités et la droite de contrainte.....	140
11. La droite « inflation-taux de change » .....	141
12. Le fonctionnement du modèle DI avec un environnement économique stable .....	142
13. Taux de change, inflation et déficit commercial d'équilibre .....	146
14. La politique de désinflation exagérée – les effets à court terme .....	146
15. La politique de désinflation exagérée – les effets à moyen terme .....	147
16. Appréciation et « l'intervention » des firmes domestiques.....	148
17. Le déficit commercial « critique » .....	150
18. Les problèmes d'ajustement liés à l'endettement en devise étrangère.....	152
19. Les problèmes liés à l'endettement en devise étrangère des agents domestiques.....	153
20. Les 4 contraintes institutionnelles du modèle DI .....	155
21. Surévaluation persistante de la monnaie .....	157
22. Surévaluation persistante de la monnaie et désinflation exagérée .....	158
23. Inflation surprise et ses effets à long terme.....	158
24. Libéralisation commerciale et politique de change.....	161
25. Perte des marchés et libération des prix .....	188
26. Les contraintes de déficit et d'inflation.....	189
27. La première phase de la transition économique en Hongrie .....	190
28. La restriction des possibilités des autorités hongroises.....	191
29. L'aggravation de la situation économique en 1994 .....	192
30. Les deux défis de la phase d'ajustement .....	222
31. Le régime de change à la parité glissante.....	224
32. Les effets à court terme de la stabilisation de 1995 .....	225
33. Les effets à long terme de la stabilisation de 1995 .....	225
34. La structure de la politique de stabilisation de 1995 .....	226
35. La hiérarchie des objectifs monétaires entre 1995 et 2001 et après 2001 .....	235
36. Le ciblage de l'inflation avec la dominance des firmes multinationales et la résistance des firmes domestiques.....	253

## Les graphiques

1. Graphique - Les dévaluations du Forint (1982-1995).....	180
2. Graphique - Taux de change réels (1989-1995).....	185
3. Graphique - Finances publiques et croissance économique (1995-2001).....	209

4. Graphique - Inflation (1995-2001).....	209
5. Graphique -Taux de change réels (1995-2000).....	212
6. Graphique - Taux de change nominal et coûts de travail (1995-2000).....	213
7. Graphique - Taux de change réel ULC (1995-2000).....	214
8. Graphique - Ciblage de l'inflation en Hongrie (2001-2009).....	241
9. Graphique - Taux de change, l'objectif de change et les taux d'intérêt (2001-2003).....	242
10. Graphique - Taux de change nominal et la bande d'intervention (2000-2009).....	244
11. Graphique - L'inflation et l'indice des prix régulés (2001-2009).....	247
12. Graphique - L'endettement des ménages (1995-2009).....	260

### **Les figures du modèle DI**

1. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (1989 –1994).....	193
2. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (mars 1995 – aout 1996).....	227
3. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (septembre 1996 –1997).....	228
4. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (1998 – 2000).....	228
5. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (mars 1995 – 2000).....	229
6. Figure - La politique de désinflation par le change.....	252
7. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (2001 – 2002).....	255
8. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (2003).....	256
9. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (2004-2009).....	256

### **Les tableaux**

1. Tableau - La balance des paiements en devise convertible.....	169
2. Tableau - Les taux de change réels du forint*.....	170
3. Tableau - Balance des paiements courants (1987-1994).....	182
4. Tableau - Les finances publiques de la Hongrie (1991-1994).....	186
5. Tableau - Dévaluation et inflation en Hongrie 1995-2000.....	213
6. Tableau - Balance des paiements courants et son financement entre 1995 et 2000.....	221



## Résumé de la thèse

La thèse s'articule autour de deux idées maitresses : les institutions sont des facteurs fondamentaux conditionnant le succès de la politique économique pendant toutes les phases de la libéralisation commerciale ; la politique monétaire peut être considérée comme un des facteurs-clés de ce point de vue.

Il est possible de déterminer une politique monétaire optimale pour atteindre la libéralisation commerciale. Mais comme la politique monétaire doit prendre en considération d'autres objectifs, considérés en général comme plus importants, la politique monétaire est rarement optimale du point de vue du commerce. En même temps la politique monétaire ne prenant pas du tout en considérations les conséquences commerciales – donc par exemple une politique monétaire ne se focalisant que sur le niveau général des prix – n'est pas soutenable, soit à cause des conséquences macroéconomiques, soit à cause de déséquilibres politiques.

En ce qui concerne les conséquences macroéconomiques, une politique monétaire de désinflation peut servir les intérêts de l'économie nationale à long terme en rendant l'environnement économique plus stable et plus prévisible. Mais à court terme elle cause la hausse du déficit commercial qui peut même atteindre un niveau infinançable, rendant la politique insoutenable. Au niveau politique, une telle politique peut causer un déséquilibre important, car si la désinflation est soutenue par l'appréciation de la monnaie, certains secteurs de l'économie nationale peuvent subir des pertes à cause de la dégradation de la compétitivité internationale. Si ces secteurs forment un groupe d'intérêt influent, la politique monétaire de désinflation ne sera pas soutenable car, sous la pression des secteurs perdants, la politique monétaire changera de direction.

L'argumentation de la thèse s'appuie d'abord sur un modèle théorique liant balance commerciale, niveau d'inflation et taux de change. Ce modèle démontre les contraintes commerciales de la politique monétaire, en modélisant en même temps les conséquences macroéconomiques et politiques. La politique monétaire doit être poursuivie en prenant compte des limites définies par l'inflation et le déficit commercial car elles représentent des facteurs importants en ce qui concerne la détermination des pertes et des gains provenant des changements de l'environnement économique. Pour cette raison, la politique monétaire soutenable est une politique n'entraînant pas une hausse de l'inflation au dessus d'un niveau

considéré comme soutenable par les agents économiques concernés (essentiellement les ménages). Le déficit commercial doit aussi rester en dessous d'un niveau considéré comme soutenable par les agents économiques concernés, essentiellement les investisseurs étrangers.

Ce modèle est appliqué à la Hongrie après le changement de régime politique et économique en 1989. Les expériences hongroises soutiennent les conclusions fondamentales du modèle, notamment qu'une politique monétaire et de change mal définie du point de vue des effets commerciaux ne peut pas être soutenable. L'histoire économique de la Hongrie entre 1989 et 2009 donne l'exemple de la non-soutenabilité de la politique monétaire à cause de ses effets sur le déficit commercial, comme du déséquilibre politique en résultant.

Le chapitre 1 décrit le développement de l'institutionnalisme qui met au centre de l'analyse économique le rôle des institutions et des organisations. Il présente l'économie institutionnelle comme une nouvelle approche des sciences économiques, complétant la théorie néoclassique. Le chapitre 2 esquisse l'importance de la politique monétaire en tant qu'institution du point de vue de la libéralisation commerciale, démontre les caractéristiques de la politique monétaire optimale et explique pourquoi une telle politique est difficilement à mener. Le chapitre 3 présente la relation entre politique de change et commerce, les contraintes provenant des relations commerciales en mettant l'accent sur les risques de la politique de surévaluation. Le chapitre 4 esquisse le fonctionnement des politiques de manipulation du taux de change. Le chapitre 5 présente le modèle de déficit-inflation. Enfin, le chapitre 6 présente les expériences de la Hongrie soulignant que la politique monétaire ne s'occupant que de la désinflation ne peut que faire faillite, et que la théorie de l'indépendance de la banque centrale présente des risques pour les pays en transition.

En Hongrie, les vingt premières années de la transition économique donnent l'exemple des deux sortes de la non-soutenabilité de la politique monétaire. En 1995, la politique monétaire et toute la politique économique du pays a été rejetée à cause de la détérioration du déficit commercial et extérieur qui a été considéré insoutenable par les investisseurs étrangers. Quant en 2003, ce sont les exportateurs influents du pays qui ont rejeté la politique de surévaluation visant la baisse de l'inflation. En 2008-2009, la non-soutenabilité de la politique monétaire a été la conséquence de la crise financière globale, ce qui a pris la forme d'une détérioration massive des anticipations sur le marché des crédits.

Classification JEL : E02, E52, F13, F31, F32, F41, P33, P48

Mots-clés : économie institutionnelle, libéralisation commerciale, politique de change, politique commerciale, transition économique

## Introduction

*« The right level of the exchange rate is, perhaps, the most crucial decision in an open economy because it has visible impact on income distribution. (...) A wrong exchange rate policy is expensive. »*

*Rudiger Dornbusch*

Selon la théorie économique, la libéralisation des relations commerciales est avantageuse pour toutes les parties concernées car la suppression des obstacles artificiels aux échanges rend possible - ou au moins facilite - l'allocation optimale des ressources. Cela signifie que même les pays ayant des caractéristiques économiques peu favorables sont capables de profiter de l'ouverture des frontières – cette idée est connue depuis plus de deux siècles.

La théorie est donc claire. Mais nombreux sont ceux qui demeurent opposés à la libéralisation commerciale. Si on suppose que les agents économiques sont rationnels dans le sens où ils veulent atteindre leurs objectifs avec le moins de ressources dépensées, que donc leur objectif est l'augmentation de leur bien-être, il est pour le moins étrange alors qu'ils demeurent opposés au processus de libéralisation.

Le fait qu'un grand nombre d'entre nous demeurent opposés à la libéralisation peut donc signifier soit que les gens ne connaissent pas leurs objectifs, soit qu'ils n'anticipent pas les conséquences de la libéralisation, soit qu'ils ne sont pas rationnels, soit que les modèles démontrant le libre-échange sont mal construits. Si on suppose que toutes ces possibilités sont fausses, il doit y avoir des autres explications provenant des hypothèses de base des modèles - par exemple de l'hypothèse supposant que l'ouverture des frontières a toujours les mêmes conséquences dans n'importe quelle communauté, ou que les agents prenant des décisions agissent en suivant les intérêts de la communauté au lieu de leurs intérêts personnels. En fait, la théorie du commerce international donne une réponse à la question mentionnée ci-dessus. Selon le théorème de Stolper-Samuelson, les différentes décisions de la politique commerciale

ont des conséquences différentes, voire opposées, sur les facteurs de production (travail et capital). Ainsi la libéralisation – même si elle augmente le bien-être général – peut agir contre les intérêts particuliers de certains, ce qui explique les conflits entre facteurs de production.

L'hypothèse de base des modèles canonique (néo)classique dit que l'environnement dans lequel les décisions de la politique économique sont prises est le même partout et toujours. Il ne faut pas prendre en considération les conditions politiques, morales, mentales, juridiques ou sociales, car ou elles sont les mêmes, ou elles n'ont pas d'importance en ce qui concerne les résultats des actions des agents économiques.

Contrairement à cette approche, je pose que les conditions provenant de l'environnement peuvent être importantes car ce sont elles qui déterminent comment les différentes mesures de la politique économique peuvent agir, quelles conséquences elles peuvent avoir et quels seront les résultats de ces actions. L'environnement institutionnel est très complexe. Et même si on accepte que les institutions sont importantes – selon le mot de Douglas North « Institutions matter » – il faut cependant accepter que la modélisation des tous les facteurs institutionnels est quasi impossible. Le modèle de l'approche institutionnelle aurait tant de variables et tant de variations possibles que cela rendrait impossible l'utilisation d'un tel modèle

Pour des raisons de simplicité, j'ai donc choisi une tranche relativement petite et spécifique des institutions économiques et les possibilités et contraintes représentées par elles. Mes recherches ont porté sur l'interaction entre politique monétaire, plus précisément politique de change, et relations commerciales. Et j'ai analysé le cas d'une petite économie ouverte, celui de la Hongrie.

J'ai analysé comment la politique monétaire « optimale » du point de vue du commerce doit être conçue, et pourquoi une telle politique est difficilement réalisable. Et j'ai modélisé les contraintes provenant des relations commerciales qui limitent les possibilités de la politique monétaire. Après la modélisation théorique, j'ai analysé l'histoire économique de la Hongrie après le changement de régime car elle donne des exemples très concrets des risques provenant de l'environnement juridique, politique et institutionnelle d'un pays.

## **L'approche institutionnelle : intégrer l'environnement socio-politique aux sciences économiques**

Il peut nous sembler évident que l'environnement juridique, sociologique, politique ou même mental donc l'ensemble des éléments encadrant l'activité économique d'une communauté a des effets sur les possibilités d'application des mesures de la politique économique, mais au niveau des sciences économiques cette constatation n'a pas toujours été si évidente. Cela ne veut pas nécessairement dire que les économistes ne considéraient pas importantes les conditions provenant de l'environnement mais en ce qui concerne la formalisation des modèles économiques ces facteurs ont été supposés identiques ou sans importance.

*« Depuis la publication de la Richesse des Nations, la plus importante activité des économistes a été de compléter le travail d'Adam Smith et de formaliser sa proposition. Les experts se sont concentrés sur la question de la détermination des prix, ce qui a résulté la négligence des autres aspects du système économique, et essentiellement de tout ce qui se passe entre l'acquisition des facteurs de production et la vente des biens produits par ces facteurs »*

*Ronald Coase<sup>1</sup>*

La naissance d'une nouvelle approche appelée institutionnelle n'était pas facile car n'importe quelle approche des sciences sociales ou économiques s'occupent au moins en partie des contraintes rencontrées par les agents économiques – que ce soit le comportement des autres agents économiques ou l'existence ou la non-existence de certaines règles. La nouvelle approche a supposé la reconnaissance d'une part de l'importance particulière des institutions provenant de la différence de l'environnement institutionnel dans les sociétés différentes et d'autre part du fait que les institutions peuvent prendre des formes très différentes. Ce deuxième point veut dire que les économistes devaient réaliser que l'environnement défini au sens large du mot détermine très fortement les conséquences des actions des agents économiques donc si on veut comprendre le fonctionnement du système économique et social, il faut prendre en considération le plus de facteurs influents possibles. Bien-sur, une telle

---

<sup>1</sup> Ronald COASE: Nobel prize lecture. The institutional structure of production

approche a ses difficultés, notamment parce qu'il n'est pas possible d'intégrer tous les facteurs de l'environnement aux modèles économiques sans mettre en danger la simplicité nécessaire des modèles, et de plus il y a des facteurs très difficilement quantifiables aussi.

## SECTION 1

### ***L'apparition de l'institutionnalisme américain<sup>2</sup>***

L'expression « institution » a été introduit à la terminologie des sciences économiques au début du vingtième siècle par les travaux de Thorstein Veblen<sup>3</sup>, bien que le premier œuvre scientifique important ayant cette expression dans son titre ait été « The institutional approach to economic theory » de Walton Hamilton en 1919<sup>4</sup>, une étude écrite à une conférence organisée par « The American Economic Association ».

Veblen était un économiste qui a retrouvé le concept des institutions en essayant d'éclairer pourquoi les sciences économiques ne sont pas des sciences évolutionnaires. Veblen a focalisé son attention sur le comportement économique, et il a conclu que ce comportement a été déterminé en grande partie par les institutions sociales, les aptitudes humaines et les circonstances environnementales.

Aux années 1930 il y avait déjà certains économistes<sup>5</sup> qui se sont classifiés en tant qu'économistes institutionnels, mais ce statut n'a pas été accepté par tout le monde. Paul T. Homan, un représentant prestigieux des économistes ne reconnaissant pas l'indépendance scientifique de cette nouvelle approche<sup>6</sup> a souligné que la place de l'école institutionnelle au sein des sciences économiques doit être déterminée par la capacité de la procédure développée en ce qui concerne l'analyse et l'interprétation des phénomènes socio-économiques de la vie

---

<sup>2</sup> L'expression « ancienne économie institutionnelle » (old institutional economics), ou « économie institutionnelle américaine », ou « économie institutionnelle originale » est utilisée pour la même approche.

<sup>3</sup> Paul HOMAN: An Appraisal of Institutional Economics, p.10.

<sup>4</sup> Walton HAMILTON : The Institutional Approach to Economic Theory, p. 309.

<sup>5</sup> Selon l'opinion conventionnelle l'institutionnalisme américain a été fondé par Veblen, Mitchell et Commons, mais en parlant des pères fondateurs il faut sans doute mentionner le nom de Walston Hamilton, de Walter Stewart et de John M. Clark aussi.

<sup>6</sup> L'économie institutionnelle est considérée maintenant comme une approche scientifique indépendante par la majorité des économistes, mais cela n'a pas toujours été le cas. Aux premières années de l'introduction de l'expression « institution » au domaine des sciences économiques les experts ont eu un débat très sérieux concernant l'indépendance de cette école scientifique, et de nombreux économistes ont contesté cette indépendance vis-à-vis l'approche classique et néoclassique.

moderne, et selon lui, cette capacité était insuffisante à cette époque-là.<sup>7</sup> Selon les arguments de Homan, si l'économie institutionnelle consiste la description des institutions économiques et l'analyse de leur fonctionnement, cela veut dire que tous les économistes classiques peuvent être considérés comme des économistes institutionnels, et de plus les économistes se disant institutionnalistes ne donnent pas, eux non-plus, de définition exacte en ce qui concerne cette nouvelle école de pensée et d'approche scientifique. Donc selon Homan la controverse et la séparation de l'économie institutionnelle et de l'économie néoclassique est obsolète et irréaliste, ce qui donne que « l'économie institutionnelle est une fiction intellectuelle »<sup>8</sup>.

Même si Homan s'est exprimé d'une façon nette et sans ambiguïté concernant l'indépendance scientifique de cette nouvelle école, il a reconnu la possibilité de ne pas avoir reconnu, à cause de « ses limites intellectuelles », les points communs de ses collègues se considérant des économistes institutionnels. Le problème a résidé dans le fait que Homan voulait différencier l'économie institutionnelle à l'économie néoclassique de telle façon qu'il voulait trouver deux théories systématiques différentes - et comme il n'en a pas trouvé, il a conclu que les deux théories étaient essentiellement les mêmes. Ce que Homan ne voulait pas, ou ne pouvait pas prendre en considération était que pour pouvoir parler de l'économie institutionnelle en tant qu'une nouvelle approche scientifique, il ne faut pas nécessairement qu'elle contredise les bases des modèles néoclassiques, car il est aussi possible que l'approche institutionnelle soit un supplément des écoles précédentes<sup>9</sup>.

C'était John R. Commons qui a réalisé pour la première fois que la difficulté concernant la définition de l'économie institutionnelle provient des difficultés et des incertitudes liées à la définition des institutions mêmes<sup>10</sup>. Commons a reconnu que la notion de l'institution est très complexe, car elle couvre aussi le système des lois que les comportements humains, ce qui veut dire que les institutions peuvent se présenter sous différentes formes. La définition de Commons reflète cette conception complexe des institutions :

« L'institution est définie comme une action collective de contrôle, de libération et d'expansion de l'action individuelle. »

---

<sup>7</sup> Voir Paul HOMAN: An Appraisal of Institutional Economics.

<sup>8</sup> *Ibidem*

<sup>9</sup> Nathan SILVERSTEIN : Appraisal of Institutional Economics: Comment. The American Economic Review, Vol. 22, No. 2 (Jun., 1932), p. 268

<sup>10</sup> John COMMONS : Institutional Economics. *passim*

Selon Commons la théorie de l'économie institutionnelle est basée sur une certaine corrélation des sciences économiques, des sciences de droit et de l'éthique. La théorie de Commons est un retour à la théorie de David Hume qui n'a pas fait une distinction entre ces trois sciences sociales contrairement à Adam Smith qui a essayé d'isoler les sciences économiques aux autres. Selon Commons l'éthique s'occupe des règles de comportement au cas des conflits d'intérêts, et ces règles sont imposés par les sanctions morales de l'opinion collective, les sciences économiques focalisent leur attention sur les mêmes règles de comportement étant imposés cette fois-ci par les sanctions économiques collectives se réalisant sous la forme de profit et de perte au cas de l'obéissance et de la désobéissance, quant à la jurisprudence, elle s'occupe aussi de ces mêmes règles, mais dans ce cas-là, l'imposition se fait à l'aide des sanctions de violence. L'économie institutionnelle est centrée sur l'efficacité de ces trois sortes de sanctions.

L'action collective de Commons peut prendre la forme de règles formelles et celle des coutumes informelles, et souvent ces derniers peuvent être plus efficaces que les premiers. Les coutumes ont changé avec la modification des conditions de la vie économique, et de nos jours elles sont parfois plus impératives que les décrets d'un dictateur, pendant que les sanctions de profit, de perte et de concurrence sont aussi très puissantes.

Pour Commons les actions individuelles sont avant tout des transactions, et pas des échanges de biens : la transaction est une activité humaine déterminée par la structure des règles de comportement existant, y compris les lois, les obligations et le pouvoir de marchandage des parties participant à la transaction. C'est justement ce changement de point de vue allant des individus et des biens aux transactions et aux règles des actions collectives qui représente la transition de la pensée économique de l'école classique à l'école institutionnelle, car ce changement représente une modification au niveau de l'unité ultime de l'analyse économique. Selon Commons pour les économistes classiques l'unité ultime de l'analyse a été le bien produit et consommé, donc ils se sont occupés de la relation entre les humains et les forces de la nature. Mais pour les économistes institutionnels ce n'est plus le cas, car pour cette nouvelle approche la plus petite unité d'analyse est une unité liée à l'activité humaine, donc à la transaction et aux participants de cette transaction. Cette activité se situe entre la production du bien et de sa consommation, et elle n'est pas l'échange même des biens, mais plutôt l'aliénation ou l'acquisition des droits de propriété et de liberté créés par la société. Ces

droits doivent être négociés entre les parties concernées, car autrement le bien ne peut être ni produit, ni consommé, ni échangé.

Commons distingue trois sortes de transaction : la transaction de marchandage, la transaction de gestion et la transaction de direction. La transaction de marchandage se produit sur le marché quand il s'agit des échanges, les transactions de gestion sont typiques pour les organisations comme les firmes et les entreprises et se réalisent entre deux individus, avec un premier qui donne des ordres, et un deuxième qui doit obéir. Les transactions de direction (*rationing transactions*) sont aussi caractérisées par une relation supérieur-inférieur, mais cette fois-ci, le supérieur est un supérieur collectif.

D'un autre point de vue, l'économie institutionnelle s'occupe des modes de comportement, et comme ces modes de comportements sont ceux des individus participant aux transactions, l'économie institutionnelle doit faire l'analyse du comportement économique des individus. Ce comportement concerne les choix des individus, des choix qui peuvent être volontaires et involontaires, donc imposés par des autres individus ou une action collective aussi. La psychologie des transactions est celle des négociations, car quand il y a une transaction, les participants s'influencent. L'économie institutionnelle n'est pas donc divorcé de l'école classique et psychologique des sciences économiques, mais elle transfère ces théories au futur, quand les biens seront produits, consommés et échangés comme des résultats provenant des transactions du présent.

L'institutionnalisme appelé « américain » est basé sur les concepts de l'apprentissage, de la rationalité limitée et de l'évolution, contrairement aux concepts néoclassiques de la stabilité des préférences, de la rationalité sans limites et de l'équilibre. L'institutionnalisme traditionnel rejette l'idée selon laquelle les institutions ne sont que des goûts, des technologies et des déterminations provenant de la nature, mais souligne que les goûts, les anticipations, les habitudes et les motivations déterminent les institutions mais en même temps ils sont limités et orientés par elles aussi.

Selon les économistes institutionnels il n'est pas possible de séparer le domaine de l'économie et le système socio-politique dans lequel il est intégré car ce dernier détermine en grande partie les « règles du jeu » pour les agents économiques. Cette thèse est fondamentalement opposée à l'approche néoclassique car celle-ci est basée sur la prémisse d'une telle séparation.

On va voir que les néo-institutionnalistes ont réconcilié les bases de l'approche néoclassique et les théories prenant en considération l'importance des institutions concernant la détermination du comportement économique.

Pour les premiers économistes de l'institutionnalisme les institutions ont représenté essentiellement des contraintes pour les actions individuelles ou même des obstacles pour le développement économique et social à cause de l'inertie, donc les institutions n'ont pas été considérées comme des promoteurs du bénéfice social. Veblen avait autant de doute concernant l'efficacité des institutions qu'il a même mis en question la capacité des institutions du monde des affaires de canaliser les activités économiques individuelles de telle façon que ce soit consistant avec les intérêts publics. Pour lui la « main invisible » de la tradition classique n'a fonctionné que pour la production de petite taille, et ne s'appliquait pas du tout au niveau de la production de masse, ce qui a résulté que Veblen voulait suppléer le marché avec des autres formes institutionnelles du « contrôle social » pour le rendre plus efficace<sup>11</sup>.

L'importance de Veblen est aussi évident si on prend en considération que c'était cet économiste norvégien-américain qui a exprimé des critiques assez virulentes concernant la base psychologique de la théorie de l'utilité marginale, donc l'approche hédonistique et rationnelle du comportement humain. Veblen disait que cette approche classique n'était pas réaliste, donc il serait nécessaire de construire une approche alternative de psychologie basée cette fois-ci sur les habitudes et les instincts humains. Ce ne sont pas des formulations spécifiques de Veblen qui ont été révolutionnaires, mais l'idée selon laquelle il est possible de reconstruire les sciences économiques sur les bases de la psychologie moderne.<sup>12</sup> La transformation de la pensée économique aux années 1910-1920 aux universités américaines a été sans doute fondamentalement influencé par Veblen et sa volonté de rendre les sciences économiques une science capable d'évoluer, donc une science évolutionnaire<sup>13</sup>. à part cette approche psychologique une autre caractéristique de l'économie institutionnelle était de s'intéresser aux questions liées à la relation des sciences légales et économiques. Cette tradition institutionnelle avait ses origines dans les œuvres de Hamilton, Commons, J. M. Clark, Robert L. Hale. Les institutionnalistes de cette approche se sont intéressés essentiellement à l'évolution du droit de propriété, le contexte légal des transactions, la

---

<sup>11</sup> Malcolm RUTHERFORD : Institutional Economics: Then and Now.

<sup>12</sup> *Ibidem*

<sup>13</sup> Pour plus de détails de la vie universitaire américaine de l'époque voir la correspondance de Mills, F. C. et de Milton Friedman. MILLS, F. C., FRIEDMAN, Milton : Mills, F. C. to Milton Friedman

régulation, les questions liées à la législation de du travail, le marchandage collectif ou la protection des consommateurs.

Un autre point important est que l'institutionnalisme a renouvelé les sciences économiques avec son approche empirique. Cette nouveauté est apparue sous sa forme la plus évidente dans les articles de Wesley Mitchell qui a réussi à combiner les idées de Veblen concernant les institutions économiques et l'approche quantitative de l'Université de Chicago. Mitchell a commencé sa carrière scientifique avec des recherches concentrées sur le l'examen empirique de l'évolution et du fonctionnement des institutions de l'économie monétisée de Veblen (*money economy*), mais aux années 1910 il a tourné son attention à une seule partie de ce sujet, plus précisément aux cycles de conjoncture. Selon Mitchell ces cycles sont les résultats des comportements générés par les institutions économiques, donc ce sont les institutions en place qui déterminent – au moins en partie – les régularités du comportement des masses. Cette idée a été reprise plus tard par les autres représentants de l'approche institutionnaliste, comme par exemple F. C. Mills, Morris Copeland et Willard Thorp.<sup>14</sup>

Les caractéristiques mentionnées de l'école institutionnaliste avait comme conséquence que cette approche a été de plus en plus considérée comme une approche plus « scientifique » que celle de l'école classique, car elle était basée plus sur les observations empiriques et de plus elle était beaucoup plus consistante avec les nouveaux résultats acquis par les autres sciences. Une grande avantage de l'école institutionnaliste était tout simplement qu'elle était plus proche de la réalité que les pensées orthodoxes, et de plus son évidence empirique n'était pas basée que sur des méthodes statistiques et quantitatives, mais sur des études des cas concrets aussi.<sup>15</sup>

L'essor de l'institutionnalisme américain a eu lieu entre les deux guerres mondiales, avec des centres scientifiques comme l'Université Columbia (avec Wesley Mitchell, J.M. Clark, F.C. Mills entre autres) et celle de Wisconsin (avec John Commons par exemple). Selon les statistiques de Rutherford ces deux universités étaient parmi les quatre universités américaines

---

<sup>14</sup> Malcolm RUTHERFORD, op. cit.

<sup>15</sup> Avant la deuxième guerre mondiale c'était l'institutionnalisme qui a été considéré par la majorité des économistes comme l'approche la plus moderne et la plus scientifique, l'école qui pouvait donner des réponses concrètes aux questions du monde réel, contrairement à l'approche classique et néoclassique considérée comme une théorie basée sur une psychologie dépassée et utilisant des hypothèses irréelles.

produisant le plus de Ph.D pendant cette période, ce qui montre aussi l'influence de cette approche née « officiellement » en 1918.

Les contributions des institutionnalistes aux pensées scientifiques étaient très importantes, même selon les voix un peu plus critiques. Il faut souligner avant tout les contributions au développement du measurement économique, et pas seulement à cause du nombreuses études empiriques que les institutionnalistes ont fait, mais par exemple à cause du développement de la technique de la comptabilisation nationale, ce qui est dû en grande partie au travail de Simon Kuznets, un des disciples de Mitchell. Il ne faut pas oublier bien-sûr les effets des travaux institutionnalistes qui ont été fait dans les domaines de la psychologie, des cycles, du comportement des firmes concernant la détermination des prix, de la concurrence, des monopoles, des syndicats, du marché de travail, des différentes formes de défaillances de marché, de la régulation ou de la relation du droit et de l'économie<sup>16</sup>.

En parlant de l'institutionnalisme il est essentiel de rappeler que cette école de pensée avait des effets directs sur la politique économique de son temps, par exemple en ce qui concerne l'assurance de chômage, la sécurité sociale, le support des prix agricoles, la régulation de l'utilité publique et la promotion de la planification en tant que telle. Les institutionnalistes avaient un rôle significatif dans l'élaboration du programme de New Deal, les disciples de Commons – comme *Arthur J. Altmeyer* ou *Wilbur Cohen* – ont participé très activement dans le développement du programme de sécurité sociale nationale aux États Unis, et Hamilton, de son tour, a été un membre très important de l'administration Roosevelt

## SECTION 2.

### ***La nouvelle économie institutionnelle : la réconciliation de l'école-néoclassique et des institutions***

La « nouvelle économie institutionnelle » est apparue aux années 1970, elle a des similarités et des différences aussi avec l'institutionnalisme américain. C'est aussi une approche interdisciplinaire combinant les sciences économiques, juridiques, politiques, la sociologie, l'anthropologie et la théorie de l'organisation, son objectif est de comprendre le

---

<sup>16</sup> Pour plus de détail et des exemples voir RUTHERFORD, op. cit., P 9-11

fonctionnement des institutions de la vie sociale, économique et commerciale, mais son langage est essentiellement le même que celui des sciences économiques classiques.<sup>17</sup>

La pensée institutionnelle est devenu un élément significatif de la vie scientifique américaine entre les deux guerres mondiales, mais après 1945 son influence ait commencé à décliner - juste pour revenir définitivement sur le plateau des sciences économiques quelques décennies plus tard.

Après la deuxième guerre mondiale, l'école institutionnaliste a perdu beaucoup de ses positions politiques et académiques, et en même temps son prestige scientifique s'est aussi érodé largement. Selon Rutherford la cause la plus importante de ce déclin était que l'école institutionnaliste n'a pas été capable de « tenir le rythme du développement de la psychologie moderne ». A la fin des années 1920 des psychologues ont commencé à abandonner l'approche basés sur les instincts et des habitudes, en la remplaçant avec l'approche « behavioriste »<sup>18</sup> qu'il était difficile de considérer en tant que base théorique du comportement économique. Dans ce contexte l'école institutionnaliste pouvait être très facilement critiquée pour ne pas avoir des bases solides concernant le comportement humain, ce qui a résulté un certain retour de nombreux économistes au modèle néoclassique basé sur une interprétation étroite du rationalisme. Le manque de bases psychologiques claires avait comme conséquence que les représentants de l'approche institutionnaliste ne pouvaient pas continuer efficacement le développement des modèles de Veblen et de Commons concernant le changement technologique, les normes sociales, la prise de décision des jurys et des corps de législation.

Pendant cette époque la grande partie des problèmes abordées par les économistes institutionnalistes sont devenus des questions sur les territoires de recherche des sociologues. De plus aux années 1930 un des économistes les plus influents de l'histoire des sciences économiques, John Maynard Keynes a lancé les bases d'une nouvelle théorie basée en grande partie sur les fondements de l'approche classique, ce qui a résulté qu'à partir de ces années, c'est le keynésianisme qui est devenu la « nouvelle théorie », en remplaçant l'institutionnalisme jouant le même rôle aux années 1920.

---

<sup>17</sup> Peter G. KLEIN: *New Institutional Economics., passim.*

<sup>18</sup> Le behaviorisme est une approche de la psychologie à travers l'étude des interactions de l'individu avec son milieu. Le behaviorisme peut être décrit comme une approche qui se concentre sur l'étude du comportement observable et du rôle de l'environnement en tant que déterminant du comportement.

De plus, il faut reconnaître que l'école néoclassique s'est développé beaucoup pendant les années 1930 : c'était l'époque du développement des modèles de concurrence imparfaite et des défaillances de marché ce qui a rendu possible de donner des réponses à plusieurs questions posées par les institutionnalistes en utilisant la méthodologie du courant « *mainstream* » des sciences économiques.

La perte d'influence des institutionnalistes est devenu évident quand à la fin des années 1940 les universités de base de cette école ont commencé à embaucher des économistes de formation et de convictions néoclassiques.<sup>19</sup> Ce déclin n'a pas représenté la disparition totale des institutionnalistes, mais a provoqué la transformation profonde de cette approche, les économistes de cette école se sont tourné plutôt vers des sujets des sciences appliquées comme la question de régulation des utilités publiques et l'interventionnisme prenant la forme de planification intensive. Bien-sûr les œuvres des institutionnalistes ne sont pas disparus sans traces, mais il est vrai que jusqu'aux années 1970 les sujets liés aux institutions ont été renvoyés avant tout aux sociologues, donc les économistes néoclassiques ne s'en sont pas occupés. L'existence de l'environnement institutionnel a été reconnu, mais il a été considéré comme neutre en ce qui concerne le fonctionnement de l'économie.

Les idées institutionnalistes sont devenues de nouveau très répandues aux années 1970. Selon Rutherford les raisons de cette résurgence sont multiples, mais le plus important était que tout simplement le développement des sciences économiques s'était produit dans une telle direction que le besoin de l'analyse des aspects institutionnels soit apparu sur le scène<sup>20</sup>. Les économistes néoclassiques ont essayé d'approcher les sciences économiques à une base psychologique plus plausible, donc prenant compte des anticipations et des limites de la rationalité humaine. Il y avait quand-même une différence très importante, car auparavant c'était les dangers des marchés sans régulation qui ont inspiré les économistes

---

<sup>19</sup> Columbia a embauché en 1947 Albert Hart, George Stigler et William Vickrey, des économistes néoclassiques, et le même phénomène s'est produit à Wisconsin aussi. La majorité des représentants des institutionnalistes se sont retirés de la vie académique aux années 1950. Pour plus de détails voir RUTHERFORD, op. cit..

<sup>20</sup> L'histoire des sciences donne beaucoup d'exemples au phénomène que l'acceptation des théories dépend fortement des besoins de la société donnée ce qui veut dire que si les besoins changent, le niveau d'acceptation des théories peut aussi changer. Arthur Koestler souligne dans son œuvre *Sleepwalkers: A History of Man's Changing Vision of the Universe* qu'une théorie n'est pas acceptée en fonction de sa capacité explicative ou prédictive: l'acceptation d'une théorie dépend du fait comment la théorie correspond aux besoins et aux exigences de la société de l'époque donnée. Koestler appelle ce phénomène dans son œuvre déjà mentionné la „sélection naturelle des théories”.

institutionnalistes, mais cette fois-ci c'est justement le contraire, la peur des marchés surrégulés qui a donné motivation aux nouvelles approches se concentrant aux institutions.

Mais il ne s'agissait pas vraiment du renouveau de l'institutionnalisme ancien, mais plutôt celui d'une approche et d'un point de vue : l'apparition du néo-institutionnalisme n'a pas résulté la disparition de l'institutionnalisme américain, ce courant était plutôt l'héritier de l'approche néoclassique – au moins selon les représentants de l'institutionnalisme américain<sup>21</sup> qui disaient les néo-institutionnalistes n'étaient pas assez réalistes, car ils réduisent les institutions aux résolutions rationnelles et efficaces des problèmes des coûts de transaction. Pour cette raison l'institutionnalisme de nos jours peut être divisé en deux courants théoriques, avec un étant représenté essentiellement par *Douglas C. North* et ses disciples, et un deuxième appelé l'institutionnalisme critique » ayant des représentants comme Ha-Joon Chang, *Warren Samuels* et Geoffrey Hodgson.

La « nouvelle économie institutionnelle » a représenté donc une approche nouvelle par rapport à l'institutionnalisme américain : elle ne voulait pas remplacer la théorie néoclassique, mais seulement la compléter, étendre le rayon d'analyse pour expliquer les facteurs institutionnels qui ont été considérés donnés jusqu'ici.

Selon Hodgson<sup>22</sup> la ligne de démarcation entre l'institutionnalisme américain et l'approche néo-institutionnaliste est que ce dernier est basé sur l'hypothèse classique selon laquelle les fonctions de préférence individuelles sont données contrairement au premier qui ne l'est pas, bien que selon *Paul L. Joskow*<sup>23</sup> la grande différence est que l'approche américaine a manqué des fondements théoriques rigoureux et systématiques, des analyses empiriques complémentaires, il était difficile de la généraliser, et elle est devenue de plus en plus capturée par la politique.

L'approche néo-institutionnelle analyse les institutions et les changements institutionnels en tant que des manières rendant possible de baisser les coûts de transaction, de réduire l'incertitude, d'internaliser des externalités et de produire des bénéfices communs et collectifs

---

<sup>21</sup> L'histoire de la pensée économique institutionnelle est très compréhensiblement esquissée dans l'étude de Rutherford . Voir RUTHERFORD, op. cit.

<sup>22</sup> Geoffrey HODGSON: *The Approach of Institutional Economics*, p. 166.

<sup>23</sup> Paul J. JOSKOW: *New Institutional Economics: a report card*.

provenant de la coordination des comportements coopératifs.<sup>24</sup> Selon la conception de base de cette école les institutions tendent d'offrir des solutions de plus en plus efficaces aux problèmes économiques, ce qui veut dire que même au niveau des institutions la concurrence fonctionne en sélectionnant la forme la plus efficace des organisations, de routines et de règles.

Les deux approches institutionnalistes ont donc des points communs, mais se diffèrent considérablement.<sup>25</sup> Il y a des différences très nettes au niveau de la méthodologie, des instruments d'analyse utilisés et bien-sûr du jugement des institutions économiques, mais en même-temps il faut souligner que toutes les deux écoles avaient comme objectif de dépasser les limites de la théorie néoclassique.

Un des points communs des deux approches est la définition de la notion de transaction, car la définition de Commons est aussi utilisée par les néo-institutionnalistes<sup>26</sup>, et il faut noter que la majorité des représentants des deux écoles basent leurs idées sur l'hypothèse de la rationalité limitée. L'importance des institutions – que ce soit des institutions formelles, ou des routines, des traditions - provient en grande partie justement de cette rationalité limitée, car ce sont les institutions qui rendent possible de décider sans l'obligation de refaire des calculs nécessaires pour certains choix s'ils ont été déjà faits par les générations du passé. C'est pour cela que le représentant le plus connu de cette approche de rationalité, *Herbert Simon* a aussi fait référence aux institutionnalistes américains en tant que les précurseurs de la théorie comportementale de la firme.<sup>27</sup>

Il est important de noter quand-même que selon les néo-institutionnalistes il est possible que des institutions naissantes soient inefficaces au niveau social, et malgré cela elles sont capables de survivre. Cette constatation peut être soutenue en raisonnant avec la théorie de la dépendance du sentier, celle de la politique économique ou en argumentant avec l'intégration de la problématique de la distribution à la question du changement institutionnel<sup>28</sup>.

---

<sup>24</sup> Voir RUTHERFORD, op. cit.

<sup>25</sup> Certains économistes institutionnels ont mis un accent assez fort sur cette différence en différenciant clairement des représentants de l'institutionnalisme ancien.

<sup>26</sup> Oliver WILLIAMSON : *The new institutional economics : Taking stocks and looking ahead*, p. 595

<sup>27</sup> Herbert SIMON: *Rational Decision Making in Business Organisation*, p. 495

<sup>28</sup> Il suffit d'imaginer que les intérêts économiques des groupes de pression influents ne coïncident pas avec ceux de la société. Pour plus de détails voir RUTHERFORD, op. cit.

Selon North<sup>29</sup> les caractéristiques les plus importants de la nouvelle économie institutionnelle sont le suivants :

- c'est un essai d'incorporer la théorie des institutions aux sciences économiques en modifiant l'approche néoclassique,
- la nouvelle économie institutionnelle garde les hypothèses fondamentales de pénurie et de concurrence de l'approche néo-classique,
- mais rejette l'hypothèse de la rationalité instrumentale<sup>30</sup> en supposant que les informations sont incomplètes et les capacités mentales des gens sont limitées.

Les institutions sont formées pour réduire l'incertitude des échanges humaines. Ensemble avec la technologie employée elles déterminent les coûts de transaction et de production. La solution néo-classique provenant du mécanisme du marché existe seulement si les transactions ne sont pas coûteuses, mais si elles le sont, les institutions jouent un rôle important. Comme une grande partie du revenu national est liée aux transactions, les institutions et avant tout les droits de propriété sont les déterminants cruciaux de l'efficacité des marchés.

La théorie néoclassique est basée donc sur le postulat de pénurie-concurrence et voit les sciences économiques comme une théorie de choix limité par des contraintes. La nouvelle économie institutionnelle emploie la théorie de prix en tant qu'une partie essentielle de l'analyse des institutions et voit le changement des prix relatifs en tant qu'une des forces majeurs résultant le changement des institutions. Cette approche modifie donc le postulat de rationalité, détermine les institutions en tant qu'une contrainte et analyse les coûts de transaction comme la connexion entre les institutions et les coûts de production. Elle intègre les idées et les idéologies à l'analyse économique, voit le processus politique comme un facteur important de la performance des économies, la source de la diversité des ces performances et l'explication de l'inefficacité des marchés.

---

<sup>29</sup> Douglas C. NORTH: The New Institutional Economics and Development. *Passim*.

<sup>30</sup> Dans un monde de rationalité parfaite (instrumentale) les institutions ne sont pas nécessaires, les idées et les idéologies n'ont pas d'importance, car ce sont les marchés et la politique qui caractérisent les sociétés. Selon Herbert Simon dans un tel monde on n'a pas besoin de distinction entre la réalité et la perception du monde de ceux qui prennent les décisions, car cette perception reflète la réalité elle-même. De plus dans ce cas-la, il est possible de prédire la décision des autres à partir de notre connaissance de la réalité sans connaître la perception des autres.

On peut accepter que le monde sans coûts de transaction peut être proche de la réalité si la concurrence est assez forte à cause de l'arbitrage et du feedback de l'information. Cela suppose quand même que si les modèles mentaux des acteurs étaient différents, à cause de l'arbitrage et du processus de feedback informationnel le fonctionnement du marché corrigerait les modèles initialement incorrectes, punirait le comportement déviant et causerait la survie des acteurs ayant le « bon » modèle mental. Cette approche dit en même temps que même si les coûts de transaction sont élevés, les institutions sont désignées d'aider les participants d'acquérir les informations nécessaires pour la correction de leurs modèles mentaux, donc les institutions ne sont pas importantes du point de vue de l'analyse économique car elles ne jouent pas de rôle indépendant concernant la performance économique.

Le problème est que ces conditions mentionnées ne sont réelles qu'exceptionnellement, tout simplement car souvent le feedback informationnel n'est pas assez fort pour corriger les modèles incorrects et subjectifs. De plus, les institutions – surtout les règles formelles - ne sont pas créées pour être socialement efficaces, mais pour servir les intérêts de ceux qui disposent d'assez de pouvoir de marchandage pour être capable de créer des institutions.

Selon North il est exceptionnel de trouver des marchés avec des conditions nécessaires pour être efficace. Selon les expériences historiques l'inefficacité peut persister, essentiellement à cause du sentier de dépendance – ce sentier de dépendance existe parce qu'il y a des externalités liées au réseaux, des économies d'échelles et des complémentarités qui existent avec la matrice institutionnelle déjà existante. Autrement dit les groupes ayant leur influence à cause du système institutionnel existant vont avoir un intérêt de garder le système en tant que tel, et la modification va devenir un processus difficile.

Selon la théorie néoclassique pour atteindre l'efficacité il suffit d'éliminer tout ce qui peut altérer les prix relatifs, donc tous les contrôles de prix et d'échanges. Pourtant selon North le système de prix n'est efficace que si les droits de propriété et les mécanismes d'enforcement sont en place pour assurer les conditions élémentaires de l'existence des marchés compétitifs.

Il est important de faire la distinction entre les organisations et les institutions. Les institutions sont les « règles du jeu », plus formellement dit les contraintes humaines qui structurent les interactions humaines, elles sont formées des règles formelles, des contraintes informelles et des caractéristiques de l'enforcement de ces deux. Les organisations par contre sont les

participants du jeu, donc des groupes d'individus ayant un but collectif. Les organisations sont composées des corps politiques, économiques, sociaux et d'éducation.

On sait et on voit que les institutions changent et ce changement est justement la source la plus importante du développement. Les caractéristiques essentielles du changement institutionnel sont les suivants :

- il y a une interaction continue entre les institutions et les organisations,
- à cause de la concurrence les organisations doivent investir continuellement dans les compétences pour survivre – les compétences acquises ont des effets sur les perceptions concernant les opportunités, et ainsi sur le développement des institutions,
- le réseau institutionnel détermine les compétences étant perçues comme celles qui promettent le plus de profit,
- les perceptions sont dérivées des constructions mentales des participants,
- les économies d'échelles, les complémentarités et la matrice institutionnelle rend le changement institutionnel incrémental et basé sur une dépendance de sentier.

Les sections 1 et 2 ont présenté la naissance et l'histoire de l'institutionnalisme, une théorie qui a intégré les éléments socio-politique aux sciences économiques. Cette approche accentue que les cadres dans lesquelles la politique économique se forme et s'applique (donc les règles formelles et les coutumes informelles), déterminent les effets de cette politique. La pensée institutionnelle est apparue avec l'institutionnalisme américain rompant avec les fondements théoriques de l'approche néo-classique, et ainsi a manqué de base scientifique, mais aux années 1970 une nouvelle approche de l'économie institutionnelle est aussi entrée sur la scène de la pensée scientifique : cette nouvelle économie institutionnelle a complété la théorie néoclassique en étendant son rayon d'analyse avec les facteurs institutionnels en gardant ses bases théoriques.

L'approche néo-institutionnelle constate que les institutions sont des déterminants importants des coûts de transaction en réduisant l'incertitude de échanges – mais à cause de la dépendance du sentier et des effets distributifs des changements institutionnels, les institutions naissantes peuvent être facilement inefficaces au niveau social. Pour cette raison, les cadres institutionnels, donc « règles du jeu » encadrant l'activité économique d'un pays donné peuvent être sous-optimales du point de vue de la communauté entière mais optimales du

point de vue de certaines organisations. Cela est possible si les décisions ne sont pas prises en prenant compte de l'intérêt de la communauté mais celui des groupes particuliers.

Comme la section 2 a bien montré, la notion d'institution est relativement large – la section 3 va restreindre le cercle d'analyse aux institutions formelles, plus précisément aux règles formelles déterminées par la politique économique.

### SECTION 3

#### ***La politique économique du point de vue de l'approche institutionnelle***

Selon les expériences<sup>31</sup> les problèmes les plus souvent rencontrés par les participants du processus des échanges sont liés à la réalisation des contrats, donc à un certain problème informationnel. Les transactions d'échanges ne se réalisent pas si les participants ne sont pas convaincus que les contrats signés seront exécutés, ce qui signifie que les institutions doivent augmenter la probabilité de l'exécution. Cette question de probabilité peut être résolue à l'aide des institutions informelles (l'augmentation de la confiance dans les contre-parties des échanges<sup>32</sup>) ou des institutions formelles (système légal).

Si les coûts de transactions provenant des problèmes de l'exécution des contrats sont trop élevés, cela peut avoir des conséquences importantes et significatives sur les échanges: cela peut causer soit tout simplement la non-réalisation des échanges, soit une „flexibilité” trop importante et ainsi *pervasive* de la part de participants<sup>33</sup>.

Il peut aussi poser des problèmes si la livraison des biens et des services se sépare du processus du paiement. La probabilité de la réalisation des transactions augmente s'il y a la possibilité des crédits commerciaux (donc payer avant ou après la livraison), mais en même temps la partie donnant le crédit doit être assurée (au moins partiellement) qu'il recevra le bien ou la somme d'argent équivalente, car autrement la transaction ne se réalise pas. C'est

---

<sup>31</sup> Voir Avner GREIF: Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders Coalition.

<sup>32</sup> Sur les réseaux des commerçants chinois voir WEIDENBAUM-HUGHES : The Bamboo Network.

<sup>33</sup> Une telle „flexibilité” (arrivée des produits en retard, en quantité et en qualité différente etc.) peut être une réponse rationnelle à l'existence des risques – voir BIGSTEN et al.: Contract Flexibility and Dispute Resolution in African Manufacturing.

aussi un problème informationnel qui peut être résolu à l'aide des institutions formelles et informelles.

Les institutions formelles fonctionnent bien si elles sont basées sur l'environnement institutionnel déjà existant (souvent informel) ce qui entraîne que des institutions très différents peuvent avoir des effets similaires. Les expériences montrent que les institutions doivent changer et s'adapter si l'environnement se modifie: il faut voir quand même que les institutions changent très lentement et de plus l'adaptation ne se produit pas toujours automatiquement car le changement institutionnel dépend aussi des intérêts des groupes et des personnes qui sont en position de les changer.

## **L'approche institutionnelle et les cadres de la politique économique**

La nouvelle économie institutionnelle a donné trois concepts aux sciences économiques modifiant fondamentalement la gestion de la politique économique : le concept des coûts de transaction, le théorème de Coase et l'hypothèse de la rationalité limitée.

### **Les coûts de transaction**

Selon North « les institutions sont des contraintes humaines qui structurent les interactions politiques, économiques et sociales ». Elles ont été créées pour réduire l'incertitude et établir de l'ordre dans les échanges : avec les contraintes standard de l'économie elles définissent les possibilités de choix, déterminent les coûts de transaction, et ainsi la profitabilité et la faisabilité de l'engagement dans l'activité économique.

L'approche de coût de transaction<sup>34</sup> dit que les institutions existent car selon les agents la mise en place de ces dispositifs peut minimiser les coûts de transaction – donc les institutions sont les résultats d'une certaine action rationnelle. Le concept du coût de transaction est apparu à la première fois dans un article de *Ronald Coase* qui date de 1937<sup>35</sup>, mais la formalisation de cette théorie était faite par Oliver Williamson. Cette approche rejette le

---

<sup>34</sup> Cette approche regroupe les travaux de la théorie des organisations (Williamson), de l'économie publique (Coase) et de l'économie du développement (Douglas North)

<sup>35</sup> Ronald COASE: The Nature of the Firm

postulat de « rationalité parfaite » accepté par l'approche néoclassique et adapte le concept de la « rationalité limitée » de Herbert A. Simon et elle suppose que toute transaction économique engendre des « coûts préalables à leur réalisation ». Il s'agit avant tout des coûts liés à la recherche des informations, l'existence des défaillances de marché ou même la prévention de l'opportunisme des autres agents.

Selon Coase l'utilisation du système de prix n'est pas gratuit. Entre autres il faut découvrir les prix, il faut négocier, il faut écrire des contrats, il faut effectuer des inspections et il faut avoir des arrangements s'occupant des disputes<sup>36</sup>. Si on suppose que les agents sont rationnels - même si c'est vrai seulement avec des limites -, donc qu'ils vont essayer de réaliser leurs objectifs de maximisation du bien-être avec les coûts les moins importants possibles, cela veut dire qu'il va y avoir un essai de minimisation des coûts de transaction. Cet essai peut prendre la forme des « arrangements institutionnels » étant différents du mécanisme de la coordination du marché. Selon Coase c'est cet objectif de minimisation de coût de transaction qui a donné naissance à la forme organisationnelle qui s'appelle « la firme », Il s'agit d'un ensemble de contrats, d'interactions et de relations, et la firme est l'entité qui intègre verticalement ces systèmes de contrats et de relations en les retirant du marché.

Les coûts de transaction sont l'ensemble des coûts engendrés par la coordination entre les agents :

- des coûts liés à l'incertitude qui requiert que l'agent s'informe avant de réaliser une transaction économique,
- des coûts liés à la négociation et à la rédaction d'un contrat
- des coûts liés aux externalités engendrées par une transaction économique.

L'importance de ce concept provient du fait que les coûts de transaction sont des coûts « ordinaires » dans le sens qu'ils font partie du coût total – ce qui signifie que si les coûts de transaction sont trop élevés, ils peuvent même empêcher la réalisation d'un échange ou d'une transaction. Si ces coûts sont plus élevés que le profit possible de l'échange, ce fait va empêcher la réalisation de l'échange, ce qui peut être considéré comme une défaillance de marché (il s'agit d'une certaine « défaillance transactionnelle »).

---

<sup>36</sup> Ronald COASE: Nobel prize lecture: The institutional structure of production

### *Le théorème de Coase*

Coase est un des fondateurs de l'institutionnalisme moderne avec son article de 1937, et il a fait une autre contribution importante à cette approche basée sur l'importance des coûts de transaction 23 ans plus tard aussi. C'est en 1960 que le lauréat du prix Nobel de 1991 a publié son article intitulé « The problem of social cost » donnant naissance au théorème de Coase, un théorème disant que si les coûts de transactions étaient nuls et les droits de propriété étaient parfaitement définis, un système de marchandage pourrait représenter une solution optimale sans l'intervention de l'État dans le processus.

Cette abstraction nous permet de comparer le monde réel avec un monde sans coûts de transaction, et ainsi il devient possible d'identifier les facteurs travaillant contre l'efficacité du système – notamment les coûts de transaction et la définition imparfaite des droits de propriété.

Le point de départ de Coase est celui de l'équilibre général : dans un monde fictif où il n'existerait pas de coûts de transaction, le marché déboucherait sur un équilibre pareto-optimal et l'intervention de l'État ne se justifierait pas. Étant donné que dans le monde réel il existe des coûts de transaction, les processus de marché ne peuvent pas être Pareto efficient, donc l'intervention de l'État peut se justifier, mais seulement à deux conditions :

- il faut que les coûts de transaction engendrés par la réglementation soient inférieurs aux coûts de transaction engendrés par les autres solutions sans l'intervention de l'État,
- il faut que l'action produise des bénéfices supérieurs à ces coûts de transaction.

Sur le plan théorique la principale implication du théorème de Coase est d'indiquer que même en cas de défaillance du marché l'intervention de l'État ne doit pas forcément être automatique, mais en même temps il indique que sous certaines conditions elle peut être justifiée.

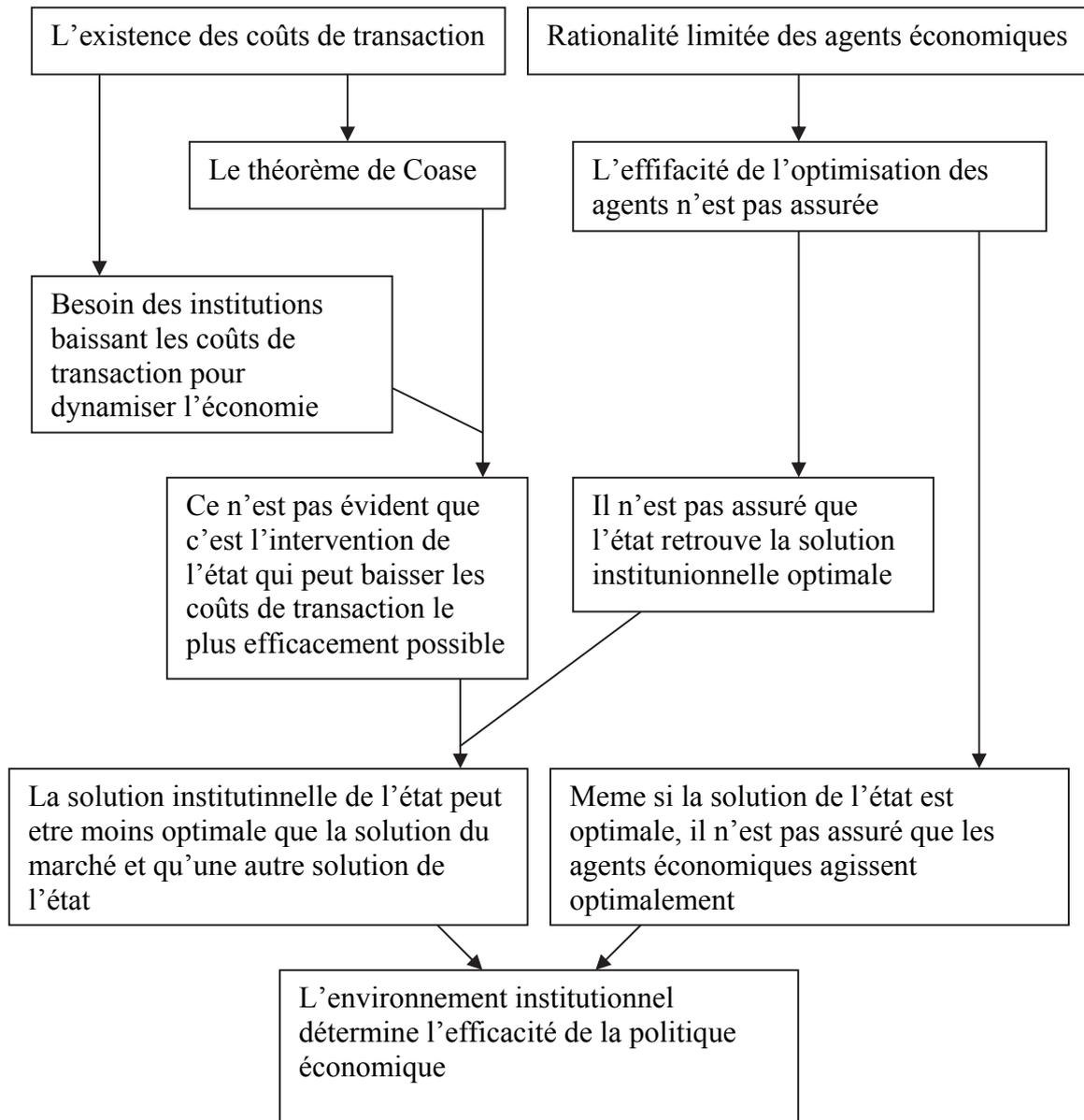
### ***La rationalité limitée***

Selon le concept de la rationalité limitée les agents économiques disposent d'un comportement rationnel, mais cette rationalité est limitée en deux termes :

- en terme de la capacité cognitive,
- et en terme d'information disponible.

Au niveau des modèles économiques, la conséquence la plus importante de cette limitation de la rationalité est que l'optimisation ne peut pas être parfaite, donc il n'est pas assuré que les agents atteignent l'optimum. Cela signifie que lors d'un choix plus complexe les agents vont essayer de trouver une solution jugée « raisonnable » à la place d'étudier toutes les possibilités disponibles. Cette hypothèse représente le rejet d'un des postulats les plus importants de la microéconomie classique qui suppose que l'acteur est « pleinement rationnel concernant la situation envisagée ». Selon le concept de la rationalité limitée le comportement humain est induit par les stimuli informationnels et puisque la rationalité de l'individu est limitée par les habitudes et les réflexes, les valeurs, la perception du contexte, la conception des objectifs à atteindre, l'étendue des connaissances et informations, et de plus la connaissance de toutes les options est impossible, l'acteur ne va pas chercher une solution optimale mais seulement une solution satisfaisante.

Si on adopte l'approche institutionnaliste, cela va avoir des effets sur la gestion de la politique économique car elle détermine la perception du monde des responsables de la politique économique et les décisions prises par elles.



### 1. La politique économique du point de vue de l'approche institutionnelle

L'acceptation de l'approche institutionnelle suppose l'acceptation des hypothèses suivantes :

- il existe des coûts de transaction,
- il est possible de baisser les coûts de transaction à l'aide des institutions qui réduisent les risques liés aux transactions,
- le maintien des institutions a aussi des coûts de transaction,
- les agents économiques suivent une rationalité limitée.

Si on accepte ces hypothèses, la politique économique doit prendre en considération les points suivants :

1. les institutions sont nécessaires pour baisser les coûts de transaction et ainsi pour dynamiser la vie économique,
2. la formation des institutions n'est pas forcément une tâche de l'État car les agents économiques peuvent être capables de fonder des institutions spontanément aussi,
3. la formation de certaines institutions est la responsabilité de l'État,
4. il est possible que la solution étatique ne soit pas optimale car la solution de marché est plus efficace,
5. il est possible que la solution étatique réalisée soit moins optimale qu'une autre solution étatique possible à cause des limites de la rationalité de la décision de l'État,
6. il est possible que la solution étatique soit théoriquement optimale mais comme la rationalité des agents est supposée limitée, les conséquences de la politique économique ne seront pas optimales.

Si on suppose que l'objectif de la politique économique est de faciliter le développement économique, et que les institutions sont capables de diminuer les coûts de transaction car elles peuvent baisser significativement l'incertitude, les risques, les externalités ou même les coûts des contrats, il est évident qu'un des rôles les plus importants de la politique économiques est justement de développer les meilleures institutions possibles.

En même temps il faut voir qu'à cause des coûts de transaction de l'intervention de l'État il est possible que ce ne soit pas la solution de l'État qui est optimale, de plus, il n'est pas assuré que les responsables de l'État sont capables de retrouver la solution optimale, et même s'ils réussissent, il n'est pas assuré que la réaction des agents suivent la rationalité complète.

### **Arrangements et environnement institutionnel**

Davis and North (1971)<sup>37</sup> ont identifié deux facteurs influençant les coûts de transaction et le risque de la défaillance transactionnelle :

---

<sup>37</sup> Lance E. DAVIS and Douglass C. NORTH: Institutional Change and American Economic Growth.

- *arrangements institutionnels* : ce sont des contrats et des autres formes d'arrangements faits pour les transactions particulières
- *environnement institutionnel* : ce sont « de règles du jeu », échafaudage institutionnel déterminant les conditions parmi lesquelles les différentes organisations et individus développent et implémentent les arrangements institutionnels.

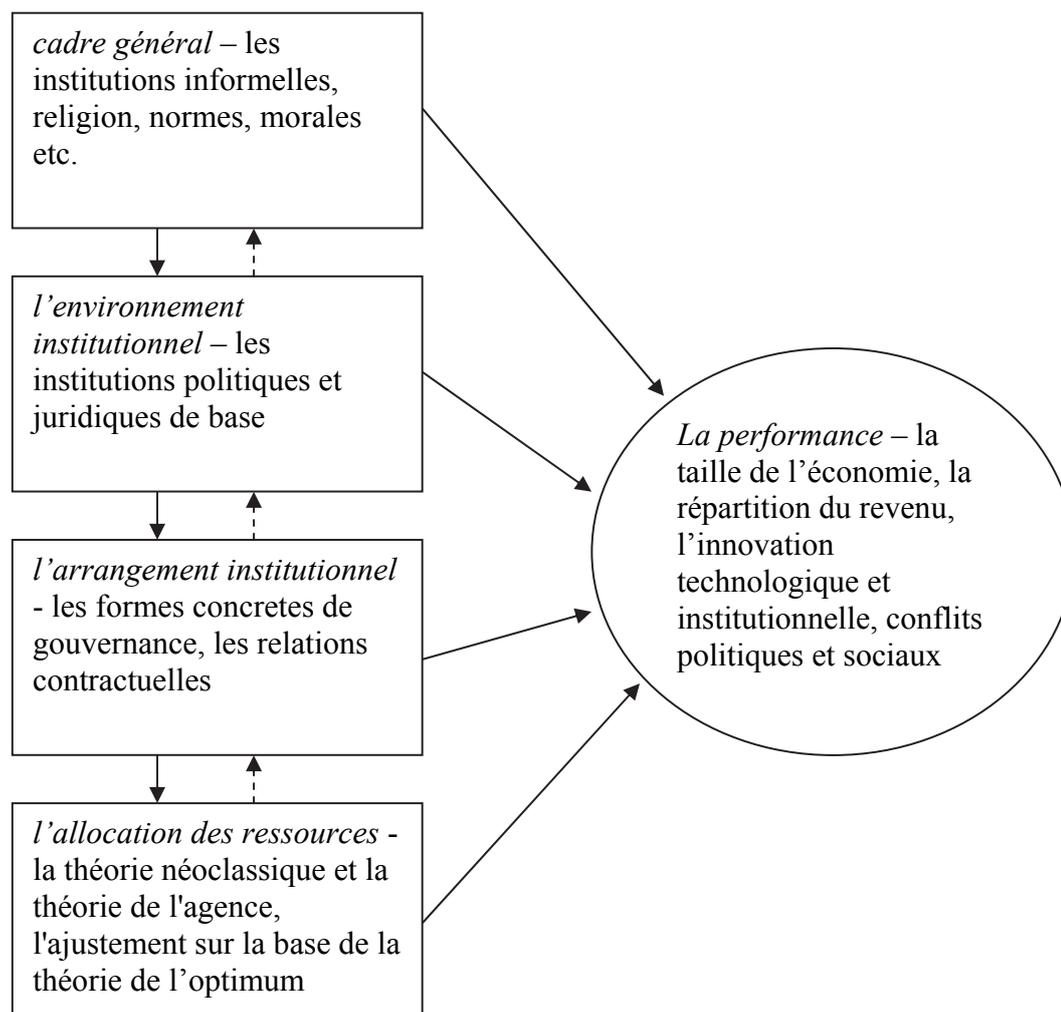
La même logique apparaît chez Williamson<sup>38</sup> qui dit qu'il existe quatre niveaux de l'analyse social déterminant le performance économique. Le niveau le plus élémentaire est composé des institutions informelles, des coutumes, des traditions, de normes éthiques et sociales, des religions. La modification des éléments de ce niveau demande au moins 100 ans, mais parfois, il y est nécessaire un millénaire. Le deuxième niveau est celui de l'environnement institutionnel de base, donc des règles formelles du « jeu social », des droits de propriété, des constitutions, des systèmes politiques, des lois de base, des institutions monétaires et financières, des règles appliquées concernant la migration, le commerce, et les investissements étrangers. Pour le changement du contexte institutionnel à ce niveau, on a besoin de 10-100 ans, donc dix fois moins qu'au cas du premier niveau. Le troisième niveau – un niveau qui peut changer chaque année, mais se modifie approximativement tous les dix ans – est occupé par les institutions du gouvernance, les relations contractuelles, les effets des deux premiers niveaux sur l'organisation, la performance et le fonctionnement des firmes, aussi que les innovations technologiques. Le dernier niveau de l'analyse est centré sur l'allocation des ressources – il s'agit ici d'un environnement qui change en continu, c'est le niveau des prix et des quantités se formant sur le marché, de la structure des marchés, des conditions de concurrence etc.<sup>39</sup>.

Il est important de noter que l'interaction entre les différents niveaux est importante, mais bien-sûr le temps nécessaire pour l'ajustement est largement différent (chacun des niveaux est lié au niveau qui le précède immédiatement et exerce aussi sur lui un effet rétroactif).

---

<sup>38</sup> KAPÁS Judit –KOMÁROMI György (2004)

<sup>39</sup> Une telle distinction des niveaux de l'analyse social nous permet de positionner la nouvelle économie institutionnelle. L'approche néoclassique se concentre sur le quatrième niveau, en supposant que les trois autres niveaux n'ont pas d'effet sur la performance, ou au moins ses effets ne sont pas si importants qu'on doive s'en occuper. Par contre, la point de départ de la nouvelle économie institutionnelles est justement le fait que les premiers niveaux sont très important en ce qui concerne la performance d'une entité économique (une firme ou bien une économie nationale). Les institutionnalistes donnent la priorité aux niveaux 2 et 3, tout simplement car les éléments du premier niveau sont très difficilement et très lentement modifiables.



## 2. Les niveaux de l'analyse social de Williamson

Une grande partie des institutions formelles font partie de l'environnement institutionnel, et peuvent être distingués sans ambiguïté des arrangements institutionnels. Mais la frontière n'est pas toujours si évidente. En ce qui concerne par exemple les institutions informelles (les coutumes et les conventions sociales), l'acceptation de certains arrangements en tant que normes peut transformer ces arrangements aux éléments de l'environnement institutionnel.

Le développement de l'environnement institutionnel est un facteur central concernant le développement économique, car il a des effets sur les coûts de transaction et les risques – et ainsi sur l'efficacité de l'économie aussi. C'est justement ce point qui explique que l'activité économique productive est typique dans les pays où l'environnement institutionnel est développé, et dans les pays caractérisés par un environnement institutionnel sous-développé,

par contre, les coûts et les risques liés aux transaction sont trop élevés résultant que des facteurs de production ne vont pas s'engager dans les formes complexes d'échanges, et ainsi ces économies ne sont pas capables de profiter le plus possible de la spécialisation ou de potentielles économies d'échelles. North conclut que la cause du sous-développement actuel et la stagnation historique des pays du Tiers Monde est justement cette non-capacité de développer des systèmes permettant un enforcement efficace et bon marché des droits de propriété.

En conclusion on peut dire que pour réduire le risque de la défaillance transactionnelle il faut :

- développer l'environnement institutionnel,
- développer des arrangements institutionnels effectifs et efficaces dans les cadres de l'environnement institutionnel existant.

### **La performance des économies et la formation des institutions**

Si on accepte l'hypothèse que le rôle des institutions est critique concernant le développement économique, il faut savoir aussi, comment se forment les différentes institutions. La question est complexe, et cette complexité est reflétée dans le fait qu'en faisant la comparaison du développement historique et le niveau de développement actuel de différents pays, on peut conclure que l'émergence des institutions ne peut pas toujours être caractérisée par la réduction des coûts : dans certains cas c'est justement le contraire, donc l'apparition de certaines institutions avait comme conséquence l'augmentation des coûts de transaction. Cela signifie que dans certains pays, ou entre certaines conditions il y a une tendance pour l'émergence des institutions non-efficaces du point de vue économique, suggérant que la manière de développement des institutions n'est pas évidente.

Une partie de l'explication de ce phénomène peut provenir du fait que le changement institutionnel représente des gains et des pertes pour une société (communauté) donnée, ou pour certaines parties de la société (communautés) en question, et le changement en tant que tel est déterminé par des groupes d'intérêt ayant l'influence nécessaire sur ces institutions. Ce fait peut causer – entre autres – facilement que le changement institutionnel aille dans une

direction menant au sous-développement d'un pays si ce sous-développement représente les intérêts du groupe influençant le changement.

Les institutions sont très souvent formées par les changements incrémentaux des institutions déjà existantes. Les institutions formelles sont plus facilement réformables et même les changements radicaux (par une révolution ou tout simplement par la modification des lois) sont plus probables qu'au cas des institutions informelles qui sont plus enracinées dans la culture de la communauté donnée. Ces dernières peuvent s'ajuster beaucoup plus lentement et il est possible que leur changement se passe dans la direction opposée que celle des institutions formelles.

Ce sont donc des groupes influents qui peuvent déterminer l'environnement institutionnel, surtout les institutions formelles d'une société. Cette détermination se fait à partir des intérêts particuliers de ces groupes, des intérêts qui sont formés à partir de la situation culturelle, sociale, économique, historique de ces groupes, et de leur conception subjective et idéologique concernant le fonctionnement du monde. Cela veut dire que le point de vue des élites d'une société peut largement déterminer la direction du développement de l'environnement institutionnel, indépendamment des effets de ce développement sur la majorité de la société.

En ce qui concerne les arrangements institutionnels, on peut dire qu'à côté du sentier de dépendance, de la répartition du pouvoir au sein de la communauté et des caractéristiques de l'environnement institutionnel, la nature spécifiques des transactions concernées jouent aussi un rôle déterminant.

Selon la conception northienne le changement économique est un processus incrémental qui est la conséquence des choix que les individus et les organisations font tous les jours. Les institutions sont modifiées car les individus et les organisations perçoivent qu'il est possible de profiter plus si les échanges sont restructurées. La source du changement de la perception peut être exogène, mais en même temps la source fondamentale du changement est le processus d'apprentissage des membres des organisations. Le niveau d'apprentissage va toujours refléter l'intensité de la concurrence entre les organisations.

Il est difficile de déterminer comment il est possible d'améliorer la performance des économies, mais il est possible de tirer quelques conclusions en partant des caractéristiques générales de la matrice institutionnelle :

- les règles formelles peuvent être changées du jour au lendemain, mais les contraintes informelles ne peuvent être modifiées que graduellement. Comme ce sont les règles informelles qui sont les bases des règles formelles, les changements « révolutionnaires » ne sont jamais si « révolutionnaires » comme les promoteurs les souhaitent et la performance des changements ne sera pas comme elle est anticipée par certains. Si les normes informelles et les méthodes de mise en vigueur des règles sont différentes, l'adoption des règles formelles d'un pays donné dans un autre pays peut avoir des caractéristiques de performance très différents – c'est à cause de cela que le transfert des règles politiques et économiques des pays d'Ouest en Europe de l'Est n'est pas une condition suffisante pour la bonne performance économique.
- ce sont les organisations politiques qui déterminent la performance économique, car ce sont elles qui définissent et mettent en vigueur les règles du jeu économiques. Pour cela le cœur de la politique de développement est de créer des organisations politiques qui vont créer et mettre en vigueur un système efficace.

On peut aussi accepter que :

- les institutions politiques ne seront stables que si elles sont supportées par les organisations ayant intérêt de leur perpétuation,
- pour une réforme réussie il est essentiel de changer les institutions et les systèmes de croyances des acteurs en même temps, car ce sont les modèles mentaux qui déterminent les choix des individus,
- l'élaboration des normes de comportement supportant et rendant légitimes les nouvelles règles est un processus long, mais sans ces normes de mise en vigueur les institutions seront instables,
- à court terme il est possible que les régimes autoritaires puissent connaître la croissance économique, mais la croissance à long terme suppose le développement de l'autorité de la loi et la protection des libertés politiques et civiles,
- les bonnes contraintes informelles – particulièrement les contraintes provenant des religions par exemple - sont des conditions nécessaires mais non

suffisantes de la performance économique.

La performance économique suppose avant tout une efficacité adaptative à la place d'une efficacité allocative : la bonne matrice institutionnelle est flexible, qui s'ajuste vite aux changements technologiques et démographiques et aux chocs externes. C'est la clé de la bonne performance économique à long terme. Il est aussi à noter que si les politiques efficaces sont perçues en tant qu'inévitables, elles peuvent engendrer des réactions politiques qui peuvent renverser même les réformes efficaces.

### **Les institutions nécessaires pour le développement économique**

Selon l'approche de la nouvelle économie institutionnelle le développement économique n'est plus considéré comme une transformation obligatoire et graduelle de l'autarcie locale à une économie spécialisée et caractérisée par un niveau élevé de division de travail, mais plutôt comme une réponse à l'évolution des institutions supportant les relations économiques, commerciales et sociales. La croissance économique dépend donc du niveau de contrôle des risques potentiels des échanges, ce contrôle étant réalisé par les institutions qui réduisent les coûts des informations, encouragent la formation et la mobilité du capital, rendent possible l'intégration de tous les risques dans les prix et facilitent la coopération en général. Cela signifie que le développement économique dépend du développement institutionnel, selon North « la problématique centrale de l'histoire et du développement économique est l'évolution des institutions économiques et politiques créant un environnement économique qui rend possible l'augmentation de la productivité ».

North dit que l'histoire est en grande partie l'histoire de l'évolution institutionnelle. Ce sont les institutions qui offrent la structure incitative de l'économie, et c'est justement cette structure qui détermine la direction de développement des économies en question. Avant North les économistes néo-institutionnels ont concentré leur attention sur les problèmes d'organisation sous différentes conditions compétitives. Mais North a changé de perspective, et il a mis l'accent sur l'explication des différences concernant la performance des économies que ce soit des économies différentes au même époque ou les performances différentes de la même économie dans le temps.<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup> Les étapes du développement ne sont pas toujours les mêmes pour les économies car il y avait des

La littérature scientifique a considéré certaines institutions de base comme données, il s'agit par exemple des contraintes formelles de la vie économique (droit de propriété) dont l'enforcement est assuré par les institutions politiques. Mais l'histoire économique nous donne beaucoup d'exemples que les sociétés n'ont pas toujours été capables de mettre en œuvre des institutions pouvant assurer une croissance économique soutenable et de créer un environnement économique pouvant augmenter la productivité des agents

Le fonctionnement des marchés dépend des actions prises par les parties prenantes et du réseau institutionnel dans lequel les transactions se réalisent. Le succès du système de marché dépend des institutions qui existent pour faciliter les transactions privées efficaces : c'est pour cela que la nouvelle économie institutionnelle s'intéresse avant tout aux institutions sociales, économiques et politiques qui déterminent la vie de tous les jours des individus et des organisations.

Le bien-être se forme à l'aide des échanges, car ceux-ci rendent possible la spécialisation des individus, des groupes et des régions entières pour la production des différents biens. En même temps il ne faut pas oublier que les échanges – y compris bien-sûr le commerce aussi – supposent une certaine coopération des parties participantes, et la transaction y attachée est coûteuse. Tout cela suppose un mécanisme qui peut assurer la réalisation des échanges, la qualité des biens et des services, et bien-sûr la contrepartie, donc le paiement.

Selon Shirley (2003)<sup>41</sup> du point de vue du développement économique les pays doivent disposer de deux catégories d'institutions :

- celles qui facilitent les échanges en baissant les coûts de transaction,
- celles qui influencent les États de protéger les droits de propriété à la place de les exproprier.

Du point de vue du développement économique la compétition politique a une importance particulière, car c'est la « force motrice du développement institutionnel »<sup>42</sup> ce qui détermine

---

nations qui se sont concentrées déjà au début de leur développement sur le secteur exportateur.

<sup>41</sup> Mary M. SHIRLEY: What does Institutional Economics tell us about Development.

<sup>42</sup> Jeffrey NUGENT and James ROBINSON.: Are Endowments Fate?

les facteurs expliquant le phénomène de la dépendance de sentier<sup>43</sup>. Il n'y a pas de consensus entre les économistes concernant les déterminants du développement institutionnel, mais il y a deux « points de convergence » :

- l'égalité sociale combinée avec une forte compétition politique favorise le développement,
- les institutions fondamentales peuvent endurent pendant des siècles.

L'importance des institutions semble donc significative, mais il est difficile de déterminer quelles sont les institutions concrètes qui sont indispensables pour le développement – selon Shirley (2003) les institutions les plus souvent mentionnées de ce point de vue sont les suivantes :

- la protection des droits de propriété et son enforcement,
- les libertés civiques,
- les droits politiques et démocratie,
- la stabilité politique,
- les institutions soutenant les différentes formes de coopération.

Selon Roll et Tabott (2001)<sup>44</sup> parmi les variables institutionnelles ce sont les droits de propriété, l'existence des marchés noirs (considérés comme un *proxy* de la mise en application des règles) et le niveau de régulation qui ont la force explicative la plus significative. Moins importants, mais significatifs sont le respect des droits politiques, des libertés civiques, la liberté de la presse, le niveau des dépenses publiques et le niveau de l'inflation et des barrières du commerce. Selon Rodrik (2000) comme les économistes ne sont pas capables de déterminer quelles institutions sont nécessaires pour le développement, c'est la démocratie qui est l'institution la plus efficace pour mobiliser la connaissance locale visant à choisir la voie du développement – en même temps il faut reconnaître que statistiquement les démocraties ne surpassent pas les régimes autoritaires en ce qui concerne la croissance économique.

---

<sup>43</sup> Douglas NORTH: The Historical Evolution of Polities, p. 385. Il y a une littérature assez large s'occupant de la relation entre d'une part les croyances, les idées, les pensées communes pour les membres d'un groupe et d'autre part le développement institutionnel. Voir Avner GREIF: Cultural Beliefs and The Organization of Society: a Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies.

<sup>44</sup> Richard ROLL and John TALBOTT: Why Many Developing Countries Just Aren't.

Le succès de la réforme institutionnelle exige l'adéquation<sup>45</sup>, donc que l'innovation institutionnelle spécifique soit adaptable au milieu institutionnel déjà existant. La bonne innovation institutionnelle est celle dont le succès ne dépend pas des institutions faibles ou non-existantes et qui est isolée des (adaptée aux) institutions « perverses ».

Selon Rodrik-Subramarian (2003) il existe trois explications<sup>46</sup> en ce qui concerne les différences des niveaux de revenu des différents pays. Il y a une école disant que c'est la position géographique qui est la plus importante, comme c'est la géographie qui détermine avant tout le climat et la dotation des ressources naturelles d'un pays donné. Une deuxième approche argumente en utilisant des différences existant au niveau d'intégration commerciale, comme l'ouverture aux échanges internationaux donne la possibilité de participer à la vie économique globale et d'en tirer profit. Une troisième approche souligne l'importance des institutions du pays en question, avant tout celles liées au respect de la propriété privée et de l'autorité de la loi.

Selon les tests et les analyses de régression réalisés par Rodrik et Subramanian le facteur explicatif le plus important est la qualité des institutions. La position géographique n'a qu'une importance directe limitée, mais en influençant la qualité institutionnelle, elle peut jouer un rôle important. Similairement le niveau d'intégration commerciale peut avoir un effet important en ce qui concerne la qualité de la matrice institutionnelle, mais il ne dispose pas d'effets directs sur le niveau du revenu. Parmi ces trois facteurs explicatifs la position géographique est la seule qu'on peut considérer en tant qu'exogène, donc la seule qui peut influencer les deux autres sans pouvoir être influencée par ceux-ci. L'intégration commerciale et la qualité institutionnelle par contre, sont interdépendantes.

Selon l'analyse de Rodrik et Subramanian la qualité institutionnelle a toujours un effet significatif et positif sur le niveau d'intégration, et l'intégration a aussi un effet positif sur la qualité institutionnelle – ce qui veut dire que l'ouverture au commerce peut avoir des effets positifs sur le revenu en améliorant la qualité institutionnelle du pays donné et que la qualité institutionnelle élevée contribue à l'intégration économique (commercial) du pays.

---

<sup>45</sup> Voir Brian LEVY and Pablo T SPILLER.: Regulations, Institutions and Commitment: comparative studies of telecommunications.

<sup>46</sup> Dani RODRIK - Arvind SUBRAMARIAN: The Primacy of Institutions.

Les institutions de base d'une économie de marché sont celles qui défendent les droits de propriété et rendent possible l'exécution des contrats, car sans elles une économie de marché ne serait même pas capable de se former et d'exister. Mais en même temps des autres sortes d'institutions formelles sont aussi nécessaires pour que la croissance économique puisse persister, l'économie nationale soit résistante aux chocs et les réponses à ces chocs soient le plus acceptées possibles au niveau social. Selon Rodrik et Subramanian les institutions nécessaires du point de vue de la persistance de la croissance et du développement économique peuvent être regroupées dans les catégories suivantes :

- *les institutions de régulation* (market regulating institutions) : celles qui s'occupent de la problématique des externalités, des imperfections informationnelles, des économies d'échelles, par exemple les autorités de supervision dans les secteurs comme la télécommunication, les finances ou le transport,
- *les institutions de stabilisation* (market stabilizing institutions) : celles qui assurent l'environnement adéquat aux activités économique, donc assurent la stabilité des prix, minimisent la volatilité macroéconomique et écartent les crises financières, par exemple les banques centrales, les régimes de change, les règles concernant la politique budgétaire
- *les institutions de légitimation* (market legitimizing institutions) : celles qui fournissent la protection et l'assurance sociale, représentent les moyens de redistribution et maîtrisent les conflits sociaux, par exemple les systèmes de sécurité sociale, de retraite et les autres formes de financement social.

L'institution la plus connue de notre époque, la démocratie politique peut être considérée comme une « méta-institution » rendant possible que les sociétés puissent prendre des décisions et faire des choix concernant les institutions formelles concrètes qu'elles vont appliquer.

Dans une autre étude Rodrik définit cinq catégories d'institutions soutenant l'activité économique :

- *les droits de propriété* : les entrepreneurs n'ont pas l'incitation d'accumuler et d'innover s'ils ne disposent pas de contrôle sur les profits générés. Cela ne suppose pas seulement l'existence des règles formelles, mais une certaine mixe des lois, des

moyens de l'enforcement, de coutumes et de tradition.

- *les institutions de régulation* : en cas de l'existence des défaillances de marché, les marchés ne sont pas capables de fonctionner efficacement, donc une certaine intervention de l'État est acceptable si de telles défaillances existent. Chaque économie de marché prospérant est caractérisée par des institutions de régulation visant de réguler le comportement sur le marché des biens, des services, de la main d'œuvre, des actifs et des produits financiers.
- *les institutions visant la stabilité macroéconomique* : selon les expériences historiques les marchés ne sont pas nécessairement capables de se stabiliser, donc pour le succès des économies de marché, il y a un besoin des institutions fiscales et monétaires avec des fonctions stabilisatrices. Il faut noter que les institutions nécessaires dans un pays donné ne sont pas indépendantes de l'histoire - ou de la « mémoire collective » - du pays donné.
- *les institutions de la sécurité sociale* : dans les économies de marché les relations traditionnelles des individus sont aussi libéralisées, ce qui veut dire aussi une certaine diminution d'importance des institutions traditionnelles de soutien et de partage de risque. Les systèmes de sécurité sociale sont importantes justement car ils donnent de la légitimité à l'économie de marché au niveau de la stabilité et de la cohésion sociale. En général les réformes commerciales et l'ouverture en tant que telles causent une incertitude au moins à une certaine partie de la société, et si elles ne sont pas accompagnées d'un système de sécurité sociale, elles peuvent être rejetées vite.
- *les institutions visant la gestions de conflits sociaux* : les différentes sociétés humaines sont caractérisées par des niveaux de segmentation et de division sociale différents, et si ce niveau est élevé, la problématique de la coopération sociale est particulièrement importante pour lutter contre les conflits sociaux. La coordination entre les différents groupes d'une société donnée suppose l'existence des institutions, comme par exemple celle de l'autorité de la loi, des institutions juridiques et politiques de haute qualité, des élections libres, des syndicats libres etc. Ces institutions augmentent l'incitation de coopération en rendant les stratégies non-coopératives moins profitables.

Selon Rodrik (2000) la réforme commerciale est beaucoup plus que la modification des prix relatifs, dans le cas optimal il faut que ce soit un changement institutionnel de grande

envergure<sup>47</sup>. Une réforme institutionnelle ne signifie pas que des changements des paramètres politiques mais aussi celle des relations comportementales. Si la réforme est bien définie et consistante avec les besoins institutionnels de l'économie, elle peut causer un dynamisme et une croissance économique, mais si non, elle peut causer la stagnation de l'économie aussi.

Selon l'approche institutionnelle le critère le plus important de la réforme commerciale n'est ni le degré d'ouverture commerciale, ni le degré de consistance avec les règles des accords internationaux et multilatéraux, mais le degré de contribution d'une telle réforme à la construction d'un environnement institutionnel de haute qualité dans le pays réformateur. Bien sur il faut admettre que ces critères mentionnés ne sont pas indépendants, mais il faut toujours suivre la logique selon laquelle c'est la qualité institutionnelle qui est la plus importante, et l'ouverture commerciale n'est qu'un moyen pour atteindre cet objectif final.

La réforme commerciale et la réforme institutionnelle devrait aller ensemble, mais la relation entre ces deux n'est pas toujours la même :

- Il est possible d'importer des institutions, en harmonisant les institutions domestiques avec celles des partenaires commerciaux (l'adhésion à OMC et à l'Union Européenne exige l'importation de certaines institutions).
- Il est possible que le changement institutionnel est causé par des forces de marché (l'intégration financière globale a augmenté le prime de la stabilité macroéconomique, et a rendu l'indépendance des banques centrales plus désirables).
- L'ouverture commerciale peut changer les institutions domestiques en modifiant les préférences les légitimant (l'augmentation de l'ouverture économique a aidé l'importation des idées de liberté politique et civique dans beaucoup de pays en développement qui a généré à son tour un soutien aux mouvements démocratiques).

La réforme institutionnelle est « coûteuse » car elle suppose des dépenses au niveau des ressources humaines, des capacités administratives et du capital politique aussi. L'intégration à l'économie globale - donc entre autre l'ouverture commerciale - a des coûts d'opportunité importants, justement à cause des changements institutionnels exigés et causés. Les gains provenant de l'ouverture commerciale existent, mais l'importance et la grandeur de ces gains

---

<sup>47</sup> Dani RODRIK: Trade Policy Reform as Institutional Reform

n'est pas évidente. Selon Rodrik les gains standards provenant du commerce sont plutôt modérés, justement à cause du fait que ce soit l'environnement institutionnel dans les cadres duquel la politique commerciale opère qui est important concernant la performance économique et non les niveaux des barrières commerciales.

Le développement à long terme n'est pas possible en rejetant les possibilités provenant du commerce international et de la libéralisation du mouvements des capitaux internationaux. En même temps il faut souligner aussi qu'il ne suffit pas d'ouvrir les frontières en éliminant les barrières commerciales. La stratégie de succès est la combinaison de l'ouverture et d'une stratégie de développement institutionnel ce qui peut stimuler les entrepreneurs domestiques. Selon l'approche institutionnelle la réforme commerciale peut contribuer au développement économique dans les mesures où elle peut contribuer à construire un « environnement institutionnel de haute qualité ». Un tel environnement politique et institutionnel a les caractéristiques suivants :

- il envoie des signaux évidents aux producteurs et aux investisseurs,
- il empêche la recherche de rente,
- il ne gaspille pas les ressources économiques,
- il est consistant avec les capacités administratives du pays,
- il maintient la paix et la stabilité sociale.

### ***Résumé du chapitre***

Le chapitre 1 a démontré l'importance des institutions du point de vue du développement économique. Cette importance provient du fait que les institutions sont capables de diminuer les coûts de transaction, et pour cette raison un des rôles les plus importants de la politique économique est de développer les meilleures institutions possibles, même si la solution étatique n'est pas forcément la meilleure.

Les chapitres suivants seront focalisés sur l'environnement institutionnel de base que les groupes influents peuvent déterminer même dans un système démocratique. Le choix de ces groupes dépend leurs intérêts ce qui signifie que le développement de l'environnement institutionnel peut se faire sans que ce soit avantageux pour la majorité de la société. Pour

cette raison le succès d'un changement institutionnel dépend du niveau de support de la part des organisations et des groupes d'influence de la société en question.. De plus, ce n'est pas que le contenu des changements institutionnels qui a une importance particulière, mais sa perception aussi – si une décision de la politique économique est perçu en tant qu'inéquitable, la réforme peut être renversée même si elle ne l'est pas.

La croissance et la performance économique suppose l'existence des institutions de stabilisation visant la stabilité macroéconomique, car elles peuvent minimiser la volatilité macroéconomique et écarter les crises financières. Pour être un succès, même la réforme commerciale suppose un environnement institutionnel de haute qualité – le chapitre 2 va s'occuper de la relation de la libéralisation commerciale et d'un des éléments de la matrice institutionnelle, la politique économique.

## **Politique macroéconomique et relations commerciales – l'importance des institutions**

Comme la qualité des institutions peut avoir des conséquences sur la qualité de la politique de libéralisation, et la gestion de la politique économique peut être considérée en tant qu'un élément de l'environnement institutionnel, il faut voir comment les différents éléments de la politique économique peuvent influencer sur le commerce et pourquoi la politique monétaire et de change a une importance particulière de ce point de vue.

Les institutions peuvent modifier le volume des échanges commerciaux et ainsi avoir des conséquences concernant la performance générale de l'économie, mais en même temps elles peuvent avoir des effets sur l'acceptation des réformes commerciales aussi. Ce deuxième point reflète que la libéralisation commerciale a ses gagnants mais ses perdants aussi donc un des objectifs de l'environnement institutionnel adéquat est de gérer ces pertes individuelles pour assurer le succès du processus de la libéralisation.

### SECTION 1.

#### ***L'effet des institutions sur le commerce***

Les problèmes liés à l'absence des informations et aux risques sont particulièrement importants pour le commerce international à cause du fait que même si les barrières aux échanges sont réduites, les commerçants étrangers peuvent avoir des doutes concernant la stabilité de l'environnement institutionnel. La qualité des institutions domestiques est importante justement à cause de ces doutes car elles ont – entre autres - pour l'objectif d'éliminer le plus possible cette risque. Les facteurs institutionnels les plus importants de ce point de vue sont les suivants:

- la qualité des services publics (compétence, indépendance, crédibilité du gouvernement et de la bureaucratie, probabilité de la modification de l'environnement politique et des règles du commerce international etc.),
- l'autorité de la loi (la mise en application des contrats)

- le niveau de corruption (l'utilisation du pouvoir public pour des objectifs privés ce qui peut augmenter l'incertitude concernant les gains espérés de l'activité économique et spécialement des échanges).

Ces facteurs sont accentués car ils sont supposés avoir des effets particulièrement importants sur le niveau d'incertitude liées au commerce et ainsi sur les flux commerciaux. Il y a une certaine relation entre la qualité institutionnelle et le niveau de développement mais la direction de cette causalité n'est pas évidente: les bonnes institutions peuvent être les causes du niveau élevé de développement, mais ses conséquences aussi.

Statistiquement la qualité institutionnelle et le niveau d'ouverture d'une économie sont aussi corrélés positivement ce qui peut être la conséquence du fait que le niveau d'ouverture est un variable déterminant le développement étant en corrélation avec la qualité institutionnelle<sup>48</sup>.

Il y a des recherches démontrant que le succès de la libéralisation commerciale dépend de la qualité institutionnelle<sup>49</sup>, et de plus si l'environnement institutionnel est de bonne qualité, la réduction des barrières aux échanges a des effets beaucoup plus importants que s'il est de mauvaise. Cela peut être un argument des économistes disant que la réforme commerciale est avant tout une réforme institutionnelle et non pas une simple réduction des barrières tarifaires et non-tarifaires.

La stabilité des institutions dépend largement des effets des changements institutionnels sur la distribution des revenus – si les groupes de pression de grande influence voient leur situation se dégrader, ils peuvent même renverser ces changements. Dans le modèle Heckscher-Ohlin le théorème de Stolper-Samuelson montre que les détenteurs de certains facteurs de production peuvent avoir l'intérêt de bloquer la politique de libre-échange, et si on place la logique de ce théorème dans le modèle à facteurs spécifiques on peut voir que les coalitions de l'ensemble des facteurs de production d'une même industrie peuvent se former contre ou pour la libéralisation des échanges<sup>50</sup>.

---

<sup>48</sup> Voir ANDERSON and MARCOUILLER : Insecurity And The Pattern Of Trade: An Empirical Investigation

<sup>49</sup> Marion JANSEN- Kyvik Nordas NORDIS : Institutions, Infrastructure, Trade Policy and Trade Flows

<sup>50</sup> Pour plus de détails voir Patrick MESSERLIN : Commerce International. *Passim*.

Concernant l'acceptation sociale de la réforme commerciale il faut distinguer deux phases, notamment les suivantes:

- la phase de l'ajustement,
- la phase après l'ajustement (la phase de l'économie ouverte)

Cette distinction est expliquée par le fait que les causes de la résistance à la libéralisation ainsi que les pressions politiques contre elle peuvent être très différentes pendant les deux phases.

#### *L'acceptation sociale pendant la phase d'ajustement*

Le processus d'adaptation à la libéralisation commerciale implique des coûts à court terme qui sont payés principalement par les secteurs étant en compétition avec les importations ce qui implique que la résistance politique à la réforme et la pression pour en inverser le cours peuvent provenir des entreprises et des salariés de ces secteurs.

Les entreprises de ces secteurs peuvent très bien voir baisser leurs ventes et leurs profits ou il est même possible qu'elles devront cesser leur activité bien que les employés puissent devoir faire face à la diminution des salaires et de la suppression d'emplois.

La concentration des coûts d'adaptation peut rendre plus difficile le processus de la libéralisation car plus les perdants des réformes sont concentrés, plus il est probable qu'ils unissent leur force pour lutter contre elles. La résistance organisée peut être typique même si une partie des employés perdant leur emploi à cause de la libéralisation trouve un emploi mieux payé dans des secteurs exportateurs et une partie des entreprises peut s'adapter à la nouvelle situation.

Pour lutter efficacement contre une telle résistance il faut au moins que les futurs gagnants du processus soit au courant de leur futur – mais les membres du groupe des perdants initiaux de la réforme ne savent pas tout simplement en avance s'ils seront parmi les perdants ou les gagnants à long terme. A cause de cette absence d'informations il est possible que même les futurs gagnants de la libéralisation (ceux qui vont se trouver finalement dans une meilleure

situation) vont juger *a priori* plus sage de se militer contre les réformes que de courir le risque d'être parmi les perdants des changements.

On peut donc compter avec une certaine résistance de la part des perdants et de ceux qui se considèrent des perdants potentiels. Il y a deux approches en ce qui concerne la lutte contre la résistance:

- l'approche axée sur la nécessité de créer des gagnants et
- l'approche visant à minimiser les pertes des ceux qui souffriront de l'adaptation.

• *Créer des gagnants de la réforme commerciale*

La création des gagnants doit se faire aussi rapidement que possible afin de contrebalancer la pression à l'encontre de la libéralisation des échanges. Les gagnants de la réforme commerciale sont principalement des consommateurs et des secteurs exportateurs – du point de vue de l'acceptation sociale de la libéralisation l'importance du premier groupe est limité à cause du fait qu'il soit très modestement organisé et ainsi son poids politique est faible (à l'exception des élections).

Mais les exportateurs peuvent jouer un rôle important surtout si la libéralisation est réciproque et donne de nouvelles possibilités aux entreprises vendant leurs produits à l'étranger.

L'objectif des institutions doit être donc d'améliorer la situation des exportateurs ce qui peut prendre deux formes:

- améliorer les flux d'informations car mieux les exportateurs sont informés des nouvelles possibilités, plus leurs réactions à celle-ci seront rapides<sup>51</sup>,
- améliorer le fonctionnement des marchés financiers pour que la réaction de l'offre à la libéralisation commerciale soit adéquate.

---

<sup>51</sup> D'améliorer les flux d'informations peut coûter très cher surtout s'il s'agit de prendre pied pour la première fois sur un marché étranger.

• *Atténuer les pertes individuelles*

L'autre façon d'accroître l'acceptation sociale des réformes commerciales est de réduire les coûts d'adaptation des secteurs concernés. Ces efforts doivent être axés sur les salariés des secteurs exposés à la concurrence des importations, car ils doivent probablement traverser des périodes de chômage avant de trouver un nouvel emploi. De ce point de vue les facteurs importants sont les suivants:

1. le fonctionnement (la rigidité) du marché de l'emploi,
2. les politiques de protection de l'emploi,
3. les salaires minimum,
4. le niveau de syndicalisation,
5. le fonctionnement des marchés de crédit,
6. le système de protection sociale.

*L'acceptation sociale d'un régime commercial ouvert*

A côté de ses coûts à court terme, la politique de libéralisation commerciale a ses coûts à long terme aussi, donc il va y avoir des effets négatifs à long terme pour certains. Il s'agit des effets suivants:

- l'exposition accrue au risque externe: l'ouverture rend l'économie en question plus sensible aux chocs externes<sup>52</sup>
- les effets de répartition: le commerce accroît la demande pour certains types de main-d'œuvre et la réduit pour d'autres ce qui peut causer la hausse du chômage et l'intensification de l'inégalité sociale<sup>53</sup>.

Selon Rogowsky, Linda A. Linkins, Karl S. Tsuji (2001)<sup>54</sup> la question la plus importante de la libéralisation commerciale est si elle génère les bénéfices que ses propagateurs projettent ou

---

<sup>52</sup> En même temps l'ouverture peut réduire les effets négatifs des chocs internes ce qui rend difficile de constater a priori si les individus sont plus sensibles au risque dans une économie ouverte que dans une économie fermée.

<sup>53</sup> Les estimations de la contribution du commerce à l'accroissement de l'inégalité diffèrent largement d'une étude à l'autre.

<sup>54</sup> Voir Robert A. ROGOWSKY, Linda A. LINKINS, Karl S. TSUJI: Trade Liberalization: Fears and

imposent les coûts anticipés par ses opposants. Les avocats de la libéralisation disent que les échanges sont un moteur de la croissance, que ce soit des échanges entre les individus ou entre les différents pays du monde.

- La baisse des tarifs et la destruction des autres formes de barrières aux échanges rendent possible que les ressources soient utilisées le plus efficacement possible.
- L'augmentation de la concurrence représente une incitation d'être plus efficace et compétitive donc d'utiliser les ressources domestiques plus efficacement.
- La possibilité de vendre des produits à un marché plus grand rend possible de tirer profit des économies d'échelle.
- L'ouverture des frontières représente de nouvelles opportunités d'alliance stratégique et de nouveaux fournisseurs.
- La diffusion de la technologie devient plus rapide et plus extensive.

Les opposants de la libéralisation accentuent par contre les coûts potentiels et effectifs représentés par la disparition de cette sorte de protection des producteurs domestiques :

- L'augmentation des importations augmente la pression concurrentielle sur les producteurs domestiques ce qui peut causer la hausse du chômage.
- La désindustrialisation – la fuite des capitaux vers les sites de production moins chers – augmente le chômage surtout parmi les travailleurs non-qualifiés.
- L'augmentation du chômage augmente l'inégalité sociale.
- La détérioration de la balance commerciale représente un danger vif à l'emploi et à la sécurité économique.
- Le libre échange peut avoir comme conséquence l'obligation d'accepter certains standards d'environnement et de sécurité ce qui compromet la souveraineté nationale.
- La baisse de la protection commerciale peut représenter un danger concernant la sécurité.

Les arguments des opposants de la libéralisation sont répandus, ce qui signifie que même si ces arguments sont faux, ils peuvent déterminer le développement du pays en question donc les responsables politiques doivent les prendre en considération s'ils veulent que le processus de libéralisation soit accepté et puisse continuer même après les élections.

Les institutions déterminent donc comment les conséquences théoriques de la libéralisation commerciale se réalisent. En ce qui concerne la politique économique en tant qu'un élément de la matrice institutionnelle, il faut voir comment les différentes branches de la politique économique peuvent influencer sur le commerce.

## SECTION 2.

### ***L'environnement économique et le commerce***

Les liens entre le commerce et la politique économique sont de deux sortes: d'une part le commerce influe sur les variables macroéconomiques et d'autre part l'environnement macroéconomique influe sur le commerce. L'influence du commerce est expliquée par le fait que le commerce peut modifier la dynamique de la croissance économique, sa stabilité et sa répartition, l'influence inverse provient de l'importance de l'environnement macroéconomique du point de vue du fonctionnement de l'économie, notamment des relations commerciales. Les domaines les plus importants de cette relation réciproque sont la croissance économique et l'inflation.

### **Croissance économique et commerce**

Le lien entre l'ouverture commerciale et la croissance économique semble évident : toutes les études examinées par le World Trade Report 2004<sup>55</sup> témoignent de l'importance du commerce pour la croissance économique. Ces études montrent que l'ouverture du commerce est une variable statistiquement significative qui permet d'expliquer les différences de croissance économique entre les divers pays.

Le commerce influe l'activité économique via les importations et les exportations. *Les importations* peuvent être utilisées en tant qu'intrants dans la production et par conséquent influent directement le niveau de la production et l'investissement. De plus, elles entrent en concurrence avec la production domestique et ainsi peuvent causer l'éviction des firmes domestiques du marché domestique. Les importations sont importantes du point de vue du marché de travail aussi, car en influant le niveau de la production, elles influent indirectement la demande de main-d'œuvre. Comme les importations peuvent concerner les biens de

---

<sup>55</sup> Il s'agit de 18 papers qui ont été publiés entre 1995 et 2002.

consommation, elles ont des effets sur décisions des consommateurs de dépenser leurs revenus ou d'épargner. Un autre lien concerne l'effet du commerce et des politiques commerciales sur l'épargne publique : l'évolution du commerce et des politiques commerciales entraîne des variations des recettes budgétaires<sup>56</sup>, ce qui modifie la capacité d'épargne des pouvoirs publics.

*Les exportations* sont une composante de la demande globale et ainsi elles stimulent la croissance, et ainsi le revenu et l'emploi. En élargissant les marchés ouverts aux firmes domestiques, les exportations peuvent créer les conditions d'une baisse des coûts de production à cause des économies d'échelle et de l'augmentation de la productivité.

En ce qui concerne la relation inverse, la croissance a aussi ses effets sur le commerce – le principal canal de transmission des chocs macroéconomiques au commerce est le marché des changes, mais les chocs internes nominaux peuvent causer des modifications des politiques monétaires, qui sont transmises par les marchés financiers. Toutes choses égales par ailleurs la croissance économique domestique entraîne une augmentation de la demande d'importations et détourne les ressources de la production de marchandises exportables vers la production de marchandises destinées au marché intérieur. Si les autres conditions sont inchangées, la balance commerciale se détériore. Par contre, la stagnation de la demande domestique « pousse » les producteurs à rechercher des marchés à l'étranger: les exportations augmentent et la balance commerciale s'améliore.

L'élasticité de la réponse des entreprises et des ménages aux variations du revenu disponible diffère en général selon la nature des produits. Les variations de la demande intérieure globale peuvent aussi peser sur les exportations à court terme: dans certains pays, les exportateurs répondent positivement à une baisse des ventes intérieures en cherchant de nouveaux marchés; dans d'autres pays, ils sont beaucoup plus lents à réagir.

Les effets de la croissance économique sur le commerce se font sentir à la fois à court terme et à long terme. Les effets à court terme correspondent aux variations des importations qui causent en général des fluctuations du niveau et de la composition des dépenses intérieures, dues à l'évolution des prix relatifs. Les effets à long terme reflètent les modifications des

---

<sup>56</sup> La croissance des importations se traduit par une augmentation des recettes tarifaires, et de même, une réduction des taux de droits conduit à une diminution des recettes tarifaires.

techniques de production et les fluctuations plus durables de la demande. Les effets directs de la récession résultent d'une baisse réelle de la demande globale et de l'inflation, tandis que les effets indirects découlent des pressions accrues exercées par les entreprises nationales pour être protégées contre la concurrence étrangère. En outre, le renforcement de la protection dans un pays peut entraîner des mesures de rétorsion, donc un repli des partenaires commerciaux.

## **Inflation et commerce**

L'influence des relations commerciales sur l'économie domestique se manifeste le plus spectaculairement au niveau des prix : le commerce influe avant tout sur le niveau général des prix par la transmission du prix des biens importés, car la hausse des prix à l'importation rend plus chers les intrants importés et peut causer une pression inflationniste. A part cela le commerce influe sur les prix relatifs et ainsi sur la relation de l'offre et la demande aussi ce qui peut aussi avoir des conséquences au niveau de l'inflation.

La mesure dans laquelle les variations des prix à l'importation se traduisent par une hausse des prix générale dépend de plusieurs facteurs:

- de la part des intrants importés dans le coût total de la production,
- des méthodes de fixation des prix des intrants importés et
- du lien entre les prix à l'importation et le taux de change.

En général l'inflation détériore la compétitivité des firmes nationales par rapport aux importations et aux producteurs étrangers, donc si les prix domestiques augmentent, toutes choses égales par ailleurs, la balance commerciale se détériore. Par contre, l'augmentation des prix mondiaux par rapport aux prix intérieurs (*poussée inflationniste globale*) encourage les exportations et décourage les importations<sup>57</sup> ce qui – *ceteris paribus* - améliore la balance commerciale.

En général l'inflation est préjudiciable au commerce pour plusieurs raisons.

- La hausse des prix, les prix instables et donc imprévisibles découragent

---

<sup>57</sup> La hausse des prix à l'exportation améliore la rentabilité des firmes exportatrices ce qui représente une incitation à transférer des ressources vers la production des marchandises échangeables.

l'investissement.

- L'inflation crée une incertitude qui peut entraîner une allocation des ressources peu judicieuse entre biens échangeables et non échangeables
- L'inflation élevée peut causer la fuite des investisseurs se désengageant des actifs domestiques.
- L'inflation peut entraîner une demande de protection accrue contre la concurrence étrangère.

Les études confirment que l'instabilité du taux de change et des prix intérieurs est fortement liée aux déséquilibres externes. L'étude de Wyplosz (2003) montre que les pays où le taux d'inflation est faible ont tendance à développer davantage d'activités commerciales entre eux que les pays avec une inflation élevée et instable. Les pays enregistrant une forte volatilité du taux de change ont aussi tendance à être moins intégrés selon Rose (2000). Frankel et Rose (2000) et Parsley et Wei (2003) disent que l'adhésion des pays à une union monétaire stimule le commerce tout autant ou même davantage que les arrangements de libre-échange. La politique commerciale peut être aussi un facteur interne pesant sur les taux de change. Les différences d'instabilité du taux de change réel effectif au niveau international peuvent s'expliquer par des différences d'ouverture commerciale aussi<sup>58</sup>.

### **Politique macroéconomique et politique commerciale**

Même si on suppose que la „bonne” politique commerciale, donc la libéralisation commerciale est avantageuse pour le pays qui l'applique, on doit supposer que le succès dépend de la gestion des autres branches de la politique économique. Les différentes politiques économiques doivent être cohérentes donc elles doivent « pousser l'économie » dans la même direction – il est sûrement sous-optimal d'avoir une politique monétaire expansionniste et une politique budgétaire restrictive ou d'appliquer une politique de change protectionniste et une politique de libéralisation commerciale.

Cette cohérence suppose qu'on accepte le principe de l'interdépendance des politiques économiques donc le fait que la gestion d'une des branches de la politique économique peut améliorer ou détériorer l'efficacité de la gestion d'une autre branche. Dans le cas concret de la politique commerciale le principe de cohérence signifie que les bénéfices de la libéralisation

---

<sup>58</sup> Harald HAU: Real Exchange Rate Volatility and Economic Openness: Theory and Evidence.

commerciale seront plus importantes si elle est accompagnée des politiques économiques de soutien.

Il y a quatre facteurs économiques qui peuvent avoir des effets importants concernant le succès de la politique commerciale, notamment les suivantes<sup>59</sup>:

1. la politique macroéconomique générale,
2. l'infrastructure,
3. la structure des marchés domestiques,
4. la qualité de la gouvernance et des institutions domestiques.

La politique commerciale et la politique macroéconomique sont des instruments gouvernementaux avec des objectifs différents. La politique commerciale est souvent considérée en tant qu'une politique visant la protection des producteurs de certains secteurs domestiques ou la maximisation (ou au moins l'augmentation) des revenus de l'État sous forme des droits de douane. La politique macroéconomique par contre essaient de stabiliser le niveau des prix, le budget de l'État, l'équilibre extérieur et les cycles économiques, de modifier l'allocation des ressources en prenant en compte les coûts et les bénéfices sociaux ou de redistribuer les revenus pour des raisons d'égalité et de solidarité. La libéralisation commerciale est une réforme de la politique commerciale d'un pays pour augmenter le bien-être en améliorant l'allocation des ressources à long terme. La politique macroéconomique par contre, est plutôt une politique s'occupant de la gestion de l'environnement économique à court terme, spécialement de celle de la production, de l'emploi, du niveau des prix et de la balance des paiements.

La différence est fondamentale entre ces deux sortes de politique, mais en même temps on peut conclure que le succès de la politique de libéralisation commerciale dépend en partie de la conduite de la politique macroéconomique. Si la politique macroéconomique est mal désignée, cela peut causer que la politique de libéralisation sera perçue en tant qu'une défaillance et peut causer un certain retour aux pratiques protectionnistes détériorant le bien-être. On peut dire que la bonne conduite de la politique macroéconomique est une *condition*

---

<sup>59</sup> WTO (2004): World Trade Report 2004.

*sine qua non* du succès de la libéralisation commerciale et qu'il y a une interaction entre la libéralisation commerciale et la politique macroéconomique.

A long terme la politique de libéralisation cause la transformation de la structure de l'économie par un glissement des ressources allant des secteurs de substitution d'importation vers les secteurs d'exportation. C'est un processus d'ajustement à long terme, ce qui est toujours accompagné à court terme des difficultés qui peuvent être contrebalancées au moins en partie par les pratique de la politique macroéconomique. Les facteurs macroéconomiques à prendre en considération sont les suivants :

- le taux de change,
- la politique monétaire (la politique du taux d'intérêt),
- la politique fiscale,
- la politique des revenus et de salaire,
- la politique de crédit.

Selon Mussa (1987)<sup>60</sup> la politique macroéconomique n'a pas d'importance significative si :

- l'allocation des ressources se fait instantanément et sans coûts entre les différents secteurs selon les signaux définis par les prix relatifs,
- toutes les ressources sont utilisées (*clear markets*),
- il n'y a pas de distorsions sur le marché qui pourraient diminuer significativement les bénéfices provenant de la libéralisation commerciale.

Dans un cas pareil, la politique de change et la politique monétaire influencent le niveau des prix et le niveau des réserves de la banque centrale, mais ils n'ont pas d'influence sur les prix relatifs ou sur les autres conséquences réelles et structurelles de la libéralisation commerciale. La politique fiscale doit remplacer les revenus perdus à cause de la destruction des barrières commerciales, elle peut modifier la division du travail entre le secteur public et privé, mais ne peut pas influencer les conséquences de la libéralisation en tant que telle. Dans une telle situation, la politique macroéconomique est neutre concernant la libéralisation des relations commerciales.

---

<sup>60</sup> Michael MUSSA: Macroeconomic policy and trade liberalization - some guidelines.

S'il y a des rigidités permanentes concernant les prix nominaux et relatifs, et l'allocation des ressources réelles et financières est irréalisable à cause des engagements politiques ou des autres sortes de considérations non-politiques, les possibilités de la politique macroéconomiques sont aussi modestes, car une économie si inflexible n'est pas capable de réallouer ses ressources, sauf si aux coûts extrêmement élevés. Cela signifie qu'un tel environnement rend même la libéralisation commerciale entière non désirée, donc pour augmenter le bien-être il faut avant tout essayer d'éliminer ou de réduire les rigidités du système économique.

L'importance de la politique macroéconomique vient du fait que les pays libéralisant leur commerce ne peuvent pas être décrits par les caractéristiques mentionnés ci-haut. Dans un cas intermédiaire on peut supposer qu'il s'agit d'un pays avec une protection assez importante concernant les secteurs de substitution d'importation, et d'un gouvernement qui a l'objectif de baisser le niveau du protectionnisme en quelques années d'une grandeur importante. Un tel pays ne peut pas être considéré comme un pays sans aucune rigidité au niveau de son système économique, mais en même temps il n'est pas rationnel de supposer un niveau de rigidité qui empêche toute sorte d'ajustement et de réallocation des ressources. Il était déjà mentionné que la gestion de la politique économique et de la politique de libéralisation commerciale doit prendre en considération les caractéristiques de l'économie – donc dans ce cas-la sa position sur cette „échelle de rigidité”.

Même si les prix ne sont pas extrêmement rigides, le déplacement des ressources exige du temps et représente des coûts, ce qui rend impossible l'ajustement immédiat juste après les mesures de libéralisation (donc la modification des prix relatifs). Les exportations accrues ne peuvent pas être vendues en une quantité illimitée sur le marché global ce qui représente aussi des coûts et des retards. On peut supposer une certaine rigidité au niveau des salaires nominaux et réels aussi, surtout dans les pays et dans les secteurs avec une syndicalisation forte et des syndicats influents.

A long terme la conséquence la plus importante de la libéralisation commerciale sera:

- l'expansion des exportations traditionnelles et non-traditionnelles,
- baisse de l'activité économique au niveau relatif des secteurs de substitution

d'importation,

- restructuration des différents secteurs en concurrence avec les produits importés, déplacement des ressources des secteurs plus protégés auparavant vers les secteurs moins protégés,
- déplacement des ressources des secteurs des produits non-échangeables vers les secteurs des produits échangeables.

Un autre facteur important est celui de la crédibilité des autorités, car les agents économiques savent que la possibilité de laisser tomber la politique de libéralisation est toujours existante. Une telle possibilité sera plutôt moins probable si les autorités doivent faire face à des conséquences sérieuses au cas du renversement. D'une façon similaire les agents peuvent anticiper que les autorités ne soient pas capables de soutenir un taux de change nominal donné, mais ces anticipations seront sérieuses seulement s'il y a des facteurs forçant le gouvernement de changer sa politique déclarée auparavant. Les conditions existant dans le reste du monde peuvent jouer aussi un rôle important: la libéralisation a plus de chance d'être un succès si la croissance économique est rapide dans l'économie globale, et la même chose est vrai pour la bonne gestion macroéconomique.<sup>61</sup>

Selon les expériences il y a certaines combinaisons de la politique de change, la politique monétaire et la politique fiscale qui sont consistantes avec le succès de la politique de la libéralisation commerciale, et il y en a certaines qui créent des difficultés et empêchent son succès. Dans ce chapitre je vais présenter la relation des différents branches de la politique économique et la libéralisation commerciale en général, et après je vais focaliser mon attention sur la politique de la banque centrale, et essentiellement la politique de change.

### **L'importance de la politique fiscale**

Dans les pays développés il n'y a pas de lien direct entre la politique fiscale, la politique monétaire et la politique commerciale : les gouvernements n'ont pas besoin de la banque centrale pour financer le déficit public, les revenus provenant des tarifs et des autres barrières aux échanges ne sont pas des éléments importants du budget donc il n'est pas typique de gérer

---

<sup>61</sup> Malheureusement ces observations ne donnent aucune aide en ce qui concerne le moment du déclenchement de la réforme. Comme la libéralisation commerciale est une politique de long terme avec des conséquences à long terme, le moment le plus pratique est quand les conditions économiques sont plutôt neutres au niveau global.

la politique commerciale pour des objectifs fiscaux. Ce n'est pas toujours le cas dans les pays en voie de développement et les pays en transition.

Au niveau indirect, le lien est important : la libéralisation commerciale augmente les revenus budgétaires à cause de la dynamisation de la production et la reallocation des ressources, mais ces effets se réalisent seulement à long terme. A court terme la destruction des barrières aux échanges peut causer la baisse des revenus de l'État et ainsi l'augmentation du déficit public (même s'il est possible d'imaginer qu'en réduisant les droits de douane les plus élevés et en conservant les droits les plus modérés, l'assiette fiscale peut s'améliorer). Si la position fiscale du pays est forte, il n'y a pas de soucis, mais s'il y a un besoin de financement, cela peut causer des difficultés. Le gouvernement peut demander de l'emprunt des banques commerciales et des investisseurs étrangers, il y a la possibilité de demander l'aide budgétaire des institutions internationales (Banque Mondiale, Fond Monétaire International etc.) et il est aussi possible de dévaluer la monnaie (une dévaluation peut augmenter les revenus du budget et améliorer la position budgétaire en améliorant la position compétitive des firmes exportatrices et en causant une inflation non-anticipée).

En ce qui concerne la politique fiscale, le point le plus critique est d'assurer le contrôle du déficit public. A court terme la libéralisation commerciale peut rendre plus difficile cette tâche à cause des conséquences possibles :

- baisse des revenus publics provenant des impôts et des taxes sur les exportations,
- baisse des revenus publics provenant des firmes des secteurs produisant des produits de substitution d'importation,
- augmentation des subventions et des aides fiscales aux entreprises exportatrices,
- augmentation des aides fiscales des compagnies touchées par les importations plus compétitives.

Comme du point de vue du budget la libéralisation commerciale est désavantageuse à court terme, un tel processus peut rencontrer les difficultés de la part des responsables de la politique fiscale – il n'est pas nécessaire que la totalité du gouvernement soit contre la libéralisation du commerce, mais cette opinion peut aussi apparaître au niveau gouvernemental aussi.

## **L'importance de la politique des revenus**

La libéralisation commerciale exige souvent un certain ajustement de la structure d'équilibre des salaires réels dans les différents secteurs de l'économie. Le salaire réel des employés qualifiés des secteurs intensivement protégés doit baisser, par contre celui des employés qualifiés des secteurs exportateurs doit augmenter. Ce processus d'ajustement peut être modéré ou même éliminé à cause du déplacement des ouvriers des secteurs en contraction vers les secteurs en expansion.

Un tel ajustement peut causer la résistance des employés concernés, la hausse du chômage et la faillite de certaines firmes dans les secteurs profitant auparavant de la protection commerciale. Cette résistance est plus importante concernant les salaires nominaux que les salaires réels ce qui veut dire que les mesures baissant le salaire réel sans baisser le salaire nominal peut représenter une solution possible : il peut s'agir notamment de la dévaluation de la monnaie nationale causant la hausse non-anticipée des prix.

Il n'est pas évident que la dévaluation ou la politique des revenus du gouvernement soient capables de gérer ce problème – tout simplement car les gouvernements ne disposent pas les moyens de contrôler complètement tous les salaires. L'influence est directe concernant ceux qui travaillent directement au gouvernement (le secteur public), il existe une influence indirecte concernant ceux qui travaillent pour les entreprises publiques, mais au secteur privé ce n'est que la régulation gouvernementale qui peut avoir des effets sur les revenus (salaire minimum, arrangement d'indexation etc.) Ces influences ne sont pas toujours suffisantes, mais peuvent minimiser les difficultés transitoires de la libéralisation des échanges (surtout si la libéralisation est accompagnée d'une dévaluation de la monnaie aussi).

Il y a la possibilité de subventionner les salaires dans les secteurs souffrant des conséquences de la libéralisation commerciale, mais ces subventions sont plutôt dangereuses du point de vue du succès de la réforme. L'objectif le plus important de la libéralisation commerciale est de déplacer les ressources de l'économie vers les secteurs où leur produit marginal social est plus élevé – les subventions sont contraires à cet objectif, car elles diminuent l'incitation des employés de se déplacer vers les secteurs plus compétitifs.

La politique de libéralisation peut donner naissance au besoin de baisser les salaires réels dans certains secteurs de l'économie. Pour cette raison il faut éviter la baisse généralisée des prix (la déflation) : il peut même être utile de générer une certaine accélération de l'inflation même si c'est contraire aux objectifs de la banque centrale.

Selon la théorie néo-classique la libéralisation commerciale augmente la richesse du pays qui l'applique, mais il n'est pas évident comment cette richesse est distribuée dans la société. Krugman (2008) dit<sup>62</sup> que la libéralisation a réduit les revenus de la majorité des employés donc les gains provenant de l'ouverture des frontières se concentre au top de la société. Cette assertion est basée sur le fait que les importations des biens complexes sont de plus en plus originaires des pays en voie de développement, des pays où les salaires sont beaucoup plus bas que dans les pays développés importateurs. L'augmentation du commerce avec les pays en voie de développement baisse le salaire réel des employés des pays développés ce qui rend la question de la libéralisation commerciale plus difficile au niveau politique. Le commerce entre les pays caractérisés par des salaires élevés est une situation gagnante pour tous les pays participants car il augmente la productivité et les salaires aussi. Mais si l'intensification du commerce se produit entre les pays avec des niveaux de développement très différents, la libéralisation ne va pas créer que des gagnants, mais aussi des perdants. Les grands perdants d'un tel processus seront les employés moins éduqués qui peuvent perdre leur emplois ou voir leur salaire baisser à cause de la libéralisation<sup>63</sup>. Selon Krugman les estimations faites aux années 1990<sup>64</sup> ne sont plus utilisables pour estimer les effets de la libéralisation commerciale sur les salaires relatifs dans les pays développés, car la structure des échanges a changé radicalement. L'augmentation des importations des produits manufacturés a « probablement contribué à l'augmentation de l'inégalité dans les pays développés »<sup>65</sup>.

---

<sup>62</sup> Paul KRUGMAN: Trade and Wages Reconsidered. Preliminary draft for the spring meeting of the Brookings Panel on Economic Activity

<sup>63</sup> Surtout si les pays exportateurs sont des pays avec des salaires largement inférieurs au salaires du pays importateur.

<sup>64</sup> Selon les estimations de Paul KRUGMAN, Robert LAWRENCE et William CLINE les effets du commerce entre le Nord et le Sud étaient plutôt modestes en ce qui concerne le niveau d'inégalité dans le pays développés, le changement du rapport des salaires des employés qualifiés et non-qualifiés était entre 3-7 pour cent. Voir Paul KRUGMAN op. cit.

<sup>65</sup> *Ibidem.*

## **L'importance de la politique de crédit**

L'influence des gouvernements sur le marché des crédits peut être très différente dans les pays différents. Dans les pays développés cette influence est très limitée, mais dans les pays en voie de développement c'est souvent l'État qui est le plus grand emprunteur des banques domestiques, dispose d'une monopole virtuelle concernant des crédits venant de l'étranger et les conditions de crédits des entreprises privées sont aussi influencées par le gouvernement.

L'importance de la politique de crédit est liée au fait que l'expansion des exportations est souvent un des objectifs primordiaux de la libéralisation commerciale. Pour une telle expansion les exportateurs doivent augmenter leurs investissements fixes et leurs fonds de roulement (*working capital*). Une certaine partie d'une telle expansion peut être financée par les entrepreneurs privés, mais ils peuvent aussi avoir besoin du crédit supplémentaire. Une politique gouvernementale visée peut envisager que la quantité suffisante de crédit soit disponible à des conditions reflétant les coûts d'opportunité du capital et les risques des entreprises particulières. Il faut en même temps que la demande de crédit ne soit pas excessif par rapport à l'offre de crédit domestique car cela peut causer la détérioration de la balance extérieure.

Après la libéralisation des échanges, *les secteurs protégés ex ante* peuvent se trouver dans une situation financière difficile - à cause de la perte de la protection et la reallocation des crédits vers les exportateurs. Si ces difficultés ne sont pas trop sévères et trop répandues, il n'y a pas besoin de réponse de la part du gouvernement : les prêteurs des secteurs protégés doivent tout simplement dévaluer une certaine partie de leurs crédits ce qui fait partie des affaires normales. Si les problèmes de crédit sont plus profonds, il y a un certain danger de crise au niveau du système financier, surtout si les banques continuent à emprunter aux entreprises en faillite pour éviter l'annulation partielle des crédits donnés.

Pour contrebalancer ce danger il faut que le rythme de la libéralisation commerciale et l'ampleur de la dévaluation des crédits soient contrôlés de telle façon que la probabilité de

mettre en danger le système financier soit limitée. La responsabilité des autorités de supervision est aussi importante de ce point de vue.

Les problèmes spéciaux apparaissent si l'allocation des crédits se fait quantitativement à un taux d'intérêt plus bas que le coût d'opportunité social (souvent à un taux d'intérêt réel négatif). L'allocation des crédits entre les exportateurs dépend souvent des décisions bureaucratiques sans prendre en considération des questions de l'efficacité et de profitabilité.

Si le système financier est perturbé, l'intervention du gouvernement peut être légitime et il faut que :

- les épargnes soient encouragées avec des taux d'intérêt plus élevé,
- les prêteurs payent les taux d'intérêt reflétant les coûts d'opportunité du crédit et les risques représentées,
- l'allocation de crédit dépende de l'efficacité et de la profitabilité.

Il ne faut pas oublier que la digestion simultanée de la réforme commerciale et la réforme du système financier peut être problématique au niveau social, donc le gouvernement peut être forcé de choisir concernant le *timing* des réformes. Il peut être logique de commencer par la réforme du système financier, car une telle réforme peut résoudre le problème des distorsions sur le marché des facteurs de production, quant à la réforme commerciale, elle vise la reallocation des ressources.

L'emprunt international peut être aussi problématique. Si les entreprises privées n'ont pas la possibilité de se financer de l'étranger, il faut limiter l'emprunt officiel de telle façon que les crédits puissent être repayés à l'aide de futurs impôts et des surplus d'exportations. Si le secteur privé peut emprunter à l'étranger, il est aussi possible de contrôler cette possibilité pour éviter l'augmentation excessive des importations<sup>66</sup>.

L'augmentation des emprunts en devise étrangère peut représenter des problèmes sérieux au processus de libéralisation commerciale : elle a pour conséquence l'augmentation des

---

<sup>66</sup> Une augmentation excessive des importations peut être causée par l'accumulation de la demande des biens importés pendant la période de restriction des importations, par la peur que la libéralisation soit temporaire et que le déficit de la balance commerciale va entraîner la dévaluation de la monnaie.

dépenses domestiques et ainsi la hausse des prix des biens non-échangeables par rapport aux biens échangeables. Cette modification des prix relatif peut causer le déplacement des ressources vers la production des biens non-échangeables ce qui peut diminuer ou même annuler les effets positifs de toute la libéralisation.

La libéralisation commerciale peut causer la hausse significative du taux d'intérêt réel – cela peut se passer s'il s'agit d'un pays avec une inflation importante, un système financier ayant des défaillances et un gouvernement essayant de libéraliser les échanges commerciaux, les marchés financiers et de réduire la hausse des prix en même temps. Le taux d'intérêt élevé est plutôt lié au cycle d'inflation et de désinflation qu'au processus de libéralisation commerciale. Dans un pays avec une histoire d'inflation élevée le taux d'intérêt nominal élevé ne reflète pas que les efforts gouvernementaux de réduire la hausse des prix mais aussi la peur du retour de l'inflation élevée du passé. Pour cette raison le *taux d'intérêt réalisé*<sup>67</sup> peut être élevé pendant les périodes de désinflation quand les marchés ne sont pas encore convaincus du succès de cette politique.

Quelle que soit la cause effective de la hausse du taux d'intérêt réel, il faut admettre que cela peut représenter un problème sérieux au processus de libéralisation. Les taux d'intérêt réels élevés peuvent décourager l'expansion des exportations, détériorer la situation déjà difficile des secteurs protégés *ex ante* et du gouvernement aussi. La libéralisation commerciale doit être coordonnée prudemment avec les efforts de désinflation et d'amélioration de fonctionnement des marchés de crédit.

En conclusion le gouvernement doit assurer une offre adéquate de crédit pour financer l'expansion des exportations – la tâche difficile des autorités est justement de définir ce niveau *adéquat*. Il est aussi sûr qu'une des conditions importantes du succès est que le déficit du gouvernement n'évince pas le secteur privé au marché de crédit car ainsi c'est la politique économique même qui rend impossible le succès de la libéralisation.

### **L'importance de la balance des paiements et de la crédibilité de la politique économique**

Les problèmes de transition du protectionnisme au libéralisme peuvent être les conséquences de la non-crédibilité du gouvernement, donc du fait que les marchés ont des doutes en ce qui

---

<sup>67</sup> La différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation actuel.

concerne la volonté et/ou les possibilités du gouvernement de tenir ses promesses. Les causes de cette incrédibilité sont les suivantes:

- Si la protection est éliminée tout d'un coup, les employés et les investisseurs des secteurs concernés doivent subir des pertes importantes: les responsables politiques doivent garder sous contrôle les pertes sociales et tenir les pertes privées sous le niveau où elles peuvent empêcher la libéralisation. Si un gouvernement admet implicitement qu'il ne veut pas du tout imposer des pertes, même au cas des secteurs très protégés, les marchés peuvent avoir des doutes concernant la robustesse de l'engagement du gouvernement, et ces doutes peuvent travailler contre le succès de la réforme. Les secteurs concernés seront encouragés d'exagérer leurs revendications de dommage et de tenir les ressources dans les activités protégées ex ante en espérant que leurs protestations seront couronnées de succès. L'expansion des exportations sera découragée à cause de la peur du retour aux pratiques de protectionnisme.
- La balance des paiements du pays libéralisateur peut se détériorer à la suite de la réforme commerciale. A long terme la libéralisation commerciale a peu d'impact sur la balance des paiements car l'augmentation des importations va être contrebalancée par celle des exportations. A court terme il est possible que la balance extérieure se détériore même si les politiques fiscale et de change sont bien gérées: les importations peuvent augmenter avant que les exportations connaissent une expansion. Si la détérioration de la balance est trop importante le gouvernement peut être forcé de restreindre les importations de nouveau, ce danger est encore plus grand si les autorités essaient de soutenir le taux de change nominal en effectuant des interventions stérilisés.<sup>68</sup> Si la balance des paiements se détériore les agents économiques vont anticiper soit la dévaluation de la monnaie, soit l'introduction des contrôle d'importations. Ces anticipations peuvent causer l'achat spéculatif des biens étrangers, la sortie spéculative des capitaux ce qui va de nouveau détériorer la balance extérieure. Pour éviter une telle crise il est inévitable que le taux de change soit ajusté déjà au début de la libéralisation et tout au long du processus, si c'est nécessaire.
- La crédibilité du gouvernement dépend finalement de sa capacité de garder ses propres finances sous contrôle. Si le déficit fiscal est grand, cela détériore la balance des

---

<sup>68</sup> Les interventions stérilisées exigent des ressources en devise étrangère, donc elles causent soit la perte des réserves internationales, soit l'augmentation de l'endettement vers l'étranger. Dans tous les deux cas le déficit fiscal va augmenter ce qui va causer la détérioration de la balance des paiements.

paiements et augmente le prix relatif des biens non-échangeables. Si ce déficit est financé par la banque centrale, l'augmentation de la masse monétaire va augmenter le niveau des prix domestique par rapport au reste du monde – si le taux de change est fixe, une telle inflation va nuire les secteurs en compétition avec les importations, baisse les incitations d'investir dans les secteurs exportateurs et détériore la balance extérieure. Les gens observant et comprenant ce processus vont reconnaître que le gouvernement ne peut pas soutenir ses politiques annoncées et vont avoir des doutes profondément justifiées concernant la continuation de la libéralisation commerciale.

### ***Résumé du chapitre***

Le commerce et la politique économique sont interdépendantes: le commerce influe sur l'environnement macroéconomique et l'évolution des variables macroéconomiques influe sur le commerce.

Le commerce influence l'activité économique via les importations et les exportations, et la relation est positive : plus l'activité commerciale est importante, plus dynamique sera la croissance économique. La croissance peut aussi avoir des effets sur le commerce : les chocs macroéconomiques se transmettent sur le marché des changes et les marchés financiers et ainsi peuvent influencer sur les exportations et les importations aussi..

L'influence des relations commerciales sur l'économie domestique se manifeste le plus spectaculairement au niveau des prix : le commerce influe sur le prix des biens importés, mais aussi sur les prix relatifs et ainsi sur la relation de l'offre et la demande.

Les institutions ont une influence sur les flux commerciaux et sur l'acceptation des réformes commerciales que ce soit la création des gagnants ou la minimisation des pertes de ceux qui souffrent de l'adaptation causée par l'ouverture des frontières – pendant la phase de l'ajustement et la phase de l'économie ouverte aussi.

Le succès de la politique de libéralisation commerciale dépend en partie de la conduite de la politique macroéconomique. Comme la politique économique détermine les règles à respecter, elle fait aussi partie des institutions – ce qui signifie que les différentes branches de

la politique économique, donc la politique fiscale, la politique des revenus, la politique de crédit peuvent influencer sur le commerce et que l'évolution de la balance des paiements et la crédibilité de la politique économique jouent aussi un rôle déterminant. La politique de change a une importance particulière de ce point de vue ce qui va être présenté au chapitre suivant.

## CHAPITRE 3.

# La politique de change et le commerce

La politique monétaire est l'ensemble des règles limitant les possibilités des agents économiques ce qui fait qu'elle fait partie de la matrice institutionnelle. Au cas de la politique monétaire et surtout du système de change il s'agit des règles portant sur les mouvements possibles du taux de change et des prix domestiques. Comme ce sont des variables nominales importantes de l'économie, l'environnement monétaire déterminé par la politique monétaire peut être vu en tant qu'une caractéristique institutionnelle importante de l'économie.

## SECTION 1.

### ***La politique monétaire et de change: « une institution » de stabilité complexe***

Selon la classification de Williamson la politique monétaire – comme les autres branches de la politique économique – fait partie de l'environnement institutionnel ce qui veut dire qu'elle a des effets sur les coûts de transaction et les risques rencontrés par les agents économiques. Cette constatation est vraie pour les règles générales de la politique monétaire – en ce qui concerne la gestion de la politique monétaire (étant déterminée par les responsables de la banque centrale) il s'agit plutôt d'une certaine forme d'arrangement institutionnel ce qui peut changer même si la structure générale de la politique monétaire reste la même.

Si on accepte que l'objectif des institutions est de baisser le risque de la défaillance transactionnelle on doit aussi accepter les points suivants :

- la structure et la base juridique de la politique monétaire doit être telle qu'elle réduise les risques, les incertitudes et les coûts de transaction rencontrés par les agents économiques et assure un environnement monétaire stable aux agents économiques,
- la gestion de la politique monétaire doit être telle que la réalisation des objectifs mentionnés soit assurée le plus efficacement possible.

La base juridique de la politique monétaire est composée de la partie concernée de la constitution, la loi sur la banque centrale et toutes les autres formes de réglementation

spécifiques concernant les autorités monétaires. La gestion de la politique monétaire est l'ensemble des décisions prises par les autorités monétaires, la transparence du fonctionnement de la banque centrale (essentiellement en ce qui concerne les décisions de la politique monétaire).

### **La problématique de la stabilité économique et politique**

La politique monétaire efficace doit assurer donc un environnement monétaire stable aux agents économiques car c'est ainsi qu'elle peut contribuer à la performance des marchés. La gestion de la politique monétaire doit assurer que la réalisation des objectifs soient assurée le plus efficacement possible.

En ce qui concerne la politique monétaire il s'agit d'une *institution facilitant les échanges* en baissant les coûts de transaction et ainsi réduisant l'instabilité politique (Shirley), d'une *institution de stabilisation* assurant la stabilité de l'environnement macroéconomique (Rodrik et Subramanian) ou autrement dit d'une *institution visant la stabilité macroéconomique* (Rodrik). Du point de vue de l'efficacité de l'économie, la tâche de la politique monétaire est claire : elle doit assurer que les transactions de marché puissent se réaliser le plus efficacement possible ce qui suppose la stabilité de l'environnement monétaire (stabilité des variables nominales et essentiellement celle des prix et du taux de change nominal).

L'environnement institutionnel de haute qualité envoie des signaux évidents aux producteurs et aux investisseurs et maintient la stabilité sociale ce qui signifie que la politique monétaire doit répondre à ces mêmes exigences.

La politique monétaire peut être considérée donc comme une institution qui doit améliorer le fonctionnement des marchés. La politique monétaire est pourtant une institution complexe et cette complexité provient de la complexité des effets qu'elle peut avoir sur les différentes variables économiques.

On sait aussi que l'environnement institutionnel optimal doit assurer la bonne qualité des services publics et empêcher l'utilisation du pouvoir public pour des objectifs privés. De ce point de vue la politique monétaire optimale doit être compétente, indépendante de tous les groupes d'intérêt (y compris le gouvernement et la bureaucratie gouvernementale aussi),

crédible de telle façon que le risque de la modification de la politique suivie soit le minimal possible. La politique monétaire peut réduire ainsi l'incertitude liées au commerce et aux flux commerciaux.

Au niveau institutionnel la politique monétaire peut contribuer au succès de la politique de libéralisation commerciale en créant les gagnants de la réforme. Il faut que cela se fasse le plus rapidement possible afin de contrebalancer la pression des perdants de la libéralisation des échanges. Les gagnants potentiels sont des consommateurs et les secteurs exportateurs donc théoriquement la politique monétaire doit essayer d'aider ces agents économiques pour que la libéralisation puisse réussir. Après la phase de l'ajustement, au régime commercial ouvert la politique monétaire doit réduire au minimum le risque de change mais elle aussi doit prendre en considération que l'exposition au risque externe ait augmenté à cause de l'ouverture commerciale donc le pays est devenu plus sensible aux chocs externes.

La difficulté de la définition de la structure et de la gestion monétaire provient des facteurs suivants :

- la politique monétaire influe sur plusieurs variables macroéconomiques,
- la politique monétaire a des effets à court terme sur les variables réelles de l'économie, mais à long terme ce ne sont que des variables nominales qui sont influencées,
- la définition de la stabilité est complexe,
- au niveau de la libéralisation commerciale, les gagnants potentiels peuvent avoir des attentes différentes envers la politique monétaire,
- les attentes d'un groupe d'agents économiques bien défini peuvent être aussi contradictoires.

Sans aller dans les détails<sup>69</sup> on peut accepter que la politique monétaire peut influencer à long terme sur le niveau des prix et du taux de change mais comme l'ajustement de certains prix se fait plus lentement que celui des autres, la politique monétaire peut avoir une certaine influence à court terme sur l'activité économique, le chômage, la compétitivité internationale et la balance extérieure aussi. Si on accepte qu'au cas du chômage, l'inflation et le solde de la balance commerciale c'est la baisse et qu'au cas de l'activité économique c'est la hausse qui

---

<sup>69</sup> Voir les modèles présentés dans l'Annexe.

peut être considérée comme une évolution positive, on doit aussi accepter que la politique monétaire n'est pas capable d'atteindre une amélioration pour toutes les variables en même temps<sup>70</sup>. Si on reste à la politique de change, la baisse de l'inflation suppose l'appréciation de la monnaie quant à la baisse du déficit commercial et du chômage et la hausse de l'activité économique la monnaie doit se déprécier. La politique monétaire doit donc choisir entre ces objectifs potentiels – comme elle ne peut influencer à long terme que sur le niveau des prix, la politique monétaire considérée optimale est centrée sur la stabilité des prix et la désinflation<sup>71</sup>.

La politique monétaire est une institution de stabilité, mais la définition de la stabilité n'est pas évidente et claire. Au niveau purement macroéconomique la stabilité représente la situation où les prix ne changent pas ou changent relativement lentement sans déranger le fonctionnement du marché. Mais au niveau institutionnel de la politique économique la définition de la stabilité n'est pas nécessairement la même : la stabilité peut aussi supposer un certain équilibre des forces d'intérêt donc une situation quand les groupes d'intérêt concernés sont en équilibre et ainsi la politique suivie ne peut pas être renversée.

Ces deux définitions de la stabilité peuvent facilement se contredire : au niveau de la politique de change la stabilité économique exige la stabilisation du taux de change nominal ou au cas d'un environnement inflationniste une certaine appréciation de la monnaie bien qu'au cas de la stabilité politique la détermination des mesures et de la stratégie monétaire dépend de l'influence relative des groupes d'intérêt : si par exemple l'influence des exportateurs est plus importante que celle des ménages (des consommateurs) la politique assurant la stabilité peut très bien être une politique de dévaluation.

Les gagnants potentiels de la libéralisation commerciale peuvent aussi avoir des attentes différentes envers la politique monétaire, ce qui rend difficile de déterminer quelle politique à appliquer. Si on accepte que les agents économiques pouvant profiter le plus de l'ouverture des frontières sont les consommateurs (à cause de la baisse des prix) et les exportateurs (à cause de la réciprocité de la libéralisation et la baisse des prix des intrants importés), on peut voir que leur politiques de change optimales sont différentes au moins à court terme : les consommateurs ont intérêt de pousser les autorités de suivre une politique de surévaluation,

---

<sup>70</sup> On ne parle pas ici des effets provenant de la crédibilité de la politique monétaire.

<sup>71</sup> Voir le modèle de Barro et Gordon dans l'Annexe.

les exportateurs par contre favorisent une politique de dévaluation à cause des conséquences d'une telle politique sur la compétitivité de ce secteur.

Les attentes d'un même groupe d'intérêt peuvent être aussi contradictoires. Les secteurs produisant des biens échangeables peuvent avoir des préférences à la stabilité et à la flexibilité du taux de change en même temps : les exportateurs favorisent les taux de change fixes car cela baisse les risques de change, mais ils ont intérêt d'avoir une monnaie relativement sous-évaluée aussi. (Cette contradiction peut causer que les autorités fixant leur taux de change pour des raisons liées au commerce international peuvent avoir des incitations d'utiliser des mesures de protectionnisme commercial si une appréciation réelle de la monnaie détériore la compétitivité des exportateurs du pays.)

### **La transmission monétaire – l'importance du canal de taux de change dans les petites économies ouvertes**

Jusqu'aux années 1990 la grande partie de la littérature scientifique s'occupant de la politique monétaire optimale s'est concentrée plutôt à l'importance du taux d'intérêt, mais les études plus récentes ont mis l'accent sur le fait que la politique de change est un instrument fondamental de la politique monétaire des économies ouvertes, surtout en période de transition.<sup>72</sup>

S'il y a un écart entre le taux d'inflation anticipé et le taux d'inflation que les autorités monétaires tentent d'atteindre, la politique monétaire a la possibilité de réagir avec la restriction ou l'expansion des conditions monétaires – ce qui signifie avant tout la modification du taux d'intérêt.

La politique monétaire influe sur les variables économiques (le revenu et les prix) par les canaux de transmission<sup>73</sup> dont les plus importants sont les suivants:

- le canal de taux d'intérêt,
- le canal de taux de change et
- le canal des anticipations.

---

<sup>72</sup> Ozge SENAY: The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules. *Passim*.

<sup>73</sup> Pour plus de détails voir Frederic S. MISHKIN : Les canaux de transmission monétaire : Leçons pour la politique monétaire.

L'influence du canal de taux d'intérêt<sup>74</sup> provient du fait que la modification du taux d'intérêt de la banque centrale a des effets sur les coûts de crédits en devise nationale et ainsi influe sur l'activité d'investissement et de consommation des agents économiques donc la demande des biens et des services.<sup>75</sup> La baisse du taux d'intérêt de la banque centrale se reflète au niveau des taux d'intérêt bancaires et ainsi augmente la demande par rapport à l'offre déterminée par les facteurs de production en utilisation ce qui représente la hausse de la poussée inflationniste dans l'économie. La hausse du taux d'intérêt a des effets contraires sur l'activité et le niveau des prix.

L'évolution de l'inflation peut être influencée par le canal de taux de change aussi. Si on suppose que les risques et la liquidité sur le marché ne changent pas, la hausse (la baisse) du taux d'intérêt génère l'entrée (la sortie) des capitaux et ainsi l'appréciation (la dépréciation) de la monnaie. La modification du taux de change nominal influe sur l'inflation à deux niveaux:

- au niveau des flux commerciaux: la modification du taux de change nominal a des effets sur les exportations et les importations et ainsi influe sur la demande des biens domestiques,
- au niveau des prix des biens importés: la modification du taux de change nominal change directement le prix des biens importés exprimé en devise nationale et ainsi a des effets sur la dynamique générale des prix donc l'inflation.

Si on accepte que l'objectif le plus important de la politique monétaire soit de contrôler l'inflation à moyen terme en assurant la stabilité de la monnaie<sup>76</sup>, on peut dire que la politique monétaire peut être plus efficace dans une économie ouverte si elle réussit à contrôler le taux de change<sup>77</sup>.

---

<sup>74</sup> C'est le principal mécanisme de transmission de la politique monétaire dans le modèle keynésien de base IS-LM.

<sup>75</sup> En ce qui concerne les investissements, il ne s'agit pas que des décisions des entreprises en matière de dépenses d'investissement, mais aussi des décisions des ménages concernant leur logement et l'acquisition de biens de consommation durables.

<sup>76</sup> Pour plus de détails voir Paul ATKINSON - Jean-Claude CHOURAQUI : The Formulation of Monetary Policy: A Reassessment in the Light of Recent Experience

<sup>77</sup> Claudio SOTO: Monetary Policy, Real Exchange Rate, and the Currency Account in a Small Open Economy

L'influence de la modification du taux de change sur l'inflation dépend avant tout du niveau d'ouverture et de la taille relative de l'économie. Plus l'économie est petite et ouverte, plus la modification de la valeur externe de sa monnaie peut avoir des effets sur le niveau général de ses prix<sup>78</sup>. Dans un pays où la part des importations est moins importante, l'effet de la hausse du prix des biens importés va être moins significative concernant le niveau général des prix.

Le canal des anticipations a une importance particulière dans le fonctionnement des banques centrales modernes car ce n'est pas que les décisions concrètes et réalisées des autorités monétaires qui influent sur l'économie réelle et le processus d'inflation mais leur comportement anticipé aussi. Si la politique monétaire (et la politique économique) est suffisamment crédible en ce qui concerne la désinflation, les agents économiques prennent des décisions de prix et de salaire en supposant que le processus de désinflation va continuer. Dans un cas pareil les anticipations sont „ancrées” ce qui est une condition nécessaire de la désinflation continue et de la stabilité soutenable des prix. Si les anticipations d'inflation contribuent à la désinflation (donc si la politique monétaire est crédible et ainsi considérée soutenable) cela peut aider la banque centrale même au cas des chocs d'inflation.

La transmission monétaire se réalise toujours avec un certain retard, selon les expériences la majorité des effets sont „visibles” pendant les deux premières années après la décision concernant le taux d'intérêt. L'influence des canaux de transmission indirects de la politique monétaire est limitée à court terme<sup>79</sup> mais il y a un canal de transmission efficace même à court terme: le canal de taux de change.

Dans les petites économies ouvertes les possibilités de la politique monétaire sont différentes par rapport à celles de la politique monétaire d'une grande économie relativement fermée et cette différence provient au moins en partie des disparités au niveau de la transmission monétaire. Dans une économie grande et fermée, les modèles keynésiennes décrivent assez bien le fonctionnement de l'économie: au cas d'une politique monétaire restrictive premièrement c'est la production et le revenu qui baisse, l'ajustement des prix se fait plus tard et dure beaucoup plus longtemps. Dans une petite économie ouverte par contre ce ne sont pas

---

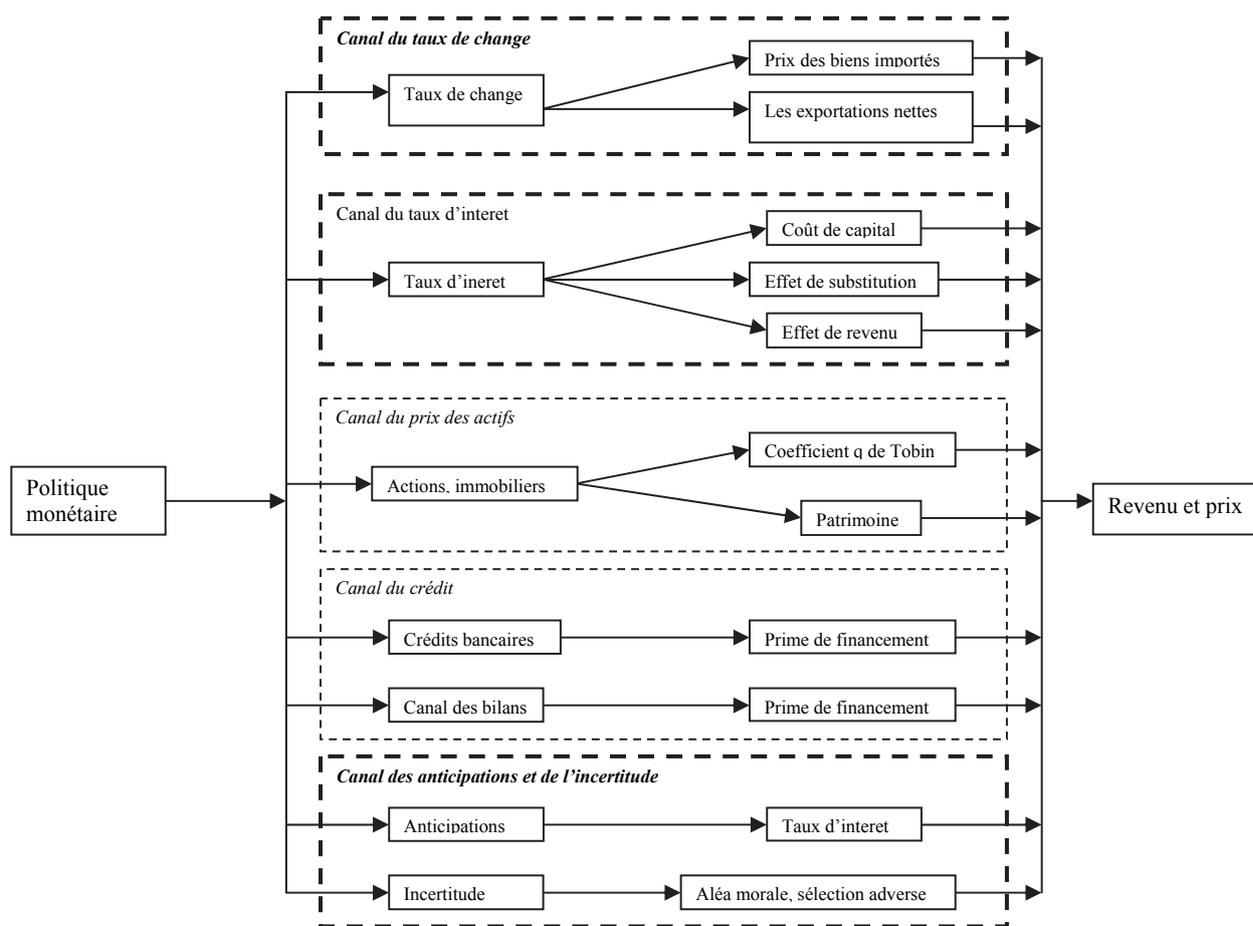
<sup>78</sup> Dans ma thèse l'inflation est équivalente à un processus de hausse générale des prix de consommation, donc une augmentation de l'indice des prix à la consommation.

<sup>79</sup> Ou même à long terme: les études empiriques montrent l'échec du taux d'intérêt comme mécanisme de transmission de la politique monétaire. Voir Ben BERNANKE - Mark GERTLER: Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Passim*.

les quantités qui réagissent et s'ajustent vite mais les variables nominales, notamment les prix. L'explication de cette différence est liée à l'ouverture des économie: si le degré d'ouverture est important, le canal de transmission monétaire le plus important est celui du taux de change. Ce fait est la conséquence des facteurs suivants:

- le poids des biens importés est très grand en ce qui concerne la consommation des ménages, ce qui fait que le *pass-through* est relativement fort,
- le poids des intrants importés et des biens intermédiaires importés est aussi important ce qui peut contrebalancer les effets du canal de taux d'intérêt (si le taux d'intérêt augmente, le taux de change s'apprécie ce qui fait que les coûts des firmes augmentent à cause de la hausse du taux d'intérêt mais baissent à cause de la modération du prix des intrants importés).

Par conséquence les effets de la politique monétaire sur la demande macroéconomique est relativement faible. A part cela si l'économie est ouverte au niveau des services financiers aussi, la politique monétaire peut perdre une grande partie de son autonomie car le contrôle de la masse monétaire devient impossible à cause de la liberté de mouvement des capitaux. Cela signifie aussi que la politique monétaire ne dispose que des moyens limités pour manipuler la demande agrégée ce qui fait que le canal du taux de change reste le canal de transmission le plus efficace.



### 3. Les canaux de la transmission monétaire

Pendant les périodes de transition les outils classiques de la politique monétaire deviennent difficilement utilisables, car le comportement des agents économiques se modifie, il y a des changements institutionnels, et la demande de monnaie devient instable face au taux d'intérêt et au revenu. Dans de telles circonstances le rôle de la politique de change devient crucial en ce qui concerne la stabilisation des prix.<sup>80</sup>

Comme au cas d'une petite économie ouverte en transition le seul canal de transmission monétaire vraiment efficace est le canal du taux de change<sup>81</sup>, au chapitre suivant je vais présenter la relation de la politique de change et du commerce.

<sup>80</sup> Voir MNB (1993a)

<sup>81</sup> Selon VONNÁK (2006) en Hongrie le seul canal de transmission de la politique monétaire est celui du taux de change.

## Politique de change et compétitivité internationale

A part les effets concernant l'inflation, la politique de change peut avoir des conséquences au niveau de la compétitivité d'une économie aussi.<sup>82</sup> Toutes choses égales par ailleurs la dépréciation ou la dévaluation de la monnaie d'un pays rend moins chères les exportations donc représente une amélioration de la compétitivité au niveau des prix et de plus, parallèlement avec cela, rend plus chères les importations, donc peut améliorer l'équilibre extérieur du pays donné.

### Études empiriques

Aux années 1940 la majorité des économistes étaient pessimistes en ce qui concerne la satisfaction de la condition Marshall-Lerner, car ils disaient que les élasticités de la demande étaient trop basses pour qu'une dévaluation de la monnaie puisse améliorer la balance commerciale.

D'une part ils ont pensé que l'instabilité des taux de change impliquait que les élasticités étaient basses, d'autre part selon les expériences, si le taux de change était fixe, la dévaluation a souvent détérioré la balance commerciale, à la place de l'améliorer. De plus les estimations économétriques de l'époque ont montré une élasticité faible, souvent moins importante que 0,5. Il faut quand même souligner que ces estimations n'ont pas pris en considération la possibilité des retards au niveau des ajustements, donc que les élasticités sont plus élevées à long terme, et ainsi la il y a plus de chance que la condition Marshall-Lerner soit satisfaite.

Aux années 1970, quand le prix de l'énergie a augmenté considérablement, la demande est restée très forte et la balance commerciale s'est détériorée, ce qui a fait penser plusieurs économistes, que la demande de l'énergie est très inélastique. Mais après un certain temps, les agents économiques se sont ajustés à la modification du prix, et la demande a baissé.

---

<sup>82</sup> Pour pouvoir parler des effets liés à la compétitivité, il faut d'abord donner une définition de cette notion fondamentalement microéconomique. Bien qu'il y ait plusieurs définitions possibles, en général on dit qu'une économie est plus compétitive qu'une autre si on peut y produire durablement d'une façon plus profitable. Évidemment la compétitivité ainsi déterminée dépend de plusieurs facteurs, parmi lesquels le taux de change n'est qu'un seul. Pour plus de détails voir KOVACS, Mihaly Andras (1999).

A partir des années 1970 plusieurs études ont été faites pour examiner les effets de la dévaluation sur la balance commerciale et celle de la balance des paiements. Cooper (1971) a examiné 24 dévaluations et il a trouvé 15 cas quand la balance des biens et des services s'est améliorée et 17 cas quand la balance des paiements s'est améliorée. Cooper n'a pas examiné les effets de la modification des autres variables, donc on ne peut pas vraiment savoir en quelle proportion cette amélioration peut être expliquée par les effets de change.

Connolly et Taylor (1972) ont développé l'étude de Cooper, et ils ont prouvé économétriquement que plus la dévaluation est grande, plus l'amélioration de la balance des paiements – mesurée au niveau des réserves internationales – est importante. Les auteurs ont examiné les effets de l'expansion des crédits domestiques après la dévaluation, et ils ont trouvé qu'une telle politique contrebalance les effets positifs de la dévaluation.

Les tests effectués par Laffer (1976) montrent qu'en 8 cas sur 15 la balance commerciale s'est améliorée l'année d'après la dévaluation, mais même après cette amélioration, en 4 cas le déficit était plus élevé que la moyenne des trois années précédant la modification du taux de change. De plus 10 pays sur 15 avaient un déficit plus grand après la dévaluation qu'avant elle, donc statistiquement rien n'a prouvé que la dévaluation puisse causer une amélioration soutenable au niveau du solde extérieur.

Salant (1976) a trouvé qu'aux trois quarts des cas la balance des paiements a montré une amélioration après la dévaluation, mais par contre, ce taux est plus petit que 50 pour cent en ce qui concerne la balance commerciale.

Miles (1979) démontre que le résultat des tests économétriques dépend fortement des techniques utilisées : les effets ne sont pas évidents en ce qui concerne la balance commerciale, mais on peut voir que la dévaluation améliore la balance des paiements. Ces résultats sont conformes avec ceux de Laffer et de Salant et - selon l'auteur – ils démontrent que l'ajustement après la dévaluation est un phénomène essentiellement monétaire.

Rincon (1998) trouve que le taux de change joue un rôle déterminant en ce qui concerne l'évolution d'équilibre de la balance commerciale, et ce lien existe à long terme aussi, donc les effets de la modification du taux de change n'est pas temporaire comme les monétaristes disent.

Le problème central lié à la politique de change est justement cette contradiction entre l'objectif anti-inflationniste et l'objectif concernant la compétitivité et l'équilibre extérieur – et les économies de transition de l'Europe Centrale, et particulièrement la Hongrie a dû faire face à cette contradiction souvent pendant la période après le changement de régime, car la position compétitive du pays s'est détérioré en même temps que l'inflation s'est accéléré. La difficulté vient du fait que les autorités politiques doivent choisir : si elles veulent baisser l'inflation à l'aide de la politique de change, elles doivent accepter que ce choix va causer une certaine détérioration de la position extérieure du pays, et vice versa, pour une telle amélioration de la compétitivité, il faut accepter l'accélération de l'inflation.<sup>83</sup>

Contrairement aux effets concernant le niveau général des prix<sup>84</sup>, le lien entre le taux de change et la compétitivité ou l'équilibre extérieur n'est pas évident. La compétitivité des prix ne dépend pas que du taux de change, mais aussi des coûts qui sont déterminés essentiellement par les prix. Donc il est fortement possible que la dévaluation nominale compétitive n'a pas ses effets attendus sur l'économie, car en termes réels le taux de change ne se déprécie pas : la hausse des prix causée par la dévaluation augmente autant les coûts que le gain provenant de la modification du taux de change disparaît. C'est pour cela que pour mesurer l'effet de la politique monétaire et de change sur la compétitivité, il faut utiliser les taux de change réels, donc les indices qui rendent possibles la comparaison du prix des produits et des coûts de production.<sup>85</sup>

Dans la littérature scientifique il y a relativement peu d'analyses s'occupant de la relation potentielle de la politique commerciale et celle du taux de change bien qu'en pratique les protection commerciale et monétaire (dévaluation du taux de change) peuvent avoir des effets similaires concernant les prix relatifs – bien-sur en n'oubliant pas que la politique commerciale agit surtout sur les prix relatifs en général, alors que la politique de change n'agit que sur les prix relatifs échangeables - non échangeables. Cette similarité pose la question si les gouvernements utilisent la protection monétaire, la manipulation des taux de

---

<sup>83</sup> De plus la dévaluation ou la dépréciation de la monnaie a un autre effet négatif, car elle rend accessibles aux non-résidents les actifs du pays à bas prix. En formulant la politique de change du pays, les autorités politiques ayant une vision économique patrimoniale, doivent prendre en considération cet aspect aussi.

<sup>84</sup> On suppose qu'il s'agit d'une économie ouverte.

<sup>85</sup> Voir KOVACS, Mihaly Andras (1999)

change en tant que substituts de la protection commerciale s'opérant à travers des douanes, des quotas et des autres mesures de telle sorte<sup>86</sup>.

Au niveau théorique il existe plusieurs raisons à supposer que la politique de change et la politique commerciale soient interdépendantes, bien que la direction de cette dépendance ne soit pas évidente. Premièrement la manipulation du taux de change peut être vue en tant qu'un substitut de la politique commerciale car elle d'une part est moins transparente et visible que l'utilisation des barrières tarifaires et non-tarifaires, et d'autre part les accords internationaux et l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) peuvent limiter fortement les possibilités des gouvernements voulant manipuler les flux commerciaux. A part cela il faut voir que le protectionnisme commercial peut substituer la politique de change aussi quand les différents accords internationaux représentent des limitations justement au cas de l'ajustement du taux de change – il suffit de penser aux zones de monnaie unique ou aux autres formes d'engagement au niveau du taux de change.

Les expériences montrent que la modification du taux de change peut avoir des effets substantiels sur les prix relatifs des biens participant aux échanges internationaux. Au cas d'une appréciation réelle de la monnaie les biens domestiques deviennent relativement plus chers par rapport aux biens exportés ce qui cause la modification de la compétitivité et ainsi la baisse des exportations et l'augmentation des importations – la dépréciation réelle de la monnaie améliore la position compétitive du pays en question, elle a donc des effets opposés. Parallèlement avec ce changement de la compétitivité, la modification du taux de change peut avoir des conséquences importantes concernant la distribution interne des revenus.

L'appréciation de la monnaie représente *ceteris paribus* des pertes aux exportateurs et aux compagnies étant en compétition avec les producteurs étrangers (des producteurs des biens échangeables) bien que les secteurs non marchands et les consommateurs peuvent devenir des gagnants. Bien-sur la dépréciation réelle de la monnaie a des effets de direction inverse donc elle peut aider les exportateurs et les firmes des biens échangeables aux dépens des consommateurs et du secteur ne rivalisant pas avec les importations.

---

<sup>86</sup> Jon PEVEHOUSE et Mark COPELOVITCH (2007) ont analysé si les gouvernements favorisant la liberté des échanges avaient manipulé les taux de change pour changer les modalités d'échange, et ils ont trouvé que la politique de change et celle des échanges sont complémentaires et substituts. Selon l'analyse utilisant les statistiques de plus de 100 pays pour la période 1973-2001, les gouvernements utilisent ces deux politiques souvent en tandem, soit pour des objectifs de libres échanges, soit pour des objectifs protectionnistes.

Selon McKinnon et Fung (1993)<sup>87</sup> et Frieden et Broz (2001)<sup>88</sup> une dépréciation réelle de 10 pour cent est équivalente à une douane de 10 pour cent et une subvention d'importation de 10 pour cent. Cette interchangeabilité veut dire que les gouvernements peuvent subventionner les exportateurs et protéger les producteurs domestiques des biens échangeables aussi bien en manipulant les taux de change qu'en appliquant des mesures du protectionnisme commercial „classique”: il suffit de dévaluer la monnaie plus qu'elle se déprécierait ou d'empêcher son appréciation qui se produirait sur un marché libre sans l'intervention de autorités de l'État.

La politique de change et la politique commerciales peuvent être des substituts et peuvent se compléter aussi pour améliorer la situation des producteurs domestiques et la compétitivité des exportateurs.

### **Les accords commerciaux et la politique de change**

Les accords internationaux de commerce représentent toujours des restrictions concernant l'utilisation de la politique commerciale (les douanes, les barrières non tarifaires et des autres mesures de telle sorte) pour altérer les termes d'échanges. Cette limitation du pouvoir des autorités peut influencer en deux voies la politique de change suivie :

- Les gouvernements favorisant la liberté des échanges favorisent plus probablement un système de change fixe, car un tel système peut réduire au minimum la risque de change, même si au cas d'un système de changes fixes, la possibilité de la dévaluation imprévue existe. La fixation du taux de change nominal peut faciliter les échanges internationaux, et ainsi peut rendre possible de tirer profit de la libéralisation des échanges. Cette approche peut représenter des coûts très élevés, car si les mouvements de capital sont libéralisés, cela veut dire que le pays en question perd son autonomie monétaire. Cette constatation vient du « triangle d'incompatibilité » issu des travaux de l'économiste Robert Mundell: ce théorème symbolise l'impossible réalisation simultanée de trois objectifs, notamment celle de l'autonomie de la politique monétaire, de la stabilité du taux

---

<sup>87</sup> Voir Ronald MCKINNON- FUNG K.C.: Floating Exchange Rates and the New Interbloc Protectionism, p 220.

<sup>88</sup> Voir FRIEDEN, Jeffrey A., BROZ J. Lawrence: The Political Economy of International Monetary Relations.

de change et de l'intégration financière. Il faut abandonner l'un des trois pour que les deux autres deviennent réalisables. Si un pays opte pour la mobilité du capital couplée à un taux de change fixe, alors il doit avoir le même taux d'intérêt que le pays vis-à-vis duquel il fixe son taux de change. Il perd ainsi l'autonomie de sa politique monétaire, par exemple le pouvoir de diminuer ses taux d'intérêt en période de récession pour faire repartir l'activité. Si ce pays veut regagner le pouvoir de décider de sa politique monétaire avec des objectifs nationaux (lutte contre le chômage ou contre l'inflation), il doit nécessairement renoncer soit à la liberté des mouvements de capitaux, soit au taux de change fixe. Dans le premier cas, une baisse de taux d'intérêt pour relancer l'activité n'aboutit pas à une fuite de capitaux, car les mouvements financiers sont restreints. Dans le second cas, cette baisse de taux d'intérêt entraîne une fuite des capitaux qui se traduit par une dépréciation de la devise. Cette incapacité d'ajuster les taux d'intérêt et/ou les taux de change peut être particulièrement problématique si la fixation du taux de change cause l'appréciation réelle de la monnaie et ainsi la détérioration de la compétitivité des exportateurs. Cette stratégie peut être suivie essentiellement par les petites économies nationales, très ouvertes et fortement intégrées au marché global, car leurs autonomies monétaires est déjà très limitée et ainsi elles peuvent trouver ces coûts relativement modérés par rapport aux gains de la stabilité du taux de change.

- Les gouvernements s'engageant à la libéralisation des échanges peuvent préférer de garder le contrôle du taux de change pour des objectifs protectionnistes. Les pays avec des marchés domestiques importants par contre peuvent facilement opter pour la sauvegarde de l'autonomie monétaire et essayer de manipuler le taux de change en tant qu'une mesure de substitut de la protection commerciale. De plus il faut voir que de point de vue du pouvoir politique il peut être plus simple d'utiliser le protectionnisme monétaire car cette sorte de protectionnisme n'exige pas toujours l'approbation législative donc même un gouvernement/banque centrale faisant face à une opposition importante peut utiliser cette mesure. Il peut arriver que les gouvernements utilisent la politique de change pour des objectifs protectionnistes tout simplement car ils ne veulent pas se confronter avec des groupes d'intérêt domestiques favorisant la liberté des échanges.

Ce ne sont pas que les accords de commerce qui peuvent influencer les politiques de change, mais les engagement monétaires aussi peuvent avoir des effets concernant le choix de la

politique commerciale. En général les gouvernements choisissent des systèmes de change fixe pour deux raisons :

- Ils veulent diminuer le risque de change et faciliter le commerce international et les investissements internationaux.
- Ils veulent stabiliser le taux d'inflation en utilisant le taux de change en tant qu'une ancre nominale.

Le choix ci-mentionné a des effets importants sur la politique commerciale. Si le gouvernement en question a fait son choix en adoptant la première raison, le protectionnisme commercial est clairement contre-productif. Toutes les autres conditions supposées égales, les gouvernements fixant leur taux de change pour des raisons liées au commerce sont plus probablement en faveur d'une politique commerciale complémentaire, donc moins protectionniste.

Le secteur produisant des biens échangeables ont des préférences à la stabilité et à la flexibilité du taux de change en même temps : les exportateurs favorisent les taux de change fixes car cela baisse les risques de change, mais ils ont intérêt d'avoir une monnaie relativement sous-évaluée aussi. Cette contradiction peut causer que les gouvernements fixant leur taux de change pour des raisons liées au commerce international peuvent avoir des incitations d'utiliser des mesures de protectionnisme commercial si une appréciation réelle de la monnaie détériore la compétitivité des exportateurs du pays.

Par contre, si le choix de la fixation du taux de change provient des objectifs de crédibilité de la politique monétaire voulant stabiliser le niveau des prix, le protectionnisme commercial peut paraître un choix favorisé. Dans ces cas-la, la fixation du taux de change est une mesure d'autodiscipline : s'engager à stabiliser le taux de change peut représenter une solution à la problématique de l'incohérence temporelle (*time inconsistency*)<sup>89</sup>. Au cas d'une appréciation réelle, la stabilité du taux de change peut représenter une conséquence non désirée de la politique économique, surtout si le gouvernement doit faire face à une pression forte de la

---

<sup>89</sup> L'incohérence temporelle représente la problématique selon laquelle la politique économique considérée optimale en temps (t-1) peut être suboptimale en temps (t). Au cas de la politique monétaire cette incohérence veut dire qu'il peut y avoir des incitations ex post de baisser les taux d'intérêt pour dynamiser l'économie domestique malgré des engagements ex ante de garder la stabilité des prix. Voir Finn KYDLAND – Edward PRESCOTT: Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans et Robert BARRO – David GORDON: A positive theory of monetary policy in a natural rate model.

part des exportateurs et des producteurs du secteur échangeable revendiquant du protectionnisme commercial et la dépréciation de la monnaie. Par conséquent les gouvernements choisissant le système de change fixe pour des raisons de crédibilité va avoir des incitations importantes de fournir une protection commerciale, donc de substituer la dévaluation de la monnaie avec des douanes, des quotas et des autres mesures de la politique commerciale.

Selon les tests empiriques effectués par Pevehouse et Copelovitch (2007) plus les économies nationales dépendent du commerce international, moins elles adoptent des systèmes de change fixes ce qui montre que les pays se limitant déjà à cause de l'ouverture aux échanges ne veulent pas se limiter au niveau de la politique monétaire. Mais en même temps plus les pays participent aux accords préférentiels du commerce, plus ils fixent les taux de change aussi ce qui peut être expliqué par le raisonnement selon lequel l'ouverture commerciale et la stabilité du taux de change sont complémentaires. Les tests montrent donc que tous les deux variables de l'ouverture commerciale sont significatives statistiquement en ce qui concerne le choix du système de change, mais dans les directions inverses. En examinant l'ouverture aux échanges en tant que la part du commerce au produit intérieur brut (PIB) du pays on voit que les gouvernements hésitent de se limiter au niveau de la politique monétaire, mais en examinant les politiques commerciales *mises en place dans la réalité* (nombre des accords signés) on voit le contraire. Statistiquement les démocraties sont plus hostiles à la fixation du taux de change – cela peut être le résultat de la vulnérabilité plus grande à l'influence des groupes d'intérêt. Les variables macroéconomiques (PIB, PIB par habitant, niveau d'inflation) n'ont pas été significatives statistiquement.

Pevehouse et Copelovitch (2007) ont fait la distinction entre la politique de change *proclamée* et la politique de change *réalisée*. Dans ce cas-là aucune variable de l'ouverture commerciale n'a montré de signification statistique donc la politique commerciale n'a pas déterminé la politique de change réalisée. Par contre, les variables macroéconomiques sont devenus significatifs – ces résultats suggèrent que les déterminants de la politique de change *de jure* ne sont pas les mêmes qu'au cas des comportements politiques *de facto*.

Il y a quand même une évidence expérimentale qui semble être soutenue statistiquement : les économies nationales dépendant du commerce international déclarent moins probablement un système de change fixe, mais le niveau de la dépendance au commerce a peu d'influence sur

la politique de change *de facto*. Quand il y a une divergence entre les politiques de change déclarées et réalisées, on peut voir que dans la grande majorité des cas les États se sont engagés vers un système de change fixe, mais ils n'ont pas respecté cet engagement. Il est aussi possible que les autorités déclarent avoir choisi un système de change flottant mais en même temps interviennent sur le marché pour soutenir une taux de change sous-évalué.

## SECTION 2.

### ***Déficit extérieur et politique de change***

Un des règles d'or du commerce international dit que l'équilibre de la balance commerciale est un problème macroéconomique, et pas un problème de commerce international car selon le modèle canonique néoclassique on a :

$$Y = C + I + (G - T) + (X - M) \text{ et ainsi } (S - I) + (T - G) = (X - M)^{90}$$

Ces équations signifient que l'équilibre ou le déséquilibre de la balance extérieure (commercial) à court terme « n'est que le reflet de l'équilibre et du déséquilibre entre épargnes et investissement ». Si on accepte ce postulat on doit aussi accepter que les problèmes de déséquilibre externe doivent être résolus à l'aide de la politique monétaire et fiscale car ce sont les déséquilibres provenant de l'environnement macroéconomique qui se reflète sur les soldes extérieurs. L'importance de la politique de change est liée à ce postulat car elle a les moyens de résoudre un des problèmes centraux de la macroéconomie et le commerce.

Le solde de la balance des paiements courants reflète donc les relations suivantes:

- la relation entre le revenu et les dépenses,
- la relation entre les exportations et les importations,
- la modification de la détention des actifs étrangers.

Le déficit de la balance des paiements courants représente l'excédent des dépenses par rapport au revenu, et pour améliorer la balance extérieur il faut améliorer soit  $(S - I)$ , soit  $(T - G)$ . Il

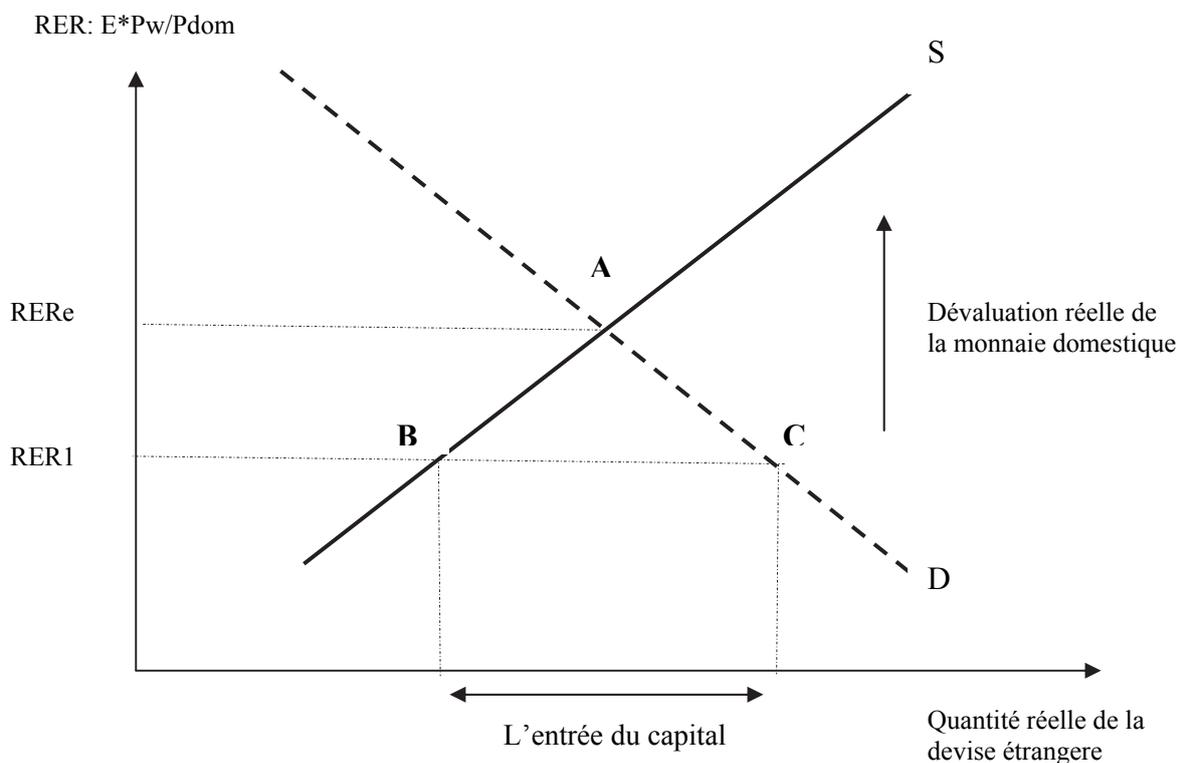
---

<sup>90</sup> Avec  $(X - M) = BC$

est aussi évident que la balance extérieure est liée directement au déficit budgétaire, et le problème de la balance extérieure n'est pas qu'un problème du niveau de dépenses, mais aussi un problème provenant des caractéristiques de la composition de la production et des dépenses.

### Le modèle de Dornbusch

Selon le modèle de la balance extérieure de Dornbusch pour chaque niveau du taux de change réel (RER) il est associé une situation d'équilibre sur le marché des changes – au niveau de  $RER_e$  cet équilibre est assuré sans flux de capital, au niveau de  $RER_1$  l'équilibre entre la demande (D) et l'offre (S) est assurée grâce à une entrée du capital (BC).



#### 4. Le modèle de la balance extérieure de Dornbusch

La politique économique doit agir si la situation d'équilibre cesse d'exister – au cas de  $RER_1$  il s'agit de la fin de l'arrivée du capital assurant l'équilibre de la demande et de l'offre.

Premièrement il faut faire la distinction des différentes formes de dépenses financées par le capital étranger. Il est possible de dépenser cette somme à des biens suivants:

- biens exportables,
- biens importables,
- biens non-échangeables.

Ce n'est que la partie dépensée aux biens non échangeables qui compte du point de vue du taux de change réel d'équilibre, car les parties dépensées aux importations et exportations vont bouger les courbes S et D. La baisse des importations va causer le déplacement de la courbe D vers le gauche, bien que l'augmentation des exportations va pousser la courbe S vers la droite, mais la partie dépensée aux biens non-échangeables va nécessiter l'ajustement (la dévaluation) du taux de change.

Si les autorités veulent éviter la dévaluation réelle de la monnaie il y a encore la possibilité de la diminution de dépenses publiques de la part du gouvernement et de l'expansion monétaire de la part de la banque centrale – donc le déplacement de D et S de telle façon que le point d'intersection des deux droites soit au niveau initial du taux de change réel. Le déficit extérieur doit être financé ce qui peut se produire par la baisse des réserves internationales, l'augmentation des emprunts bancaires et les flux du capital (les investissements de portfolio et des investissements directs étrangers).

Selon la théorie économique il y a une possibilité de choix entre la politique commerciale et la politique de change (notamment la dévaluation) et tous les deux dans les cadres des politiques de réorientation des dépenses. Cette réorientation des dépenses peut se faire à l'aide d'une dévaluation de la monnaie et des mesures de la politique commerciale aussi. Selon Krugman, il y a trois niveaux de choix en ce qui concerne la gestion d'un problème de la balance des paiements:

- Financer le déficit ou ajuster l'économie à la nouvelle situation?
- Réduire les dépenses ou réorienter les dépenses?
- Dévaluer la monnaie ou appliquer les mesures de la politique commerciale?

Les gouvernements commencent toujours par financer le déficit et ils n'ajustent que si le financement semble insoutenable. S'il faut ajuster l'économie à la nouvelle situation (si le choc extérieur n'est pas transitoire), ils commencent par la politique commerciale, et ils ne dévaluent que si les mesures protectionnistes „classiques” sont sans effets.

La dévaluation de la monnaie a un grand avantage: elle est très simplement réalisable au niveau administratif, elle n'exige pas l'augmentation de la bureaucratie ou même l'acceptation d'une nouvelle régulation non-plus. Les points faibles d'une telle politique proviennent de deux facteurs:

1. la dévaluation nominale de la monnaie n'est pas toujours suffisante, il faut que le taux de change réel se déprécie aussi ce qui suppose que les prix et les salaires n'augmentent pas – bien que la dévaluation ait des effets inflationnistes,
2. la dévaluation a des effets concrets et visibles sur la distribution des revenus ce qui peut être insouhaitable du point de vue politique ou social.

La politique commerciale (l'utilisation des quotas d'importations, des subventions d'exportations, des tarifs, des mesures de contrôle des flux de devises<sup>91</sup>, etc.) par contre, donne l'opportunité d'une approche plus sélective: elle ne doit pas s'appliquer à tous les secteurs de l'économie, mais seulement à des biens et des transaction sélectionnées. Mais cette politique a ses points faibles aussi (sans parler des distorsion causées au niveau des prix relatifs):

1. la complexité administrative: nouvelle régulation et nouvelle bureaucratie, ce qui peut encourager l'évasion et la fraude, ou même la disparition complète des transactions légales dans certains secteurs de l'économie,
2. la possibilité de rester permanente: la politique commerciale crée des groupes ayant l'intérêt dans la continuation d'une telle politique,
3. le risque de la hausse des prix: les subventions d'exportations détournent la production vers les marchés étrangers ce qui cause l'augmentation des prix sur le marché domestique.

---

<sup>91</sup> Par exemple des restrictions concernant la disponibilité de la devise étrangère pour des biens importés particuliers.

La réorientation des dépenses n'est pas la seule possibilité au cas du déficit extérieur. Selon Dornbusch (1993)<sup>92</sup> il y a quatre types de mesures politiques qu'on peut appliquer au cas de déséquilibre de la balance extérieure.

1. la modification des dépenses (*expenditure-changing policy*): ces mesures politiques ont des effets directs sur l'activité économique, elles ont pour l'objectif de changer le niveau de production et de dépenses,
2. la réorientation des dépenses (*expenditure-switching policy*): il s'agit des politiques commerciales et de change, ces mesures changent la structure de l'économie, notamment la composition de la production, des dépenses et des flux de devises,
3. la politique financière: ce sont des mesures politiques influençant les mouvements de capitaux et la gestion des dettes,
4. la politique structurelles: il s'agit des mesures politiques essayant d'améliorer l'efficacité de l'économie en général.

La politique de change peut être donc une mesure à appliquer si la balance extérieure est en déséquilibre car c'est une sorte de politique de réorientation des dépenses. Il s'agit de la dévaluation de la monnaie car ainsi il est possible d'améliorer la compétitivité de l'économie si on suppose que la modification du taux de change nominal ne se reflète pas tout de suite au niveau des prix domestiques et des coûts de producteurs domestiques.

La réorientation des dépenses a pour objectif d'augmenter le prix domestique des biens échangeables et ainsi baisser les importations et encourager les exportations. Le problème avec cette sorte de mesures provient de la hausse des prix ce qui peut causer une demande excessive de la hausse des salaires et ainsi peut finir par la formation d'une spirale inflationniste. Si les prix domestiques augmentent, les importations deviennent de nouveau attractives et les exportations moins profitables ce qui peut causer que les effets supposés positifs de la réorientation des dépenses seront annulés. Pour cette raison l'objectif des telles mesures politiques ne doit pas être que l'augmentation des prix domestiques des biens échangeables, mais l'augmentation des prix réels, donc la dépréciation réelle de la monnaie. Selon *Paul Krugman* au cas où la politique économique doit faire face à un déséquilibre de la balance courante il faut combiner les politiques visant la diminution des dépenses, les mesures

---

<sup>92</sup> Rudiger DORNBUSCH ed : Policymaking in the Open Economy. Concepts and Case Studies in Economic Performance.

de la politique commerciale et de change et finalement la réforme du marché de travail – autrement il y a moins de chance pour éviter la hausse des prix réels.

### **La structure et le timing des réformes**

La contradiction entre une politique monétaire de désinflation et une politique monétaire de soutien du point de vue du commerce se manifeste surtout si la politique économique doit gérer plusieurs problèmes en même temps. C'est le cas si les réformes micro- et macroéconomiques sont effectuées parallèlement car les difficultés de la politique économique (et celles de la politique de change) proviennent justement du fait qu'elle doive aider la désinflation et améliorer la compétitivité internationale en même temps.

Les politiques de réforme sont souvent austères, intransigeants et impopulaires. L'austérité vient du fait que les réformes doivent toujours respecter les contraintes budgétaires, l'intransigeance est compréhensible car les réformes excluent le compromis avec les groupes d'intérêt profitant du système antérieur, mais la nécessité de l'impopularité n'est pas si évidente, car normalement les réformes ont pour l'objectif d'améliorer la situation de la majorité de la population. L'opposition aux réformes provient du fait que ce le choix de la politique appropriée n'est pas évident, la plus grande opposition apparaît quand la politique de réforme en question est considéré comme mauvaise ou essentiellement redistributive. Selon Rodrik il faut faire la distinction entre deux sortes de réforme :

1. Les réformes visant à stabiliser l'environnement macroéconomique, donc des réformes concernant la politique monétaire, budgétaire et celle du taux de change (réformes macroéconomiques).
2. Les réformes de libéralisation concernant la structure de l'économie, le niveau d'intervention de l'État aux échanges et les distorsions de prix (réformes microéconomiques).

Il y a deux questions cruciales concernant les périodes de réforme du point de vue de la thèse: la structure et le timing de la réforme.

Avant les grandes réformes des années 1980 (Amérique Latine) et 1990 (Europe Centrale et Orientale), la majeure partie des pays en développement ont suivi une politique de

substitution d'importation, une politique ayant l'objectif de développer des branches économiques pouvant produire les produits et des services qui ont été importés auparavant. Cette politique a été caractérisée par les points suivants :

- différentes formes de contrôle d'importation,
- surévaluation du taux de change,
- fixation d'un plafond concernant le taux d'intérêt,
- l'importance de la propriété publique,
- régulation du système de prix.

Après la crise de dette une grande partie des économistes – et essentiellement les experts influents de la Banque Mondiale - ont considéré responsable la totalité de ces politiques de substitution d'importation – donc non seulement les facteurs macroéconomiques, mais les facteurs microéconomiques aussi. Le remède était un paquet de réforme ayant reçu le nom du « consensus de Washington » représentant les points suivants :

- respect de la discipline budgétaire,
- redirection des dépenses publiques vers le secteur de la santé, d'infrastructure et d'éducation,
- réforme du système d'impôts en baissant le taux marginal et élargissant les bases d'impôt,
- application du taux de change compétitif et unifié,
- droits de propriété garantis,
- dérégulation,
- libéralisation commerciale,
- privatisation,
- élimination des barrières concernant les investissements étrangers directs,
- libéralisation financière.

Le consensus de Washington a donné une recette assez évidente et fortement soutenue par les experts de la structure des réformes en disant qu'il faut combiner les réformes micro- et macroéconomiques. Ce fait a eu des conséquences importantes concernant la stratégie des pays en transition.

En ce qui concerne le timing des réformes, les réformes sont souvent commencés « en retard » – par rapport au moment quand économiquement la situation est déjà prête au lancement des réformes, mais politiquement non. Il y a des modèles s'occupant de ce retard et en général ils concluent qu'il ne faut pas supposer l'irrationalité et la myopie des agents économique pour pouvoir imaginer une telle situation. Selon Alesina et Drazen (1991) par exemple la stabilisation peut être retardée à cause d'une certaine « guerre d'usure ». Dans leur modèle il y a deux groupes socio-politiques relatives à la répartition de la charge de l'impôt représentant les coûts de la stabilisation, et la lutte de ces deux groupes peut causer le retard de la stabilisation, même si ce retard est coûteux pour tous les deux groupes participant. Selon Renis et Mahmood (1992) l'État est l'instrument des groupes d'intérêt les plus puissants, même si ces groupes sont myopiques. Selon le modèle de Perotti (1992) la coalition « populiste » des riches et des pauvres peut causer l'émergence des politiques insoutenables. Fernandez et Rodrik (1991) ont démontré qu'un électeur rationnel peut rejeter aussi une réforme, même si elle est reconnue d'être bénéfique pour la majorité des électeurs – la condition est qu'il y ait une incertitude ex ante concernant les gagnants et les perdants de la réforme. Dans un tel modèle la promesse des compensations est aussi inefficace, car si la réforme est acceptée, il est évident qu'il va y avoir une majorité soutenant la continuation de la réforme, même si cette promesse de compensation ne sera pas tenue, donc une telle promesse va être incroyable.

Il est souvent supposé que les réformes et les crises sont d'une façon ou d'une autre reliées, donc que la crise est l'initiateur des réformes : selon Renis et Mahmood (1992) la résistance des intérêts opposés peut être battue seulement quand le système n'a pas d'autre choix que d'appliquer des réformes, donc les coûts de soutenance des politiques populistes sont devenus plus élevés que ceux de l'ajustement. Cette idée est populaire, mais reçoit souvent la critique de « tautologie ».

La crise en tant que telle ne donne aucune information sur la forme concrète de la réponse des autorités réformatrices, car souvent des réformes réalisées ne sont pas les réformes qu'on peut considérer nécessaires pour résoudre la crise. Quand il y a un besoin de stabilisation macroéconomique, les réformes de libéralisation commerciale par exemple peuvent représenter des difficultés : la réduction des droits de douane baisse les recettes du budget, la libéralisation commerciale peut aggraver les effets défavorables de la stabilisation concernant la demande agrégée et la production nationale, et de plus une telle situation représente des

problèmes sérieux au niveau de la politique de change – la libéralisation commerciale peut exiger une dévaluation « compensatoire » de la monnaie, ce qui peut causer des dégâts à la politique monétaire visant à baisser l’inflation et les anticipations d’inflation des agents.

Mais la crise rend possible que les gouvernements réformateurs mettent ensemble les réformes nécessaires pour lutter contre la crise (la stabilisation macroéconomique) avec les réformes qui sont considérées utiles à long terme (la libéralisation commerciale par exemple). La logique de cette combinaison des réformes micro- et macroéconomique est qu’aux temps ordinaires il est difficile de faire accepter les réformes de prix, donc les réformes de libéralisation, car elles produisent beaucoup de redistribution et relativement peu de bénéfices d’efficience à court terme – ce qui signifie que le taux de coût-bénéfice politique d’une telle action peut être élevé.

La question du timing et du rythme de la réforme est donc importante, mais il n’y a pas de consensus la concernant. Selon certains la réforme doit toujours être le plus rapide possible (il ne faut pas construire un consensus social, car la majorité des gens ne comprennent pas ce qu’il faut faire), mais il y a des exemples pour le succès des réformes consensuelles (par exemple les pactes de la Moncloa de 1977 en Espagne) aussi:

*« L’histoire économique a montré plusieurs fois que les marchés libres, l’ouverture commerciale et l’économie alimentée par la propriété privée sont énormément puissants concernant la stimulation d’une croissance économique rapide, mais le public général sait ou croit cela rarement au début. »*

*Dani Rodrik*

Pour comprendre le processus de réforme il est utile d’adopter une approche informationnelle à côté de l’analyse du comportement des groupes d’influence. Selon une telle approche le vecteur des politiques économiques est toujours déterminé en partie par l’apprentissage collectif concernant le modèle du monde. La détérioration de la situation économique se produit parce que même si les agents économiques réalisent le changement de la réalité économique, ils ne sont pas capables de déterminer tout de suite les causes d’un tel changement.

Les promoteurs des réformes doivent être capables de convaincre les gens de supporter ces réformes, deuxièmement ils doivent être capables de gagner l'opposition des groupes d'influences profitant de la situation *ex ante*. Comme les informations sont asymétriques la crédibilité des autorités proposant les réformes peuvent être très importante. Pour gagner de la crédibilité il est aussi possible que les réformes soient « exagérées » donc plus radicales qu'elles seraient dans un monde sans problème de crédibilité.

La réussite des réformes peut donc dépendre de l'ordre et de la vitesse de l'implémentation des réformes (*ordering and speed*). Les conclusions de Tommasi et Velasco (1995) sont les suivantes :

1. Au cas d'incertitude importante concernant les conséquences de réformes les coûts d'expérimentation et d'apprentissage sont plus modérés pour les stratégies graduelles que pour les stratégies de *big bang*.
2. Si l'opposition est importante, les groupes d'influence sont puissants et les conflits de redistribution sont grands, la stratégie de découplage (*unbundling*) peut être avantageuse.
3. Plus les réformes sont complémentaires, plus les stratégies de découplage sont à préférer : cela peut être le cas dans les pays ex-communistes où les bases de l'économie de marché sont complètement absentes, les réformes partielles peuvent être supposées insoutenables à long terme.
4. S'il y a des externalités importantes, le gradualisme peut être avantageux.
5. La stratégie *big bang* peut être préférée en cas de peur de la part des élites réformatrices concernant le futur (les futures élections) et en cas de pénurie de personnel et de capacités techniques.

Les réformes ont toujours des coûts économiques et sociaux. Selon les pessimistes les réformes sont coûteuses, d'une part à cause de la stabilisation macroéconomique (la politique monétaire et fiscale devient stricte ce qui cause un chômage keynésien), d'autre part à cause des réformes structurelles (ce qui cause un chômage transitionnel). Cette approche dit de plus que les pertes apparaissent tout au début du processus de réforme, quant aux gains, ils ne deviennent visibles qu'après certain temps. La distribution des coûts est aussi inégale, ce sont « les pauvres » qui doivent payer le plus et qui sont les moins équipés pour trouver un nouveau travail. Selon les optimistes le solde n'est pas si négatif, car c'est la valeur actualisée de tous les coûts et gains qu'il faut prendre en considération, et de plus on ne peut pas

supposer que ce sont « les pauvres » qui étaient les bénéficiaires de l'ancien régime et les plus grands perdants des changements. En ce qui concerne le chômage temporel provenant des réformes structurelles, on peut le considérer en tant qu'un investissement de la part de ceux qui doivent changer du travail – un investissement qui peut avoir une valeur actualisée bien positive aussi. (Il faut admettre que de raisonner aux chômeurs en valeur actualisée de leur chômage peut être peu convaincant.)

Même si on suppose que les réformes sont coûteuses, cela ne veut pas dire qu'elles ne sont pas soutenables. La soutenabilité dépend des effets immédiats des réformes, de la crédibilité des autorités, du mémoire collectif de la société, de la structure politique de la société donnée (la répartition du pouvoir entre les différents groupes d'influence) et des effets de redistribution. Même s'il y a une opposition aux réformes, elles peuvent réussir, car :

1. les questions économiques sont trop complexes pour la grande partie des électeurs, donc le support de telle ou telle mesure politique ne peut pas être considéré comme informatif,
2. même si les gens sont contres certaines mesures politiques, cela ne signifie pas qu'ils vont lutter pour une autre sorte de mesure politique (c'est vrai surtout au cas des réformes couplées),
3. à cause du processus de l'apprentissage, les changements radicaux de la politique peuvent causer la transformation radicale des « croyances » des gens (par exemple en éclairant la causalité entre le déficit fiscal et l'inflation).

Selon la caractérisation de Naim il y a deux phases de réforme (lancement et consolidation) avec des groupes d'intérêt concernés et de processus politiques différents. Il faut prendre en considération le phénomène du « paradoxe de l'orthodoxie » aussi, car la première phase exige une certaine « destruction » de l'État dans certains domaines, pendant que le succès de la deuxième phase suppose la restauration des activités de l'État dans d'autres domaines.

En Hongrie et dans les autres pays de la région de l'Europe Centrale les stratégies de réforme ont été différentes mais conformément au consensus de Washington, la libéralisation du commerce, la restructuration de l'économie et la réforme de la politique macroéconomique devait se réaliser ensemble dans la majorité des pays. Cette stratégie a rendu difficile la gestion de ces politiques justement à cause des effets parallèles des réformes différentes. Cette

thèse s'occupe justement des situations pareilles : la politique économique et aussi la politique monétaire et de change doit s'opérer en faisant face à deux objectifs contradictoires à court terme.

### ***Résumé du chapitre***

Le chapitre 3 a présenté que la politique monétaire fait partie de l'environnement institutionnel ce qui fait que dans un cas optimal sa structure et sa base juridique réduit les risques, les incertitudes et les coûts de transaction, et assure un environnement monétaire stable et prévisible. Mais il est difficile de définir comment est la structure efficace, car les attentes sont diverses et la politique monétaire influe sur plusieurs variables en même temps. Il est particulièrement important que les effets à court et à long terme peuvent être différents. Dans les petites économies ouvertes en transition – comme la Hongrie – il faut prendre en considération que la réaction aux décisions monétaires se fait essentiellement par les variables nominales, notamment les prix et le canal de transmission efficace est celui du taux de change ce qui donne une importance particulière à la politique de change suivie.

La difficulté de la détermination de la politique de change optimale vient du fait qu'à part les effets d'inflation, elle influe sur la compétitivité internationale aussi, et au moins à court terme il y a une contradiction entre l'objectif anti-inflationniste et l'objectif concernant la compétitivité : la politique de change peut contribuer à la baisse de l'inflation en appréciant la monnaie nationale, et peut être aussi appliqué si la balance extérieure est en déséquilibre en tant qu'une sorte des politiques de réorientation des dépenses, mais cette fois-ci, c'est la dévaluation de la monnaie qui est nécessaire.

Les pays de transition et ainsi la Hongrie avait des difficultés en déterminant la politique monétaire car ils devaient faire face à des problèmes macroéconomiques et mettre en œuvre des politiques de réforme microéconomique (la libéralisation du commerce par exemple) en même temps. Les réformes sont toujours coûteuses, mais elles peuvent être soutenables : le succès suppose entre autres que les autorités soient crédibles et que la structure politique de la société soit telle que les groupes d'influence pour les réformes puissent les protéger contre ceux qui sont contre.

Le chapitre suivant sera consacré à cet antagonisme et à la présentation des politiques ayant l'objectif de manipuler le taux de change : le protectionnisme monétaire visant à défendre les producteurs domestiques contre la compétition internationale et la politique de surévaluation visant l'accélération de la désinflation. Ces deux politiques sont particulièrement importantes du point de vue de l'analyse du cas de la Hongrie car après le changement du régime de 1989, toutes les deux stratégies ont eu la possibilité d'être testées. A la fin du chapitre les effets économiques, l'aspect institutionnel et les contraintes provenant des relations commerciales seront présentés du point de vue de la politique de change.

## **Manipulation du taux de change : protectionnisme monétaire et politique de surévaluation**

L'ajustement du taux de change nominal représente un mécanisme par lequel le niveau général des prix dans un pays peut s'ajuster au niveau général des prix dans le reste du monde. Les effets primordiaux de la politique commerciale par contre se réalisent au niveau du prix relatif des produits échangeables par rapport au prix des produits non-échangeables, donc a des conséquences sur l'allocation des ressources entre les différents secteurs d'une économie donnée.

Le taux de change nominal peut être donc manipulé de telle façon qu'il affecte les prix relatifs et ainsi puisse répliquer certains effets de la politique commerciale. Pour pouvoir parler d'une politique de change, et ainsi d'un taux de change sur- ou sous-évalué, il est nécessaire de pouvoir définir le niveau de change de référence : le niveau d'équilibre du taux de change.

Théoriquement il est relativement difficile de définir le niveau d'équilibre du taux de change car il existe plusieurs façons de le faire, dont les plus importantes sont les suivantes:

- le solde de la balance des paiements courants,
- le niveau du taux de change réel,
- le niveau des réserves internationales,
- le niveau de l'endettement.

Le critère le plus important pour savoir si le taux de change est approprié est l'examen de la position extérieure du pays en question donc le solde de la balance des paiements courants. On peut supposer que si le financement du déficit de la balance des paiements courants (le financement soit par l'arrivée des capitaux, soit par la baisse des réserves internationales) est considéré insoutenable ou si on peut supposer d'une façon raisonnable qu'il le sera, la dévaluation de la monnaie est - tôt ou tard - nécessaire. La question cruciale concernant cette approche est de savoir si le déficit est temporaire (et donc finançable) ou peut subsister à long terme car au premier cas le niveau du taux de change peut être soutenable, mais au deuxième cas la dévaluation est inévitable.

De ce point de vue le solde de la balance des paiements courants est une variable primordiale. Si le déficit actuel est trop grand ou si l'excédent n'est pas suffisamment grand par rapport aux obligations extérieures (s'il s'agit d'un État largement endetté vers l'étranger), le taux de change nominal sera considéré comme insoutenable. Cela veut dire que même si le solde est positif, il peut y avoir des anticipations de dévaluations si le niveau d'endettement vers l'étranger est élevé.

Il n'y a pas de consensus parmi les économistes concernant la méthode optimale. Dans la majorité des cas on concentre l'attention sur la balance des paiements courants en supposant que le déficit ne doit pas dépasser un niveau étant considéré soutenable. Le niveau peut être considéré soutenable si le taux d'augmentation de la dette ne dépasse pas celui du PIB nominal à long terme et si le ratio déficit courant/PIB nominal ne dépasse pas l'augmentation du PIB nominal multipliée par un ratio de dette/PIB nominal considéré soutenable, donc en général 40 pour cent.<sup>93</sup> A part cela ce n'est pas que le niveau absolu de la dette qui compte, mais il faut prendre en considération les causes du déficit courant et son financement. Si le déficit de la balance des paiements courants est élevé à cause des importations liées aux investissements et à la réforme structurelle de l'économie et s'il est financé pas les investissements à long terme, le niveau de déficit qu'on peut considérer soutenable est plus élevé.

Il est aussi possible d'utiliser le taux de change réel en tant qu'indicateur de la justesse du taux de change nominal. Il est pourtant difficile de définir quel taux de change réel est à appliquer et par rapport à quel niveau il faut le juger. Il peut être logique de supposer que si le taux de change réel s'apprécie largement par rapport à un niveau qui a représenté une situation de quasi équilibre de la balance des paiements, cela peut exiger un ajustement du taux de change nominal, donc sa dévaluation ou sa dépréciation.

La baisse des réserves internationales peut être aussi un bon indicateur d'une éventuelle dévaluation de la monnaie. Le niveau des réserves internationales peuvent baisser à cause de deux facteurs:

---

<sup>93</sup> Voir Ibolya MILE : Exchange Rate Policy of Hungary on the way to European Union Membership

- le déficit de la balance des paiements courants est financé par les réserves,
- la fuite des capitaux à cause de l'anticipation de la dévaluation de la monnaie.

La fuite des capitaux peut être amplifiée par les spéculateurs, ce qui peut causer la dévaluation de la monnaie avant que sans eux les autorités auraient pris cette même décision par elles-mêmes. Le niveau des réserves peut être augmenté à l'aide des emprunts et il peut être manipulé par les autorités ce qui fait cette variable difficilement utilisable en ce qui concerne le pronostic du futur mouvement du taux de change nominal.

Le niveau de l'endettement de l'économie en question peut être aussi un indicateur de l'inévitabilité de la dévaluation de la monnaie justement à cause du fait qu'une des façons de maintenir le niveau original des réserves se fait par l'augmentation des dettes étrangères. Mais en même temps il faut accentuer que ce n'est pas le seul objectif de la prise des dettes car elles peuvent financer les investissements productifs de l'économie et ainsi générer la croissance rendant possible le remboursement des dettes.

Selon une autre approche, celle de Brada et Dramek<sup>94</sup> il est possible de considérer trois définitions pour la détermination du taux de change d'équilibre :

1. le concept de la balance des paiements courants (au cas de la convertibilité limitée de la monnaie),
2. le concept de la totalité de la balance des paiements (si les mouvements de capital sont libéralisés),
3. le concept politico-économique.

Les deux premiers concepts sont assez simples et disent que le taux de change est d'équilibre si les balances en question sont en équilibre au taux de change déterminé. Le troisième concept, l'approche politico-économique définit l'équilibre en tant qu'une situation politique où les différents groupes de pression ne sont pas capables d'atteindre la modification du taux de change.

---

<sup>94</sup> Pour plus de détails sur cette approche voir Josef C. BRADA - Zdenek DRABEK: Exchange Rate Regimes and the Stability of Trade Policy in Transition Economies.

Il faut compter avec le fait que l'ajustement des agents économiques à la nouvelle situation (au niveau de la production comme au niveau de la consommation et des dépenses) exige du temps. A cause de cet ajustement, le solde de la balance des paiements courants n'est pas toujours le meilleur indicateur concernant la justesse du niveau du taux de change nominal (ou réel.). Le phénomène de „courbe J”<sup>95</sup> représente par exemple que les effets sont plutôt négatives juste après la dévaluation, et la balance extérieure ne commence à s'améliorer qu'après un certain temps. L'explication de ce phénomène est basée sur le fait que l'ajustement de la production du secteur exportateur prend du temps bien que les quantités des biens importés soient fixées en avance et ainsi la hausse des prix augmente la somme payés pour eux au début. Selon *Fisher* au cas d'une grande économie relativement fermée (comme les États Unis) l'amélioration de la balance des paiements se voit une année après la dévaluation – pour les économies plus petites et plus ouvertes ce retard peut être plus modeste, mais il faut le prendre en considération.

Les méthodes de l'analyse de la justesse du taux de change sont donc nombreuses, et de plus, elles ne donnent pas de réponses évidentes à la question si la dévaluation est inévitable ou pas. Selon *Fisher* la façon la plus appropriée pour prédire ce qui va se passer avec le taux de change nominal est d'estimer le solde de la balance des paiements courants pour les 4-5 ans à venir en supposant que le taux de change nominal va rester inchangé: si la balance sera déficitaire et son financement insoutenable, la dévaluation est inévitable, si non, la politique de change ne doit pas forcément intervenir.

## SECTION 1.

### ***Protectionnisme monétaire***

Le protectionnisme monétaire est une politique visant à tenir le taux de change de la monnaie à un niveau sous-évalué. Cette sorte de protectionnisme prend souvent la forme de la manipulation des taux de change nominaux, mais en même temps il a des similarités importantes avec les formes traditionnelles du protectionnisme commercial.

Dans la majorité des cas le protectionnisme monétaire est utilisé si la balance des paiements montre un déficit : l'augmentation de la masse monétaire cause la dépréciation nominale de la

---

<sup>95</sup> Voir l'Annexe.

monnaie ce qui peut représenter une dépréciation réelle à cause l'ajustement lent et limité des prix dans le pays en question. Avec le temps les prix et les salaires s'ajustent ce qui remet le taux de change réel à son niveau original, mais selon les expériences cette relation à court terme entre la masse monétaire et le taux de change réel est souvent assez séduisante pour les responsables politiques qui peuvent utiliser la politique monétaire pour des objectifs « mercantilistes ». La manipulation du taux de change nominal n'a pas d'effets permanents sur les termes de change, mais peut augmenter la pression inflationniste.

Théoriquement il est évident que le meilleur des objectifs que les banques centrales peuvent servir à long terme est la stabilité des prix. Une banque centrale voulant atteindre la stabilité des prix et ayant une cible de taux de change nominal a plus d'objectifs que d'instruments ce qui cause que même si ces deux objectifs peuvent être compatibles, il est aussi possible qu'ils soient contradictoires. Cette contradiction possible entre les deux objectifs a pour conséquence que les marchés ne considèrent crédibles aucun des deux objectifs, ce qui rend difficile le travail de la banque centrale en question.<sup>96</sup>

Il y a certains arguments répandus en faveur du protectionnisme monétaire : les taux de change nominaux sont souvent très volatiles et peuvent être considérés en tant que « désalignés ». La manipulation du taux de change suppose que les marchés financiers ne fonctionnent pas d'une façon efficiente, donc ne sont pas des institutions efficaces concernant le transfert des informations, et de plus les autorités de l'État sont mieux informés que les participants du marché – une supposition qui ne peut être soutenue ni théoriquement ni empiriquement. L'intervention de l'État sur le marché des changes suppose aussi que les autorités connaissent le taux de change d'équilibre, une autre supposition assez peu réaliste.

Un des arguments des interventionnistes est que si la balance des paiements courants est déficitaire et les prix sont rigides c'est par la manipulation active du taux de change nominal que l'ajustement nécessaire va se réaliser. L'approche activiste rejette l'application d'un système flottant, même si un tel système peut causer la dépréciation de la monnaie, car selon les expériences la flexibilité du taux de change nominal n'est pas contradictoire aux balances déficitaires. Ce raisonnement suppose que le déficit de la balance des paiements courants est une réponse de déséquilibre aux erreurs de la politique économique et aux imperfections du

---

<sup>96</sup> Voir W. Lee HOSKINS - Owen F. HUMPAGE: A Critique of Monetary Protectionism.

marché, mais il ne se tient pas si on accepte que les déficits peuvent servir le lissage de la consommation entre les générations<sup>97</sup>.

Certains économistes argumentent en faveur de la manipulation du taux de change (donc en bref contre la flottation du taux de change) en accentuant l'importance des effets de débordement (*spillover effects*) de la politique économique des autres pays – cet argument peut être soutenu théoriquement mais il n'est pas évident si ces effets sont vraiment significatifs concernant le bien-être des pays en question.

Les autorités peuvent trouver la manipulation du taux de change séduisant pour deux raisons :

- en situation de crise elle peut remettre le criticisme à plus tard ce qui peut être très important car la passivité du gouvernement peut avoir des coûts d'opportunité (mesurés en votes perdues) considérables,
- en situation de crise elle peut assurer le temps nécessaire pour les actions économiques et politiques plus fondamentales.

Le protectionnisme monétaire peut avoir des effets positifs similaires pour les secteurs des biens échangeables que les mesures de la politique commerciale, pendant que les coûts provenant de l'augmentation de l'inflation et de la perte de crédibilité de la politique monétaire soient dispersés à un spectre d'individus plus large. De plus les bénéfices temporaires peuvent apparaître à court terme, bien que les coûts se réalisent à long terme ce qui cause qu'une telle action politique « myopique » peut être facilement prévoyante politiquement.

De plus, les mesures monétaires peuvent être justifiées en raisonnant avec les considérations macroéconomiques (désalignement du taux de change, déséquilibre de la balance des paiements courants) à la place des arguments de la politique commerciale spécifiques à certains secteurs de l'économie nationale.

---

<sup>97</sup> Le déficit de la balance des paiements courants et de la balance commerciale peut être interprété en tant que le résultat du changement de la composition d'âge de la population et ainsi ne peut pas être considéré comme un signe de la future détérioration du niveau de vie du pays en question. Voir: John K. HILL : Demographics and the Trade Balance. *Passim*.

Au niveau politique il est aussi typique les gouvernements favorisent la limitation de la fluctuation du taux de change car ainsi ils peuvent éliminer un baromètre important et compréhensible de l'opinion du marché concernant la politique économique. En général les gouvernements sont caractérisés par un niveau de tolérance plus élevé pour l'inflation que pour le chômage et la baisse de la croissance économique et de plus il est typique que même si la politique monétaire est dans les mains de la banque centrale indépendante, le choix de certains facteurs de la politique de change reste la responsabilité commune de la banque centrale et du gouvernement.

La dévaluation de la monnaie nationale peut être une façon de contrebalancer la hausse des coûts de production - l'augmentation du salaire si on prend l'exemple ricardien. La hausse du salaire cause la surévaluation du prix relatif des biens échangeables et non échangeables ce qui signifie la perte de compétitivité du pays en question. La dévaluation de la monnaie (celle du taux de change nominal) peut contrebalancer ce processus, mais comme ne met pas fin aux causes de la détérioration de la position compétitive, ce n'est qu'une solution à court terme.

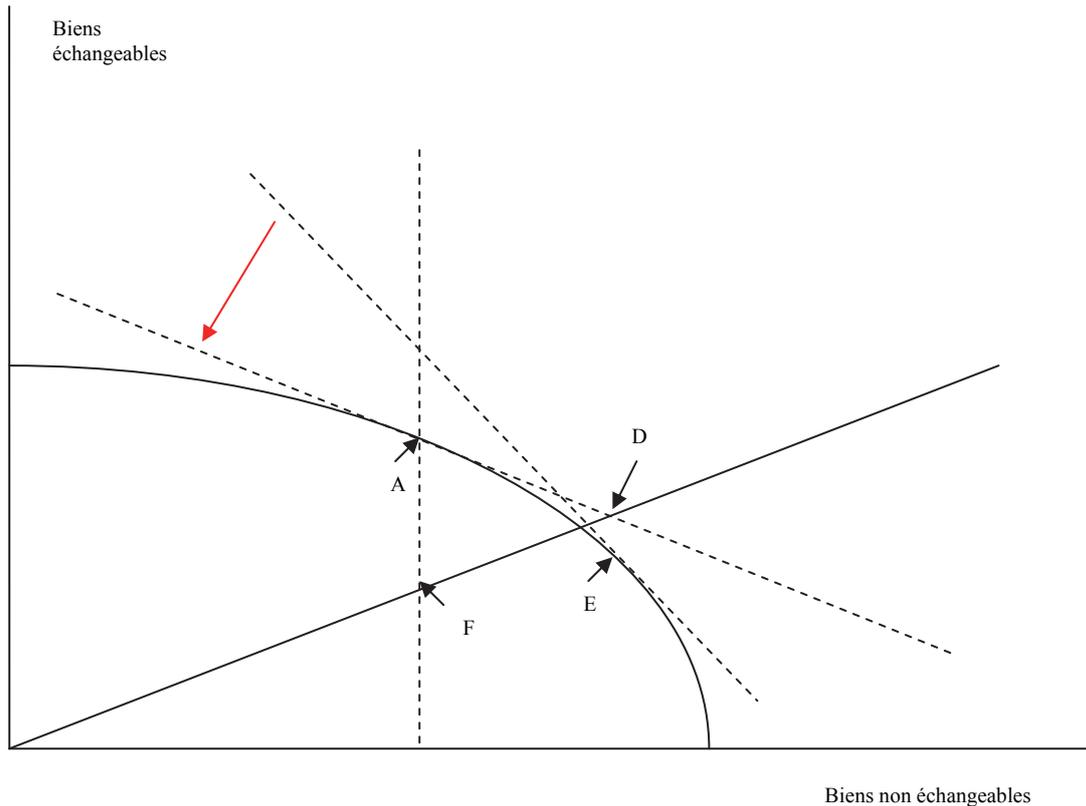
### **Les coûts de la protection par le change**

Selon le diagramme de Salter-Pearce les politiques de protection par le change (les politiques de sous-évaluation systématique du taux de change) cause l'amélioration du solde de la balance commerciale avec une demande excédentaire du bien non échangeable et ainsi doivent avoir une des conséquences suivantes (on passe du point E aux points A et D) :<sup>98</sup>

- l'ajustement se fait par les prix, donc avec l'augmentation du prix du bien non échangeable le taux de change réel s'apprécie
- le rééquilibrage du marché du bien non échangeable se fait par une politique de « stérilisation » réduisant la capacité de dépenser des ménages.

---

<sup>98</sup> Voir Patrick A. MESSERLIN: Commerce International



### 5. Le Diagramme de Salter-Pearce : la politique de sous-évaluation

Dans le premier cas il s'agit de l'échec de la politique de protection par le change car le taux de change sous-évalué n'est pas soutenu (on revient au point E). La deuxième possibilité représente la poursuite d'une telle politique, mais cette option est coûteuse : le pays doit accepter la perte du bien-être causées par la stérilisation (on passe du point D au pont F).

Selon *Mises* (1949)<sup>99</sup> une des raisons importantes de la dévaluation de la monnaie est le devoir de réarranger les échanges internationales. Les avantages de la dévaluation concernant le commerce sont les conséquences du fait que l'ajustement des prix et des salaires domestiques prend du temps. Jusqu'à ce que le processus d'ajustement ne soit pas fini, les exportations sont encouragées et les importations sont découragées. Cela veut dire que pendant ce temps les citoyens du pays dévaluant la monnaie reçoivent moins pour tout ce qu'ils vendent à l'étranger et doivent payer plus pour tout ce qu'ils achètent de l'étranger, donc ils doivent restreindre leur consommation. Cette effet peut apparaître une bénédiction à ceux qui pensent que le bien-être de la nation dépend de la balance des paiements mais si on

<sup>99</sup> Voir Ludwig von MISES: Human Action: A Treatise on Economics

accepte que les exportations sont utiles car on paye les importations à l'aide d'elles, l'image est moins positif.<sup>100</sup>

Quand il y a des problèmes économiques il est assez typique de se tourner vers les idéologies protectionnistes. Selon *Becker*<sup>101</sup> chaque période de récession a comme conséquence l'augmentation de la pression de réduire les dépenses sur les biens étrangers. L'objectif de telles mesures est d'aider les employés et les employeurs domestiques. Il faut admettre qu'au niveau politique une certaine hostilité envers les importations peut être « compréhensible » en cas du chômage important et en hausse, mais les expériences historiques sont claires : il n'est pas très sage de s'engager dans des pratiques commerciales restrictives même quand il y a une récession sévère.

S'il s'agit des difficultés économiques temporaires, l'argument des protectionnistes est que le système économique ne fonctionne pas bien pendant la récession, et ce mal-fonctionnement crée des situation de non-utilisation des ressources (celle du capital et de la main-d'œuvre aussi). Si les conditions sont anormales, il peut être désirable d'appliquer des mesures qui mettent en travail ces ressources, même si pendant les temps normaux les mesures protectionnistes peuvent être inefficaces et mauvaises pour les consommateurs et l'économie entière.

Un tel argument peut paraître logique, mais les contre-arguments le sont aussi. Premièrement il faut voir que le protectionnisme d'un pays donné donne naissance à la même sorte de politiques dans les autres pays aussi – cet argument existe au cas de toutes les restrictions

---

<sup>100</sup> Selon MISES *op. cit.* au début des années '30 les objectives de la dévaluation ont été les suivantes : préserver le niveau du salaire nominal quand le salaire réel devait plutôt baisser, faire augmenter le prix des denrées alimentaires en monnaie domestique, favoriser les emprunteurs face aux prêteurs, encourager les exportations et réduire les importations, attirer plus de touristes étrangers et de rendre plus cher aux citoyens du pays donné le tourisme à l'étranger. La vraie raison de la dévaluation était le premier point, donc les autorités voulaient baisser le salaire réel sans baisser le salaire nominal, car le niveau élevé des salaires réels a causé un chômage institutionnel sans précédent. Ce chômage a représenté une menace à la paix sociale et comme l'influence des syndicats ne permettait pas de baisser les salaires nominaux, c'est la dévaluation de la monnaie qui est resté la seule possibilité. Selon Mises la dévaluation pouvait être « la panacée » car elle ne touchait pas l'influence des syndicats – la vraie cause du chômage institutionnel. L'exemple de Mises montre bien que la politique de change peut substituer quelquefois les autres branches de la politique économique aussi, ce qui signifie qu'en analysant les mesures prises par les autorités monétaires, ce ne sont pas que les objectifs de la politique monétaire qui doivent être pris en considération, mais la totalité des objectifs possibles de la politique monétaire.

<sup>101</sup> Voir Garry BECKER : Buy American Once Again.

commerciales<sup>102</sup>, mais il est particulièrement vivant au cas du protectionnisme monétaire : il suffit de penser aux politiques de dévaluations compétitives des années 1930 (les politiques de ré-protection simultanées) et leurs conséquences désastreuses concernant l'économie globale.

Les représailles des autres pays ne représentent pas le seul effet négatif du protectionnisme, car les mesures acceptées reflètent toujours la différence existant entre l'influence politiques de différents secteurs de l'économie et du poids politique des agents économiques. La dominance des intérêts politiques par rapport aux bénéfices économiques est une faiblesse générale de mesures de la politique économique. En même temps il faut voir que les mesures protectionnistes peuvent être attractives du point de vue politique quand il y a des problèmes économiques car les groupes bénéficiant de la protection sont facilement identifiables bien que les agents souffrant des effets indirects ne le soient pas.

L'argument classique contre le protectionnisme est qu'il déforme les incitations qui devraient assurer que chaque pays produise les biens en quoi il dispose des avantages comparatifs. C'est un argument valable au cas des conditions normales, mais selon les économistes comme par exemple *Paul Krugman* il peut y avoir des conditions anormales – justement quand il y a des externalités très importantes en ce qui concerne les politiques économiques des pays différents. A l'époque de la globalisation l'impulsion fiscale d'un pays représente des gains aux autres pays à cause de la hausse des exportations, mais les coûts (l'augmentation des dettes publiques) ne sont portés que par le pays d'expansion fiscale. L'existence de telles externalités a pour conséquence que « la boom » économique causée par le stimulus va être plus modeste pour chaque pays qu'elle serait pour le monde entier<sup>103</sup>.

---

<sup>102</sup> Les exemples les plus connus de telles mesures sont le „Smoot-Hawley Tariff Act », une loi protectionniste américaine acceptée en 1930 et la loi « Buy American » acceptée en 1933. Ces deux mesures avaient comme conséquence la hausse des tarifs envers des produits américains dans le monde entier et avant tout en Europe ce qui a causé la baisse significative de l'activité commerciale entre les États Unis et l'Europe aux années 1930. Il n'est pas évident si ces deux lois ont une responsabilité directe concernant la détérioration de la situation économique dans le monde, mais elles n'ont sûrement pas aidé à modérer la dépression commencée en 1929.

<sup>103</sup> Mathématiquement cette boom est égale au rapport de l'augmentation du revenu et l'augmentation de la dette publique, donc  $dY/dD$ . On a le système d'équations keynésiennes suivant:

$$dY = (1-m)dG + (1-m)(1-t)c dY$$

$$dD = dG - tdY$$

$$dY/dG = (1-m)/[1-(1-m)(1-t)c]$$

et finalement :

$$dY/dD = (1-m)/[1 - (1-t)(1-m)c - t(1-m)]$$

Il se voit que les conséquences du stimulus dépendent de trois facteurs : le niveau d'imposition de l'économie ( $t$ ),

Ce fait a deux conséquences :

- la coordination des politiques fiscales peut être avantageuse surtout au cas des pays caractérisés par une interdépendance commerciale,
- la baisse des importations augmente les effets positifs du stimulus fiscal.

Si les politiques budgétaires ne sont pas coordonnées, le protectionnisme peut représenter une « *second best solution* », y compris le protectionnisme monétaire. Si dans chaque pays les stimulus fiscaux sont accompagnés des mesures protectionnistes, l'expansion sera certainement<sup>104</sup> plus grande que sans ces mesures ce qui va baisser le chômage et augmenter le revenu au niveau global. Il faut admettre que le commerce serait plus « déformée », mais une autre sorte de « déformation », celle causée par la hausse significative du chômage serait encore plus grande. Comme disait *James Tobin*, « il faut beaucoup de triangle d'Harberger pour remplir un gap d'Okun »<sup>105</sup>.

Selon Krugman le protectionnisme est donc un « *second-best argument* », car la meilleure réponse aux situations globales difficiles est la coordination de la politique économique<sup>106</sup>. Le contre-argument le plus important pourtant concernant le protectionnisme provient des conditions politico-économiques : si tous les pays commencent à suivre des politiques protectionnistes, cela va être désastreux concernant les résultats positifs de 70 ans de négociations commerciales, donc la baisse significative des barrières tarifaires et non-tarifaires des échanges internationaux.

Le protectionnisme peut être donc avantageux à court terme du point de vue de *toute l'économie nationale* et de plus il peut être rationnel de la part des pays d'appliquer de telles

---

le niveau de la consommation et des épargnes (c) et l'importance des importations (m).

On peut dire que mathématiquement la baisse des importations peut augmenter l'ampleur de la boom économique causée par le stimulus budgétaire : plus les importations sont importantes, moins sera le trade-off entre l'augmentation de la dette publique et le stimulus effectif.

<sup>104</sup> Il faut bien sur supposer l'existence massive des externalités en ce qui concerne les dépenses gouvernementales.

<sup>105</sup> « It takes a lot of Harberger triangles to fill an Okun gap ». Le triangle d'Harberger représente le coût social (ou perte sociale nette) de l'existence des restrictions commerciales, notamment des tarifs. Selon la loi d'Okun le chômage augmente lorsque le PIB réel s'écarte du PIB potentiel, et cet écart s'appelle le gap d'Okun : ce gap est de 3 points pour chaque augmentation d'un point de pourcentage du chômage.

<sup>106</sup> Selon Krugman cette approche n'est correcte que s'il s'agit d'une situation de piège à liquidité (*liquidity trap*) quand la politique monétaire ne dispose pas de moyens pour dynamiser l'activité économique.

mesures au cas du stimulus fiscal et de la non-existence de coordination internationale des politiques économiques.<sup>107</sup>

## Protectionnisme monétaire et environnement macroéconomique

La politique de dévaluation n'est utilisable qu'à court terme, mais même pour cela selon *Fisher*<sup>108</sup> il faut que la politique de dévaluation soit accompagnée d'une politique macroéconomique restrictive pour éviter que la hausse des prix et celle des salaires contrebalancent les effets de la dévaluation.

Il ne suffit pas de dévaluer le taux de change nominal de la monnaie car les incitations pour les producteurs ne dépendent pas que du niveau des prix, mais aussi du niveau des coûts de production. Il est beaucoup plus difficile de contrôler le taux de change réel que le taux nominal, justement à cause du fait qu'il est difficile de contrôler le niveau des coûts. De ce point de vue, les coûts de production peuvent être classifiés de la façon suivante:

- les coûts représentés par les intrants importés,
- les salaires.

La dévaluation de la monnaie a des effets immédiats sur le prix des intrants importés des firmes domestiques ce qui contrebalance déjà en partie les conséquences de la dévaluation concernant les incitations. La partie la plus importante des coûts de production est pourtant le salaire des employés, une somme qu'il faut payer en monnaie domestique. Les effets de la dévaluation sur le salaire ne sont pas donc directs, mais ils existent:

---

<sup>107</sup> Selon les critiques, le point faible du modèle de Krugman est la supposition que la propensité marginale des importations et l'ampleur des exportations sont stables – ce n'est vrai que si les taux de change sont fixes, car s'ils sont flexibles, la modification des prix relatifs des biens domestiques et importés va changer la demande des importations et des exportations aussi. Cela va être vrai si on suppose que le taux de change va s'ajuster suivant les changements de la balance commerciale et le modèle de Mundell-Flemming.

Mais on peut supposer aussi que les taux de change sont flexibles, selon Krugman :

$$i = i^* + E[ds]/s$$

$$E[ds] = k(\bar{s} - s)$$

$$s = \bar{s} + (i^* - i)/k$$

Cela veut dire que le taux de change nominal est déterminé par les anticipations à long terme et la différence des taux d'intérêt. Si  $i$  et  $i^*$  sont supposés d'être zéro (situation de piège de liquidité), le taux de change nominal ne dépend pas des variables réels de l'économie, mais seulement des anticipations à long terme.

<sup>108</sup> Voir Rudiger DORNBUSCH : Policymaking in the Open Economy. Concepts and Case Studies in Economic Performance.

- si les salaires sont indexés (déterminés à partir du niveau général des prix donc l'inflation), la dévaluation du taux de change nominal va causer aussi une certaine hausse des salaires (à cause de la hausse de l'inflation due à la hausse des prix des biens importés),
- la dévaluation et le changement des prix relatifs ne modifie pas que les incitations des producteurs, mais aussi celles des consommateurs qui vont se tourner d'avantage vers les produits domestiques causant ainsi un excédent de la demande, la hausse des prix et l'augmentation des salaires.

La dévaluation est un « succès » si elle se fait en termes réels ce qui exige que la dévaluation nominale de la monnaie ne soit pas suivie de la hausse des prix domestiques et des salaires. C'est pour cette raison que selon *Fisher* la dévaluation du taux de change nominal doit être accompagnée des mesures restrictives de la part de la politique monétaire et fiscale, car de telles mesures peuvent contrebalancer l'augmentation de la demande et ainsi rendent possible d'éviter la hausse des prix sur les marchés domestiques.

Il faut faire la distinction entre deux situations concernant le niveau d'utilisation des facteurs de production et notamment celui de la main-d'œuvre. Si les ressources sont pleinement utilisées, la production ne peut pas augmenter due à la dévaluation nominale donc l'augmentation de la demande va causer la hausse des prix et des salaires (la transformation du déficit extérieur en inflation). Par contre, s'il y a une sous-utilisation des ressources (chômage) l'excédent de la demande va causer la baisse du chômage et l'augmentation de la production ce qui veut dire que la pression ne sera pas aussi forte sur les prix domestiques qu'en plein emploi. Il est aussi important de faire attention aux marchés des actifs car la dévaluation peut avoir des conséquences très importantes au niveau des flux des capitaux.

Le facteur le plus important est lié à l'endettement des agents économiques domestiques (firmes, ménages, État) en devise étrangère. Si la monnaie nationale est dévaluée, les obligations de remboursement de ces agents deviennent plus importantes ce qui peut causer la faillite des firmes et des familles endettées<sup>109</sup>. La pression politique envers le gouvernement de garantir les dettes peut devenir importante, non seulement de la part des firmes en difficulté, mais aussi de la part des prêteurs (souvent des banques étrangères). Selon *Fisher*,

---

<sup>109</sup> Si l'institution de faillite existe pour les ménages aussi.

l'État fait mieux s'il ne garantit pas ces dettes, car même si les firmes concernées font faillite, les usines, les équipements et les autres actifs physiques de ces firmes restent dans le pays et sont prêts à fonctionner. En ce qui concerne l'endettement des ménages, la situation est plus complexe, surtout au niveau politique car les citoyens endettés d'un pays sont les électeurs de ce même pays.

La liberté du mouvement du capital peut aussi poser des problèmes. L'anticipation de la dévaluation de la monnaie a souvent pour conséquence la fuite des capitaux, mais après la dévaluation de la monnaie les capitaux peuvent revenir si le taux de change nominal est supposé fixe et le taux d'intérêt augmente à cause de la restriction monétaire et fiscale nécessaire. L'arrivée du capital peut causer l'expansion monétaire en changes fixes et l'appréciation de la monnaie en changes flexibles – dans tous les deux cas, la dévaluation de la monnaie est renversée. Si les marchés financiers sont développés, il existe la possibilité de l'intervention stérilisée (achat des devises étrangères et émission des obligations d'État pour contrebalancer l'augmentation de la masse monétaire), mais si non, ce problème peut être crucial. Il est aussi possible de taxer les capitaux arrivants et contrebalancer ainsi les effets des taux d'intérêt domestiques élevés.

La gestion de la politique de change devient particulièrement difficile s'il y a un environnement inflationniste dans l'économie en question. Si la dynamique des prix est élevée, les autorités doivent faire face à un dilemme fondamental:

- la stabilisation du taux de change nominal signifie la surévaluation du taux de change réel causant des difficultés au niveau de la balance des paiements,
- la dévaluation cause la hausse des prix et ainsi aggrave l'inflation.

Le problème provient du fait que les autorités veulent baisser le taux d'inflation mais en même temps voudrait stabiliser le taux de change et éviter le creusement du déficit de la balance des paiements aussi. C'est difficile car la baisse de l'inflation exige au moins la stabilité du taux de change nominal (si non sa dévaluation ou dépréciation) bien que de laisser les prix domestiques augmenter plus que le taux de change nominal cause la surévaluation de la monnaie.

La solution du problème est qu'il ne faut pas considérer la politique de change en tant qu'une politique alternative de la politique fiscale et du taux d'intérêt, mais plutôt en tant qu'une politique complémentaire. Le déficit de la balance des paiements courant et le niveau d'inflation peuvent être réduits à l'aide des mesures restrictives de la politique monétaire et fiscale. Si le taux d'inflation est élevé à cause de l'expansion monétaire et fiscale, la politique de change adéquate est une politique de dévaluation avec l'objectif d'au moins stabiliser le taux de change réel pour éviter les problèmes de la balance des paiements. Au niveau politique il peut être attractif d'utiliser la politique de change pour baisser le niveau d'inflation, car les bénéfices et les gains sont très visible à court terme. Mais il faut savoir qu'une telle politique peut causer la surévaluation persistante de la monnaie et peut coûter cher à long terme<sup>110</sup>.

La stabilité du taux de change nominal doit être considéré beaucoup plus comme un indicateur du succès de la stabilisation que comme sa cause: si les politiques macroéconomiques appropriées ne sont pas implémentées, la fixation du taux de change nominal sera insoutenable.

Le déficit extérieur (commercial) d'un pays représente que ce pays dépense plus sur les marchés extérieurs que ses revenus, donc une dévaluation nominale de la monnaie toute seule ne peut pas corriger ce problème. Pour le succès il faut que la politique de change soit combinée avec des politiques fiscales et monétaires adéquates.

Les problèmes de la balance des paiements doivent être résolues et les possibilités de la politique économique sont multiples, même si les autorités ne sont pas prêtes à modifier les paramètres de la politique monétaire et fiscale :<sup>111</sup>

- les politiques avec un impact direct sur la balance des paiements courants (augmenter l'offre des biens échangeables par rapport à sa demande domestique): taux de change différenciés pour des transactions commerciales, tarifs et subventions, restrictions quantitatives, autres mesures de la politique commerciale (barrières non-tarifaires et autres régulations spéciales visant à restreindre les importations), dévaluation de la

---

<sup>110</sup> A court terme le coût potentiel est la baisse des réserves internationales, mais un tel coût n'est pas si visible que la baisse des prix, l'augmentation du niveau de vie etc.

<sup>111</sup> Susan M. COLLINS: Multiple Exchange Rates, Capital Controls and Commercial Policy.

monnaie,

- les politiques avec un impact sur la balance des capitaux (baisser la demande domestique relative des actifs étrangers): taux de change différenciés pour les transactions de capital, taxation des transactions de capital, restrictions quantitatives concernant les transactions de capital, dévaluation de la monnaie.

Ces mesures de la politique économique peuvent avoir des effets sur la balance des paiements courants mais en même temps sur le fonctionnement et la structure de l'économie domestique aussi ce qui veut dire que leur application exige non seulement l'analyse de leurs effets sur l'équilibre extérieur mais sur les autres variables macroéconomiques aussi. Il faut prendre en considération les effets concernant les points suivants:

- la distribution des revenus,
- l'allocation des ressources,
- les revenus et les dépenses du budget,
- la structure de l'économie,
- l'enforcement et l'activité illégale.

La difficulté de la gestion d'une situation de déséquilibre extérieur est que l'objectif des autorités est de type macroéconomique (baisser le déficit de la balance des paiements) bien que certaines conséquences soient de type micro-économique avec des implications importantes concernant la distribution des revenus, la structure de l'économie et la croissance potentielle à long terme.

Il est à noter que les conséquences d'une mesure dépendent de la structure et des caractéristiques de l'économie ainsi que l'application éventuelle de certaines autres mesures, la crédibilité des autorités et de la consistance des éléments du paquet de la politique économique.

L'utilisation des taux de change différents pour les différentes transactions de la balance des paiements courants est similaire à l'utilisation des tarifs et des subventions. La cause de l'application de ces mesures est que - si elles sont réussies – l'amélioration du solde de la balance des paiements courants peut être réalisée à un moindre coût qu'au cas de la dévaluation de la monnaie ou de la stabilisation macroéconomique. Il est aussi possible de

défendre ainsi des industries stratégiquement importantes et de minimiser les effets des chocs externes sur l'économie domestique.

Les détails d'un tel système différencié sont importants car il n'est pas évident comment sont les différentes transactions segmentées, quels sont les niveaux des taux de change différents et comment sont les systèmes de change associés (fixe ou flexible). Un système de changes différencié influence les agents économiques en modifiant les prix relatifs des biens échangeables et non-échangeables (juste comme les tarifs et les subventions), et rend possible la concentration de l'ajustement à des secteurs et groupes sélectionnés. La modification des prix relatifs a bien-sûr des effets microéconomiques et des conséquences sur le budget de l'État aussi.

### SECTION 3.

#### ***Politique de surévaluation***

Un des facteurs important concernant le succès de la libéralisation commerciale est le choix approprié du taux de change réel : l'appréciation du taux de change réel – ou le maintien des systèmes de change rendant possible une telle appréciation - a souvent causé l'échec des réformes commerciales dans le passé. La défense du taux de change nominal est une pratique freinant la libéralisation commerciale.<sup>112</sup>

Les politiques de surévaluation peuvent être populaires, car l'appréciation de la monnaie peut avoir des effets désinflationnistes et ainsi elle peut augmenter la valeur réelle des revenus à court terme.

Il arrive que les gouvernements essaient de défendre un taux de change surévalué à l'aide de mesures protectionnistes de la politique commerciale, mais en pratique le taux de change surévalué est souvent la cause de la politique commerciale protectionniste. Il est typique que les pays ne sont pas capables de retourner sur le chemin libéral concernant la politique commerciale sans ajuster le taux de change, bien que ce soit justement cette modification qui pourrait assurer une croissance plus dynamique. Une dévaluation du taux de change nominal semble être la condition *sine qua non* d'une dévaluation réelle de la monnaie, surtout s'il s'agit

---

<sup>112</sup> Howard J. SCHATZ – David G. TARR: Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection

des dévaluations réelles importantes, donc plus grande que de 25 pour cent. Selon les expériences historiques restaurer la compétitivité du taux de change réel en ajustant les prix et les salaires a souvent causé des récessions et des dépressions ce qui montre l'importance de la dévaluation nominale.

Les problèmes du taux de change surévalué sont les suivants:

- réduction de l'efficacité économique,
- mauvaise allocation des ressources,
- augmentation de la fuite du capital.

Le taux de change surévalué peut avoir des effets négatifs sur le taux de croissance à moyen et à long terme et l'économie en général par les moyens suivants :

- Discrimination des exportations : une part significative des coûts des exportateurs est payée en devise domestique, donc une monnaie surévaluée diminue l'incitation et la capacité des exportateurs de concurrencer sur les marchés étrangers.
- Les industries étant en compétition avec les importateurs doivent faire face à une pression plus importante de la part des compagnies étrangères ce qui peut causer l'augmentation de la demande des mesures protectionnistes (hausse des tarifs concernant les biens importés). De telles mesures baissent la compétition et peuvent rendre plus difficile l'accès aux biens et à la technologie importés. De ce point de vue une dévaluation peut aider les industries compétant avec les importateurs et peut augmenter les incitations des exportateurs.
- L'augmentation de la productivité est moins importante car les secteurs exportateurs et ceux qui sont en compétition avec les importateurs, donc les secteurs potentiellement les plus compétitifs sont dans une situation désavantageuse.
- La surévaluation peut causer la fuite des capitaux de la part des citoyens domestiques anticipant une dévaluation, l'allocation des devises peut être faite par le gouvernement et ainsi elle peut être facilement inefficace.
- Les efforts de défendre un taux de change surévalué peut exiger le maintien d'une politique monétaire trop sévère ce qui peut causer une récession.

Selon la théorie macroéconomique classique il y a un mécanisme d'ajustement automatique, ce qui veut dire que le marché peut répondre aux problèmes des déséquilibres sans l'intervention des autorités de l'État. S'il y a un déficit commercial dans un pays donné, l'offre de la monnaie va baisser : si le taux de change nominal est fixé, les prix et les salaires domestiques vont baisser, ce qui va rendre le prix des biens échangeables de nouveau à un niveau compétitif. Le problème est que dans les économies modernes on ne peut pas supposer que les prix et les salaires sont flexibles vers le bas, et cette rigidité empêche l'ajustement du taux de change réel et peut causer une récession sévère.

### **Les conséquences de la surévaluation de la monnaie**

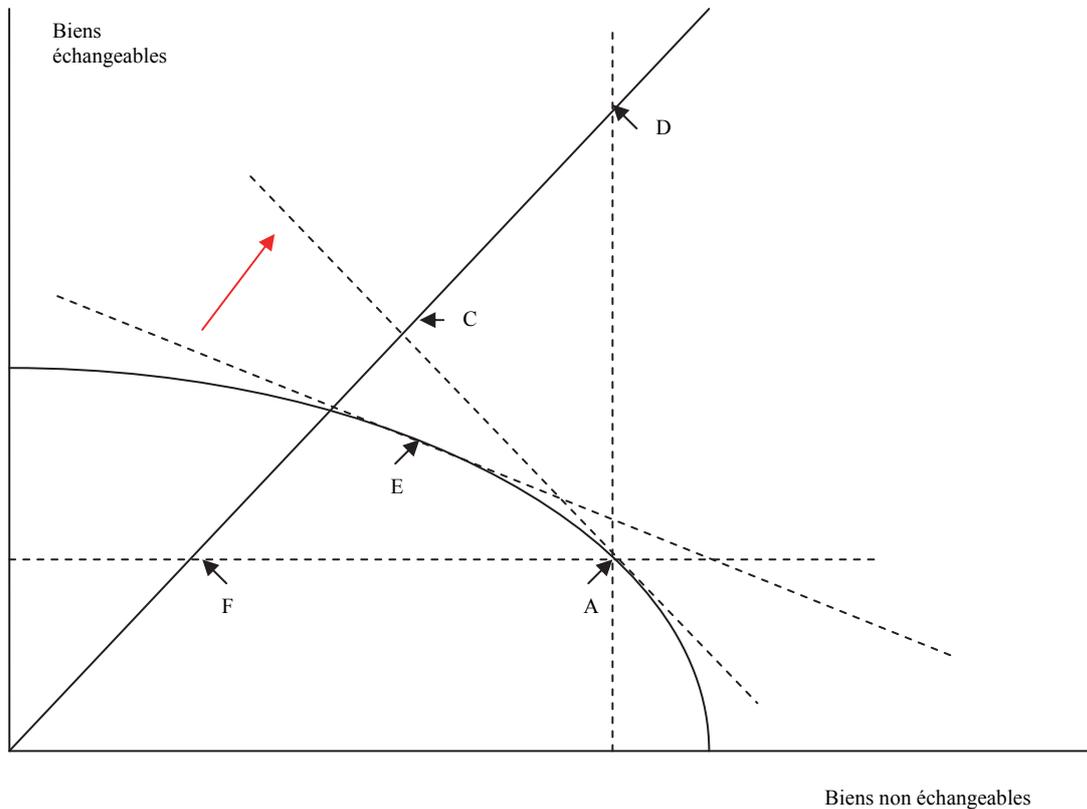
Les politiques de surévaluation peuvent être aussi modélisées à l'aide du Diagramme de Salter-Pearce. La surévaluation de la monnaie signifie dans ce cas la baisse du taux de change réel par rapport à son niveau d'équilibre (équilibre des marchés des biens échangeables et non échangeables). Une telle modification du taux de change réel cause la détérioration du solde de la balance commerciale et une offre excédentaire du bien non échangeable (on passe du point E au point A). Cette situation de déséquilibre peut être résolue de deux sortes :

- si les prix sont flexibles, l'offre excédentaire du bien non échangeable cause la baisse de ce prix et ainsi la dépréciation du taux de change réel,
- si les prix sont supposés rigides, l'ajustement ne peut pas se faire par les prix mais seulement par les quantités.

Le premier point représente l'échec de la politique de surévaluation dans le sens que les autorités n'étaient pas capables de continuer cette politique (on revient au point E). Le deuxième point représente aussi un échec, mais cette fois-ci du point de vue de l'économie nationale et du bien-être. Si les prix ne peuvent pas assurer le rééquilibrage du marché des biens non échangeables, ce sont les quantités qui doivent le faire : soit la demande, soit l'offre doit s'ajuster.

L'ajustement de la demande à l'offre signifie que les ménages consomment autant de biens non échangeables que les producteurs produisent, ce qui signifie – étant donné le prix relatif des biens échangeables et non échangeables déterminant la consommation - la hausse

insoutenable des importations (on passe au point D). L'ajustement de l'offre par contre représente une situation où on réduit l'utilisation des facteurs de production dans la production du bien non échangeables : le chômage augmente et le bien-être de toute la société baisse (on passe au point F)<sup>113</sup>



## 6. Le Diagramme de Salter-Pearce : la politique de surévaluation

Si le taux de change est surévalué, les importations sont artificiellement bon marché pour les consommateurs, et les exportations sont artificiellement chères pour les producteurs. La surévaluation :

- détériore la compétitivité des producteurs domestiques,
- cause l'augmentation du chômage,
- cause la diminution de la production,
- baisse les revenus budgétaires,
- force la dévaluation de la monnaie,

<sup>113</sup> La solution la plus logique au problème de surévaluation est bien-sûr la dévaluation du taux de change nominal. Voir: MESSERLIN *op. cit.*

- et a des effets adverses concernant les marchés financiers domestiques car les firmes veulent s'endetter en devise domestique ce qui augmente le taux d'intérêt et ainsi heurtent les firmes produisant des biens non-échangeables.

La surévaluation de la monnaie a des effets sur le marché des biens, des facteurs de production et celle des opérations financières aussi. En ce qui concerne le marché des biens, à cause de la surévaluation les producteurs domestiques se trouvent en handicap par rapport aux producteurs étrangers, les coûts de production augmentent ce qui cause soit la baisse de la production, soit la baisse des profits.

Les firmes domestiques substituent les intrants domestiques par les intrants importés ce qui augmente la dépendance étrangère de l'économie en général et la détérioration de la balance commerciale, et les investissements directs étrangers sont aussi découragés. L'intensité des effets dépend de la nature des biens, plus précisément de la substituabilité des biens produits : s'il s'agit des biens homogènes, les effets peuvent être dramatiques.

Sur le marché des facteurs de production les effets primaires sont causés par les changements se passant au niveau du marché des biens: la baisse de la production cause l'augmentation du chômage, donc la baisse de l'utilisation de la main-d'œuvre. Les effets secondaires sont les conséquences des effets primaires, car la baisse du nombre des employés dans les secteurs des biens échangeables cause la diminution des revenus ce qui a pour conséquence la diminution de la demande des biens non-échangeables et ainsi la production de ces secteurs et la hausse du chômage. La surévaluation de la monnaie cause la baisse des investissements à cause des difficultés rencontrées sur le marché des biens ce qui détériore la croissance potentielle à long terme.

La surévaluation de la monnaie est difficilement soutenable ce qui cause la hausse de l'incertitude du taux de change et ainsi l'incertitude de la profitabilité : une longue période de sous-évaluation peut être nécessaire pour attirer des ressources dans les secteurs des biens échangeables de nouveau.

Sur le marché financier la surévaluation persistante cause la hausse du taux d'intérêt, car si la dévaluation de la monnaie est largement anticipée, les firmes vont s'endetter en devise domestique ce qui cause la hausse du taux d'intérêt domestique. Au cas des anticipations de

dévaluation les firmes ont l'intérêt d'attendre avec le paiement des exportations (accumulation des recettes d'exportations) et d'accélérer le paiement des importations (ou même des importations en tant que telles) ce qui cause la détérioration „spéculative” de la balance commerciale<sup>114</sup>. Il est aussi possible que pour défendre le taux de change nominal le gouvernement doit restreindre l'accès aux devises – cela peut causer que les firmes manipulent avec les chiffres et les statistiques: elles surestiment les dépenses d'importations et sous-estiment les revenus d'exportations. Si la dévaluation est retardée, les agents économiques domestiques se tournent vers les biens et les actifs étrangers ce qui cause la fuite du capital et les rémittences venant de l'étranger baissent aussi significativement ce qui détériore la balance extérieure.

#### SECTION 4.

#### ***Libéralisation commerciale et politique de change « optimale »***

La théorie économique ne s'occupe pas vraiment de la relation du taux de change et des politiques commerciales, mais il y a bien-sûr des études développant ce sujet. Plusieurs études ont été consacrées à la nature similaire des politiques de change et des politiques commerciales, en disant que ces deux sortes de politiques se ressemblent car elles représentent des formes de protection de producteurs domestiques. Les activités „marginales” peuvent être protégées et découragées par la politique de change et par des tarifs et des subventions aussi ce qui veut dire qu'à chaque niveau du taux de change il est possible de faire correspondre un niveau de tarif et de subvention.

Il y a des différences importantes entre les deux mesures, même en ce qui concerne la nature de la protection. La protection par la politique de change représente une protection uniforme pour toutes les firmes, la seule différence des conséquences provient de la différence des coûts de production – ce n'est pas le cas s'il s'agit d'un système de change multiple. On peut dire donc que la politique de change ne discrimine pas entre les différentes firmes domestiques et étrangères, contrairement aux tarifs et les autres sortes de mesure de la protection commerciale.

---

<sup>114</sup> Ce phénomène a été observé en Hongrie en 1993 – pour plus de détails voir le chapitre 6.

La modification du taux de change réel peut avoir des effets sur la compétitivité des firmes domestiques et le niveau de concurrence auquel ces firmes doivent faire face. Par conséquent il est bien possible que les firmes subissant la détérioration de leur compétitivité au niveau du taux de change essaient d'atteindre une protection tarifaire plus importante – et *vice versa* aussi.

La protection par les changes se fait en assurant que le taux de change soit sous-évalué<sup>115</sup> ce qui peut toujours correspondre à un niveau donné de protection tarifaire. On peut dire que l'équilibre de la balance extérieure peut être atteint avec les combinaisons des mesures de protection commerciale et monétaire.

Comme la libéralisation commerciale et la modification du taux de change aussi a des effets sur la balance extérieure – au moins à court terme – il est possible de déterminer la politique de change optimale pour des périodes de libéralisation. Selon *Krueger (1997)*<sup>116</sup> pour maintenir la balance intérieure et la balance initiale des paiements il faut dévaluer la monnaie nationale car comme la balance des paiements courants dépend du taux de change réel, il est possible que le taux de change nominal offre une protection inadéquate du point de vue de la balance extérieure. Donc pour assurer l'équilibre extérieur pendant la libéralisation il faut améliorer la compétitivité par une politique de change appropriée.

Il est aussi important de prendre en considération le niveau d'ouverture des marchés de crédit. Si les restrictions concernant l'entrée des capitaux sont suspendus – ce qui se produit après un certain temps – les problèmes de financement du déficit extérieur semblent moins importants car théoriquement n'importe quel niveau de déficit peut être financé sur les marchés internationaux. Le risque ne disparaît pas, car la stabilité des flux de capitaux n'est pas assurée pour toujours donc l'entrée des capitaux peut même s'arrêter – et cela se produit si les marchés considèrent les tendances de la balance extérieure insoutenables.

La question du choix du système de change est aussi cruciale du point de vue de la pression protectionniste. Si le taux de change est flexible, l'instabilité macroéconomique et l'incitation pour le protectionnisme monétaire sont grandes: l'émergence du protectionnisme provient de la combinaison de l'augmentation du déficit fiscal, de la hausse du taux d'intérêt pour

---

<sup>115</sup> Voir Rudiger DORNBUSCH: Expectations and Exchange rate Dynamics.

<sup>116</sup> Anne KRUEGER: Nominal Anchor Exchange Rate Policies as a Domestic Distortion.

financer ce déficit et l'appréciation de la monnaie nationale due à cette hausse du taux d'intérêt.<sup>117</sup> Il est aussi possible d'imaginer que les autorités monétaires voulant stabiliser l'inflation, doivent augmenter le taux d'intérêt à cause de l'augmentation de la prime ce qui est la conséquence du caractère expansionniste de la politique fiscale. Selon la théorie économique pour résoudre ce problème il faut gérer les problèmes du budget, mais le protectionnisme (tarifaire ou monétaire) peut sembler une solution plus simple. De plus, il est facile à imaginer que les firmes concernées et le gouvernement ayant des soucis à cause de l'augmentation du déficit extérieur s'allient pour atteindre un certain niveau du protectionnisme monétaire – contre la banque centrale visant la modération de l'inflation pour l'objectif primordial.

Si le système de change est un système fixe, il faut faire attention au taux de change réel, car celui-là peut changer facilement même si le taux de change nominal est inchangé – cela peut se passer si la différence d'inflation est plus importante que la différence de l'augmentation de la productivité. Il faut aussi voir que si l'inflation est élevée, la banque centrale doit augmenter le taux d'intérêt et ainsi va stimuler l'entrée des capitaux – ce qui augmente la pression inflationniste et cause l'appréciation réelle de la monnaie. Les systèmes intermédiaires peuvent être plus efficace en ce qui concerne la stabilité du taux de change réel, mais il est difficile d'assurer la stabilité et la prévisibilité du taux de change nominal en même temps que le système reste assez flexible pour éviter la surévaluation réelle de la monnaie.

## SECTION 5.

### ***La modification du taux de change et le commerce : les facteurs essentiels***

Les différentes approches de la théorie économique ne sont pas d'accord sur les effets et de la modification du taux de change nominal sur la balance commerciale.<sup>118</sup> Les représentants de l'approche d'élasticité décrivent les conditions nécessaires et suffisantes en ce qui concerne la balance commerciale et celle des paiements courants à l'aide des élasticités de la demande et de l'offre : si les élasticités de la demande sont assez grandes et les élasticités de l'offre sont assez petites, la dévaluation de la monnaie peut améliorer les balances extérieures (*condition Marshall-Lerner*).

---

<sup>117</sup> Ronald MCKINNON, *The Exchange Rate and the Trade Balance: Insular versus Open Economies*. p 21

<sup>118</sup> Pour les plus de détails voir l'Annexe.

Selon l'école d'absorption la dévaluation peut améliorer le solde extérieur mais cet effet est contrebalancé en partie par l'augmentation du revenu et ainsi celle des importations (*effet de revenu*). Autrement dit si la condition Marshall-Lerner est satisfaite, la dévaluation va améliorer la balance commerciale, ce qui va stimuler la croissance, mais comme plus de revenu signifie plus d'importations, cette amélioration du solde extérieur va être moins importante que sans l'effet de revenu.<sup>119</sup> Les monétaristes disent que la dévaluation baisse la valeur réelle des encaisses monétaires des agents et/ou modifie les prix relatifs des biens concurrentiel et non concurrentiel, et ainsi améliore la balance des paiements.<sup>120</sup>

Le modèle de base concernant l'analyse des effets de la politique de change sur l'équilibre extérieur est le modèle de Mundell-Fleming<sup>121</sup>. Dans ce modèle le taux de change réel influe sur les importations et les exportations en supposant que la dévaluation réelle de la monnaie augmente les exportations et diminue les importations bien que l'appréciation de la monnaie ait des effets inverses<sup>122</sup>. Le modèle suppose que la transmission monétaire se fait au canal de taux de change en influant sur les exportations nettes (par la modification des prix relatifs).

La balance des paiements définit l'équilibre externe de l'économie et elle enregistre trois catégories d'opérations:

- les transactions courantes,
- les mouvements de capitaux et
- la variation des réserves de change.

Le solde des transactions courantes est représenté par l'équation de la balance courante (BC). Les mouvements de capitaux correspondent aux flux financiers qui font varier les dettes et les créances du pays vis-à-vis du reste du monde (BK). Les variations des réserves de change (dRC) représentent l'évolution de la position en devises de la banque centrale.

---

<sup>119</sup> Pour la description des ces approches voir Sidney ALEXANDER : Effects of a Devaluation: A Simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches et Harry JOHNSON: Elasticity, Absorption, Keynesian Multiplier, Keynesien Policy, and Monetary Approaches to Devaluatuion Theory: A Simple Geometric Exposition.

<sup>120</sup> Pour plus de détails voir Harry JOHNSON : The Monetary Approach to Balance of Payments Theory and Policy: Explanation and Policy Implications. Marx MILES : The Effects of Devaluation on Trade Balance and the Balance of Payments : Some New Results. Jacob FRENKEL- Carlos RODRIGUEZ : Portfolio Equilibrium and the Balance of Payments: A Monetary Approach.

<sup>121</sup> Voir l'Annexe.

<sup>122</sup> On suppose explicitement que la condition Marshall-Lerner est satisfaite et que les prix sont rigides.

Comme la balance des paiements est un document comptable on a :

$$BC + BK + dRC = 0^{123}$$

En change flexible on suppose que  $dRC = 0$  (donc le taux de change nominal est une variable endogène), par contre, en change fixe  $dRC$  est une variable endogène (le taux de change nominal est une variable choisie et déterminée par les autorités).

En change flexible donc on a  $BC + BK = 0$ . Pour décrire l'équation déterminant  $BK$  on admet que les agents déterminent leur comportement en matière des prêts et des emprunts en fonction des rendements attendus. Le rendement dépend de deux éléments, notamment du différentiel du taux d'intérêt et de l'évolution attendue du taux de change nominal. Dans la version classique du modèle les anticipations des agents concernant l'évolution du taux de change ne sont pas prises en considération (anticipations statiques) ce qui fait que  $BK$  ne dépend que du différentiel du taux d'intérêt.

En changes flexibles le taux de change nominal est une variable endogène (comme le revenu national et le taux d'intérêt domestique aussi) donc des variables dont la valeur est déterminée à partir des valeurs exogènes (les dépenses de l'État et l'offre de la monnaie).

Au cas d'expansion fiscale c'est justement l'appréciation de la monnaie qui garantit l'ajustement et c'est pour cela qu'en changes flexibles la politique fiscale n'est pas capable d'augmenter le revenu si la mobilité des capitaux est parfaite. Au cas de relance monétaire c'est aussi le taux de change nominal et réel qui joue un rôle important car c'est la dépréciation de la monnaie qui amplifie les effets expansionnistes de l'augmentation de la masse monétaire.<sup>124</sup> En changes fixes la situation change : l'efficacité des politiques économique est largement différente par rapport aux systèmes de changes flexible. Si les taux de change nominaux peuvent s'ajuster, la politique fiscale est inefficace et la politique monétaire est capable d'influencer la production nationale, mais au cas contraire c'est justement la politique fiscale qui est utilisable.

---

<sup>123</sup> Selon le modèle un solde négatif des réserves de change signifie une augmentation des réserves.

<sup>124</sup> Dans le modèle de Mundell-Fleming les ajustements se passe instantanément donc il n'y a pas de place aux ajustements graduels.

Le modèle classique de Mundell-Fleming ne peut traiter que les cas extrêmes concernant le régime de change appliqué ce qui signifie que pour les arrangements intermédiaires<sup>125</sup> il ne peut pas donner de réponses évidentes. De plus on peut voir que le régime de change déclaré et pratiqué n'est pas toujours le même.

L'offre de la monnaie est déterminée par la base monétaire et le multiplicateur monétaire avec la base monétaire étant la somme des réserves internationales et les crédits domestiques. Si le multiplicateur monétaire est supposé fixe, la banque centrale a deux possibilités pour contrôler l'offre de la monnaie:

1. la banque centrale achète/vend des actifs domestiques (typiquement les obligations d'État) ce qui augmente/baisse les crédits domestiques (*opérations d'open market*)
2. la banque centrale achète/vend des actifs étrangers ce qui augmente les réserves internationales (*intervention sur le marché de change*).

En changes fixes la banque centrale doit tenir fixe le taux de change nominal, donc elle doit intervenir sur le marché de change pour contrebalancer les opérations privées sur le marché de change.<sup>126</sup> Cela veut dire que dans une telle situation les réserves ne sont pas sous le contrôle des autorités bien que les crédits domestiques le soient. Même au régime de change fixe la banque centrale a la possibilité de contrôler l'offre de la monnaie, car il est possible de stériliser les effets des interventions sur les marchés de change en modifiant la grandeur des crédits domestiques. Il est possible de stériliser (donc au cas du déficit commercial intervenir sur le marché de change, mais tenir constant l'offre de la monnaie à l'aide d'une expansion de crédit) mais cette stratégie n'est à suivre que jusqu'à ce que les autorités disposent des réserves internationales.

Cela pourrait signifier qu'en changes flexibles il n'est pas possible de parler d'une politique de change « active » des autorités car ce système de change suppose la non intervention des autorités de l'État sur le marché de changes. Mais en même temps il faut voir qu'en changes

---

<sup>125</sup> Il peut s'agir de la parité glissante, du glissement passif (adaptatif), du glissement actif (pré-annoncé) etc.

<sup>126</sup> La banque centrale doit intervenir en achetant de la devise étrangère si  $BC + BK > 0$ , et elle doit vendre une partie de ses réserves au cas contraire.

flexibles il est aussi possible de « manipuler » le taux de change nominal justement à cause du fait que ce soit la variable d'ajustement.

La nature de la politique de change est donc différente en fonction de la nature du système de change appliqué. En changes fixes le taux de change nominal est fixé a priori et les autorités monétaires doivent faire tout pour que ce taux soit soutenu – la politique de change consiste essentiellement la détermination du taux de change à défendre. Par contre, au cas d'un système de changes flexibles (ou au moins un système de change déclaré flexible), les autorités n'ont pas la possibilité de déterminer directement le taux de change : ce qu'elles peuvent faire c'est de mener une telle politique monétaire qui a des effets visés concernant le taux de change.<sup>127</sup>

L'influence de la politique monétaire sur le taux de change peut paraître évidente mais les autorités centrales n'ont jamais la possibilité de contrôler directement le cours – même si le système de change est fixe. Plusieurs modèles ont été développés à ce sujet dont un des plus importants est le modèle de surajustement de Dornbusch.

Dans le modèle de Dornbusch<sup>128</sup> il s'agit d'une petite économie ouverte, la mobilité du capital est parfaite, le prix des importations est déterminée sur le marché global et la production domestique et les importations sont des substituts imparfaits, donc les prix relatifs sont déterminés par la demande des biens domestiques.

La conclusion du modèle est que l'effet immédiat de l'expansion monétaire est la dépréciation massive de la monnaie ce qui pousse le taux de change au-delà de son niveau à long terme : ce phénomène s'appelle la réaction excessive ou réaction de surajustement car le taux de change se déprécie autant qu'il soit capable de s'apprécier pour atteindre son niveau à long terme.

Cela signifie que la politique monétaire doit calculer avec les faits suivants :

- la réaction du taux de change peut être exagérément intensive,
- la stabilité du taux de change est mise en danger si les autorités veulent modifier le taux de change nominal avec les mesures de la politique économique (politique

---

<sup>127</sup> Selon le modèle de Mundell-Fleming la politique monétaire est efficace justement si les changes sont flexibles.

<sup>128</sup> Voir l'Annexe

monétaire),

- il est difficile de canaliser les anticipations d'inflation des agents économiques avec les outils de la politique de change car la manipulation du taux de change a des effets différents sur le taux de change nominal à court et à long terme,
- contrairement au modèle de Mundell-Fleming, selon le modèle de Dornbusch l'expansion monétaire n'a pas d'effets permanents sur le revenu car finalement la hausse des prix baisse la valeur réelle des encaisses monétaires, donc le taux d'intérêt, les prix relatifs et le revenu réel vont reprendre leurs valeurs initiales.

### **Les effets économiques, l'aspect institutionnel et les contraintes provenant des relations commerciales**

Les différentes théories économiques montrent bien que la capacité de la politique de change d'améliorer la balance commerciale dépend de plusieurs facteurs. En combinant les différentes approches, au cas d'une dévaluation de la monnaie il faut compter avec les effets suivants (la logique est plus ou moins la même s'il s'agit d'une appréciation de la monnaie, mais avec un signe inverse bien-sur) :

- *L'effet sur les prix relatifs*: la dévaluation de la monnaie domestique rend les produits domestiques relativement bon marchés par rapport aux produits étrangers. L'amélioration de la compétitivité de prix améliore la balance commerciale si la condition Marshall-Lerner est satisfaite car les consommateurs se tournent vers les produits domestiques à la place des produits étrangers (*expenditure-switching effect*).
- *L'effet Laursen-Metzler* (ou l'effet *Harberger-Laursen-Metzler*): la dévaluation détériore la balance commerciale car elle détériore les termes de changes<sup>129</sup>. Si les exportations deviennent relativement bon marchés et les importations relativement chères, il faut exporter plus pour pouvoir acheter la même quantité de produits importés. La baisse du revenu réel baisse la propensité à épargner (S/Y) aussi car les agents essaient de maintenir leur niveau de vie *ex ante*. Cet objectif cause l'augmentation de la consommation et de l'absorption ce qui détériore la balance commerciale.

---

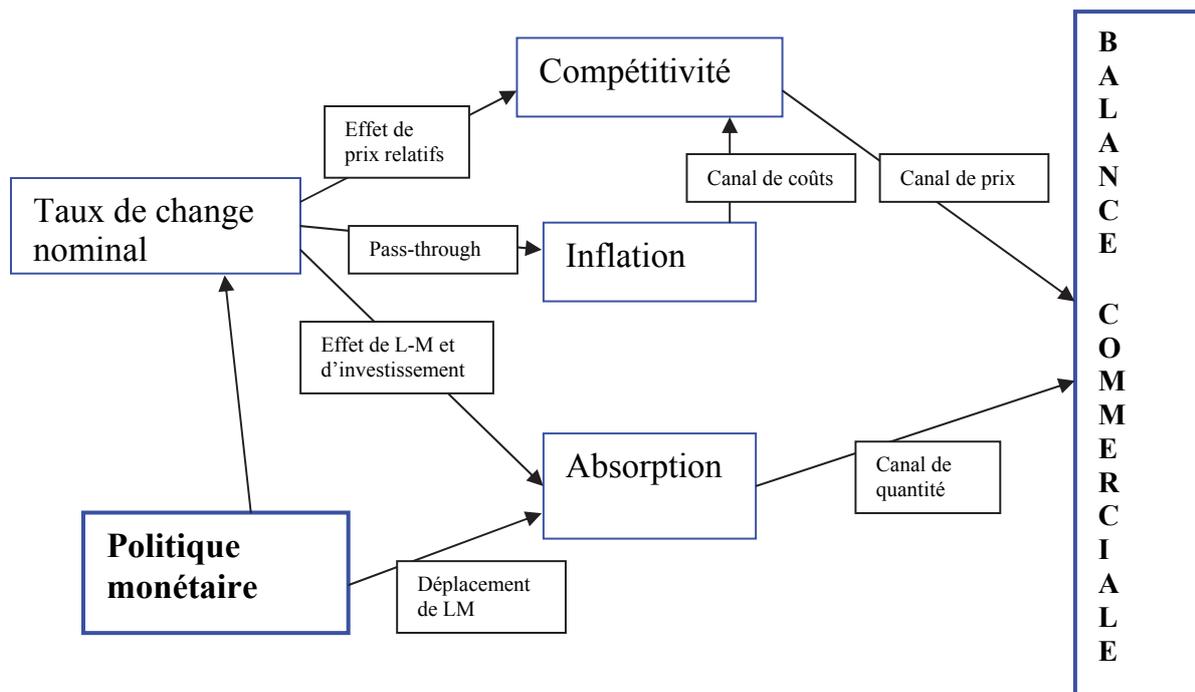
<sup>129</sup> Termes de change: le niveau de prix des exportations / le niveau de prix des importations.

- *L'effet d'Obstfeld*: selon Obstfeld (1982)<sup>130</sup> la détérioration des termes de l'échange a des conséquences opposées par rapport à ce que Harberger, Laursen et Metzler suggèrent: elle cause la baisse des dépenses agrégées et ainsi l'amélioration de la balance des paiements courants.
- *L'effet de la courbe-J*: les réponses quantitatives des importations et des exportations peuvent être modérée juste après la dévaluation même si la condition Marshall-Lerner est satisfaite, donc l'effet initial de la dévaluation peut être la détérioration de la balance commerciale. A long terme les effets positifs peuvent devenir dominants.
- *L'effet d'investissement (reverse absorption effect)*: après la dévaluation de la monnaie domestique les investissements domestiques et étrangers (IED) peuvent augmenter car le pays est devenu un producteur bon marché. Comme les investissements font partie de l'absorption, la dévaluation de la monnaie va détériorer la balance commerciale.
- *L'effet de pass-through*: la dévaluation de la monnaie augmente automatiquement le niveau des produits importés et ainsi le niveau général des prix. Cet effet peut être particulièrement important au cas d'une petite économie ouverte avec une substitution de la monnaie domestique et une indexation des salaires et des prix. Plus l'effet de pass-through est important moins la dévaluation nominale peut améliorer la compétitivité prix du pays.
- *L'effet de l'expansion monétaire*: la dévaluation de la monnaie ne peut pas être indépendante des phénomènes monétaires du pays en question, donc elle doit être au moins indirectement générée par l'expansion monétaire et la baisse du taux d'intérêt. Un tel changement de la politique monétaire va déplacer la courbe LM à droite dans le plan  $(r, Y)$ . Si le niveau des prix est fixe, l'expansion monétaire peut augmenter le revenu, mais si les prix s'ajustent, c'est l'inflation qui va s'accélérer: la balance commerciale se détériore dans tous les deux cas.
- *Les investissements étrangers direct et les effets d'éviction*: le changement du taux de change nominal a des conséquences sur les flux de capitaux directs aussi (*hollowing-out effect*). La direction des effets des investissements étrangers directs (IDE) sur la balance commerciale n'est pas évidente.

Ces effets potentiels sont représentés sur le Diagramme suivante :

---

<sup>130</sup> Voir Maurice OBSTFELD: Aggregate spending and the terms of trade: is there a Harberger-Laursen-Metzler effect?



### 7. Politique monétaire et commerce – les effets économiques

Les responsables de la politique monétaire ne doivent pas prendre en considération que les effets économiques, mais l'aspect institutionnel aussi – dans ce cas-la, cela signifie qu'il faut compter avec la réaction des groupes d'intérêt influents. L'importance de ces groupes est liée à leur capacité d'influencer la politique monétaire – même si juridiquement la banque centrale est indépendante car politiquement il est possible d'influencer le gouvernement qui a la possibilité de faire de la pression sur les responsables monétaires.

On peut supposer que la coalition étant contre une politique monétaire donnée peut se former plus facilement que la coalition étant pour. Pour cette raison les groupes d'intérêt importants du point de vue de la politique économique sont les groupes d'intérêt étant contre la politique en question.

Les groupes d'intérêt peuvent être liés au processus de la politique monétaire aux points suivants:

- la compétitivité,
- l'inflation,
- le taux de change nominal,
- la balance commerciale.

En ce qui concerne la compétitivité, les groupes d'intérêt importants – donc les groupes d'intérêt qui sont intéressés par la stratégie monétaire – sont les firmes domestiques étant en compétition avec les firmes étrangères<sup>131</sup> : les firmes exportatrices et les firmes en compétition avec les importations.

Les firmes se mobilisent contre la politique monétaire si celle-ci détériore significativement leur position compétitive. Cela veut dire que ce n'est pas la détérioration de la balance commerciale qui est importante de ce point de vue, mais le changement se produisant au niveau de la compétitivité des firmes avec une influence importante sur les décisions politiques. Il est bien possible que ces firmes ne représentent même pas une grande importance au niveau de l'économie nationale.

L'inflation peut être aussi un point important du point de vue de l'aspect institutionnel car même si les ménages et les consommateurs sont les groupes sociaux les moins organisés mais dans les sociétés démocratiques le gouvernement doit prendre en considération l'opinion publique, au moins avant les élections (si on suppose que les électeurs prennent leur décision sur la base de leur situation au moment du vote).

On peut supposer que les électeurs sont sensibles au niveau d'inflation : si la hausse des prix augmente à un niveau considéré « trop élevé », les électeurs peuvent punir le gouvernement donc les responsables politiques sont incités d'éviter la hausse des prix, surtout avant les élections.

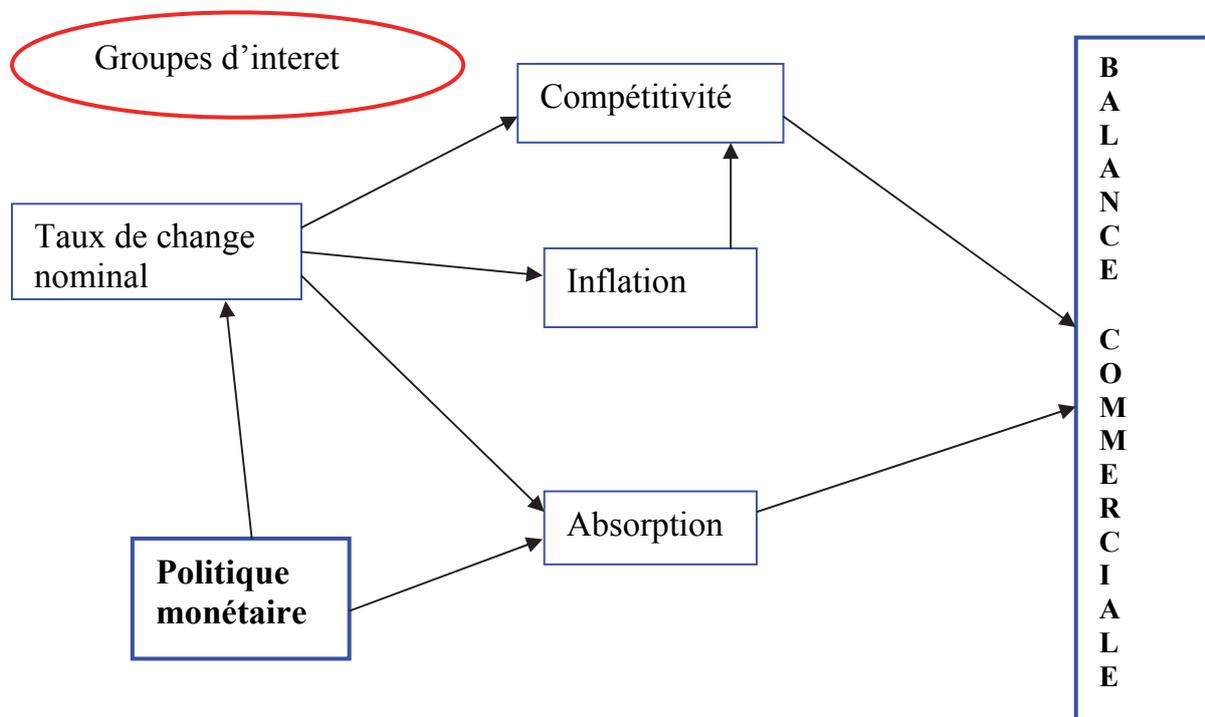
L'importance du taux de change nominal est liée aux crédits en devise étrangère. Les agents économiques endettés en devise étrangère sont intéressés d'un taux de change relativement fort (plus fort que le taux de change au moment de l'endettement). Cela veut dire que ces

---

<sup>131</sup> Il est possible d'imaginer qu'il faut compter avec la réaction des firmes étrangères étant en compétition avec les firmes domestiques, mais cela suppose que ces firmes disposent d'une capacité d'influence importante et que la politique monétaire soit contraire à leurs intérêts. Un exemple à cette situation peut être le cas des firmes américaines faisant du lobby contra la politique monétaire et la politique de change de la Chine. Les firmes américaines sont intéressées par la politique monétaire chinoise car celle-ci vise le maintien d'un taux de change sous-évalué face au dollar américain.

agents économiques peuvent se mobiliser si le taux de change nominal se déprécie car ainsi la somme qu'ils doivent rembourser va augmenter<sup>132</sup>.

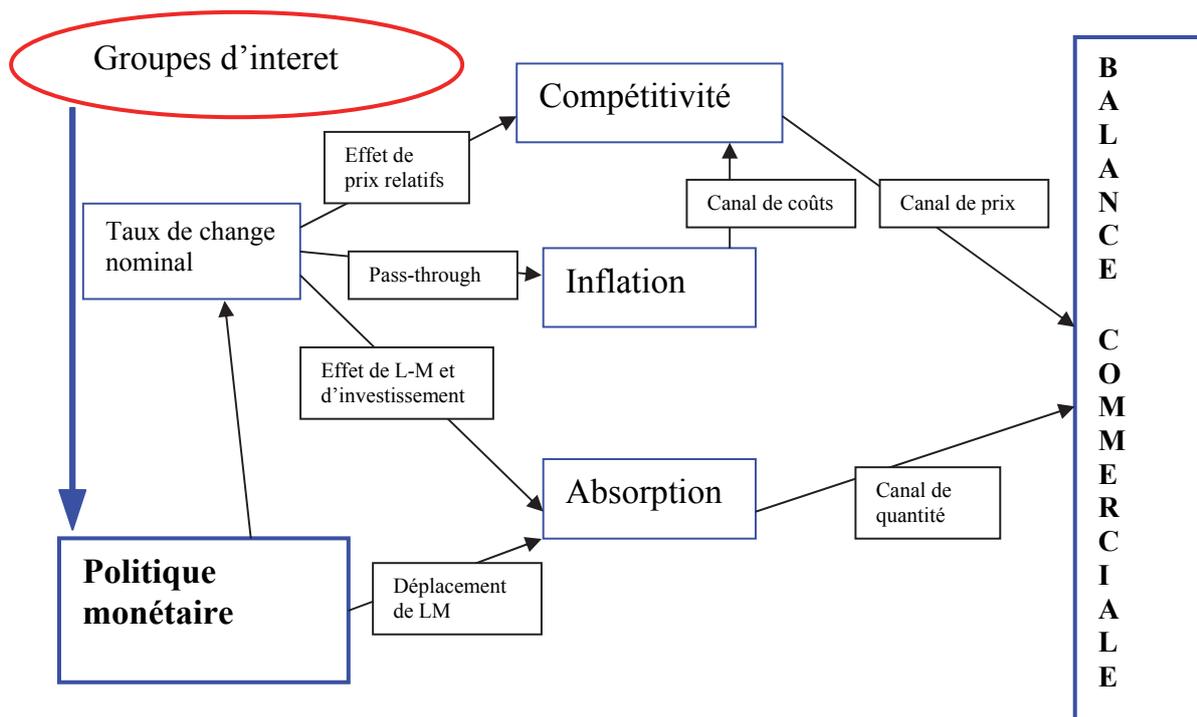
La balance commerciale peut avoir une importance du point de vue institutionnel car elle peut modifier l'opinion des investisseurs étrangers finançant le déficit de la balance des paiements courants. Si ces investisseurs considèrent le déficit commercial insoutenable, il le sera – même si théoriquement n'importe quel niveau de déficit peut être financé avec l'augmentation du taux d'intérêt.



#### 8. Politique monétaire et commerce – l'aspect institutionnel

Les groupes d'intérêt sont importants du point de vue de la gestion de la politique monétaire car ils peuvent influencer les responsables et changer la stratégie monétaire – bien-sûr seulement s'ils sont assez influents pour une telle action politique.

<sup>132</sup> La dépréciation de la monnaie peut représenter des risques pour le système financier entier (à cause de la non-capacité des agents économique de rembourser les dettes ce qui signifie la détérioration de la qualité des actifs des banques).



### 9. Politique monétaire et commerce – les effets économiques, l'aspect institutionnel et les contraintes provenant des relations commerciales

Comme la politique monétaire est gérée indépendamment, l'influence des groupes d'intérêt ne peut pas se manifester directement au niveau de la banque centrale. Mais ce n'est pas le cas du gouvernement car il doit faire face aux élections tous les quatre ans et en influençant le gouvernement il peut influencer la banque centrale aussi – même si la banque centrale est indépendante du gouvernement. La politique monétaire peut être quand- même modifiée car le gouvernement peut faire de la pression sur la direction de la banque centrale.

### Résumé du chapitre

Le taux de change nominal peut être manipulé de telle façon qu'il affecte les prix relatifs et ainsi puisse répliquer certains effets de la politique commerciale, même s'il y a des différences importantes entre les deux sortes de politiques. Au niveau théorique il est difficile de déterminer s'il s'agit d'une manipulation du taux de change car le niveau de référence du taux de change (le taux de change d'équilibre) est aussi difficilement définissable, mais en pratique la manipulation est assez répandue.

La manipulation du taux de change peut prendre la forme du protectionnisme monétaire et de la politique de surévaluation . L'objectif du protectionnisme monétaire est de défendre les producteurs domestiques et d'améliorer le solde de la balance commerciale, la politique de surévaluation peut supporter la politique de désinflation et augmenter le revenu réel à court terme. Toutes les deux sortes de manipulation représentent des dangers à long terme, car soit elles ne sont pas soutenables, soit elles sont coûteuses, et de plus elles reflètent souvent la dominance des intérêts politiques par rapport aux bénéfices économiques.

Les mesures protectionnistes et la politique de surévaluation peuvent être attractives du point de vue politique : le premier à cause du fait que les groupes bénéficiant de la protection sont facilement identifiables bien que les agents souffrant des effets indirects ne le soient pas, le deuxième parce que les effets à court terme sont en général positifs en ce qui concerne par exemple le revenu réel des ménages.

Il est difficile de déterminer la politique de change optimale pour des périodes de libéralisation, car la capacité de la politique de change d'améliorer la balance commerciale dépend de plusieurs facteurs et il faut prendre en considération que les groupes d'intérêt peuvent influencer les responsables et changer la stratégie monétaire – donc même si la politique de change optimale est déterminé, il faut que ce soit soutenable politiquement. Les groupes d'intérêt les plus important à prendre en compte sont les producteurs domestiques, les ménages et les investisseurs internationaux - des agents économiques avec des intérêts fondamentalement différents à court terme.

Le chapitre suivant présente un modèle représentant les contraintes de la politique de change provenant du commerce, en accentuant les facteurs qui ont été déterminants en Hongrie après le changement de régime de 1989.

## CHAPITRE 5.

# **Le modèle du déficit-inflation: les contraintes de la politique de change provenant du commerce**

Dans le modèle présenté ici bas on va formaliser les possibilités des autorités monétaires concernant l'inflation et le commerce en supposant que la politique monétaire influe sur le niveau des prix et le solde des opérations commerciales (les exportations et les importations) par le taux de change nominal et réel (la transmission monétaire se réalise par le taux de change dépendant du taux d'intérêt). Les effets de la manipulation du taux de change sur le commerce, les groupes d'intérêt potentiellement affectés et les contraintes provenant du commerce et des autres facteurs institutionnels ont été présentés au chapitre précédent.

## SECTION 1.

### ***Déficit commercial et inflation : le modèle***

Le modèle du déficit-inflation (DI) représente les effets de la variation du taux de change au taux d'inflation et au niveau du déficit commercial en même temps. Le modèle est composé de deux parties, l'une représentant la relation entre le taux de change nominal et l'inflation, l'autre entre l'inflation et le déficit commercial (indirectement c'est la relation entre le taux de change et le déficit commercial car selon le modèle le taux de change est le facteur déterminant l'inflation).

Les hypothèses du modèle sont les suivantes<sup>133</sup>:

- les autorités contrôlent le taux de change nominal et elles l'utilisent pour atteindre des objectifs de politique économique,
- les autorités prennent leur décision en minimisant leur fonction de perte, les décisions sont prises à court terme,
- le taux d'inflation est une fonction du niveau du taux de change nominal si les

---

<sup>133</sup> En partie d'après Finn KYDLAND – Edward PRESCOTT: Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, et Robert BARRO- David GORDON: A positive theory of monetary policy in a natural rate model

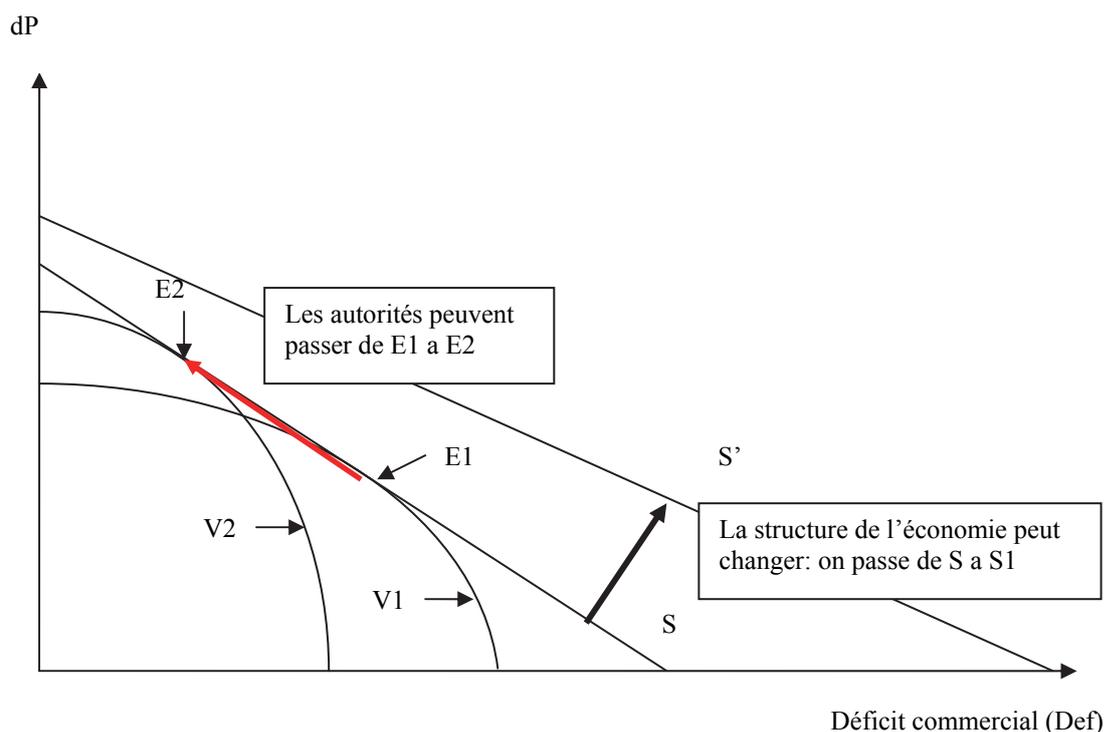
anticipations sont stables, la politique fiscale est en équilibre et le taux d'inflation étranger est zéro,

- les autorités veulent minimiser le taux d'inflation et le niveau du déficit commercial,
- la forme de la fonction de perte des autorités dépend des préférences des autorités,
- la forme des fonction de contrainte dépend de la sensibilité du déficit commercial au taux de change nominal et réel (de combien sont les exportations et les importations sensibles à la modification tu taux de change nominal et de combien sont-elles liées entre elles-mêmes)
- le niveau des fonctions de contrainte dépend de la structure de l'économie, de la conjoncture des marchés internationaux, de la politique fiscale, de la politique des revenus, des anticipations d'inflation, des chocs d'inflation et des autres facteurs influents sur soit la balance commerciale, soit l'inflation,
- la variation du taux de change nominal a des effets sur le niveau des prix et ainsi le taux d'inflation, mais le pass-through n'est pas complet à court terme, donc on suppose que la variation du taux de change nominal a une influence sur le taux de change réel et ainsi la compétitivité du pays,
- la pente de la droite „inflation-taux de change” est inférieur à 1.

Les autorités politiques ont pour l'objectif de minimiser l'inflation et le déficit commercial ce qui fait que leur fonction de perte peut s'écrire sous la forme suivante:  $V = a dP^2 + bDef$ . Cet objectif des autorités est limité par les caractéristiques structurels de l'économie car à l'aide de la politique de change il n'est pas possible de baisser le déficit et le taux d'inflation en même temps ( $dP = a - \beta Def$ ). Le point d'intersection de la courbe représentée par la fonction de perte minimisée et la droite de contrainte est un point d'équilibre du point de vue des autorités. La position du point E dépend de la structure de l'économie (position de la droite S) et des préférences des autorités (position de la courbe V) – l'histoire de la politique monétaire des pays en transition montre que les préférences changent assez souvent (les points E1 et E2 montrent comment l'équilibre change avec la modification des préférences<sup>134</sup>). La politique économique a la possibilité de bouger sur la droite de contrainte (S) ce qui signifie par exemple qu'il est possible de passer de E1 à E2 si les préférences des autorités changent ainsi.

---

<sup>134</sup>  $V1 = a1 dP^2 + b1Def$ ,  $V2 = a2 dP^2 + b2Def$ , avec:  $a1/b1 > a2/b2$ .

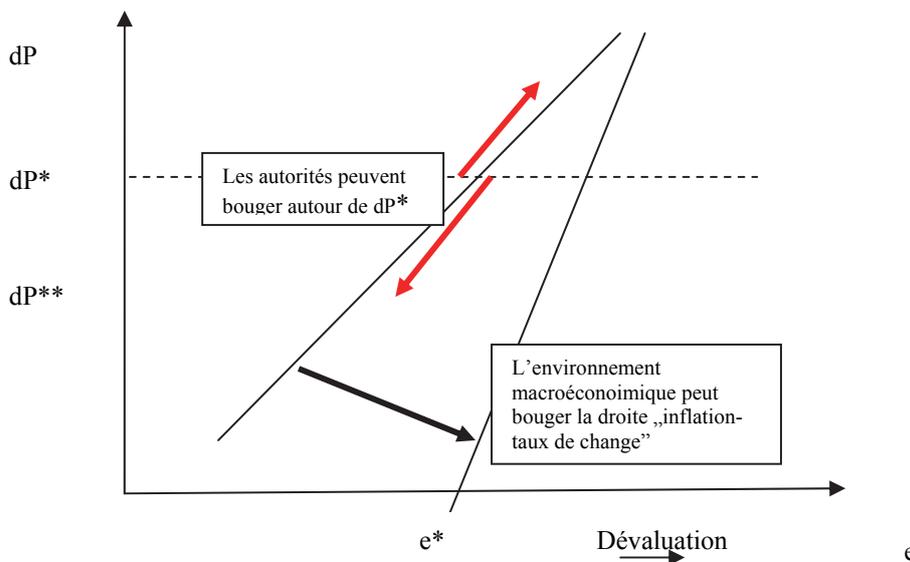


#### 10. La fonction de perte des autorités et la droite de contrainte

Les possibilités de la politique monétaire dépendent en partie de l'environnement économique représentée par la droite de contrainte. Si par exemple, l'environnement économique change, la contrainte représentée par la fonction de contrainte change aussi. La droite de contrainte peut se déplacer à cause des facteurs macroéconomiques (voir en détail plus tard).

On suppose que dans les petites économies ouvertes, la politique monétaire influe sur le niveau général des prix essentiellement par le taux de change car les effets de transmission du taux d'intérêt a relativement peu d'importance. Donc on a :  $dP = f(e)$ . On suppose aussi que les autorités monétaires peuvent modifier le taux d'intérêt et ainsi le niveau du taux de change nominal. Les autorités ont ainsi la possibilité d'influencer le niveau d'inflation – graphiquement cela veut dire que la politique monétaire peut „bouger” sur la droite „inflation-taux de change”.

Cela ne signifie pas que seulement les points se situant sur ces droites sont les combinaisons possibles du taux de change, du taux d'inflation et du solde de la balance commerciale. Le niveau d'inflation est déterminé par plusieurs facteurs parmi lesquels plusieurs sont indépendants de la politique monétaire.



### 11. La droite « inflation-taux de change »

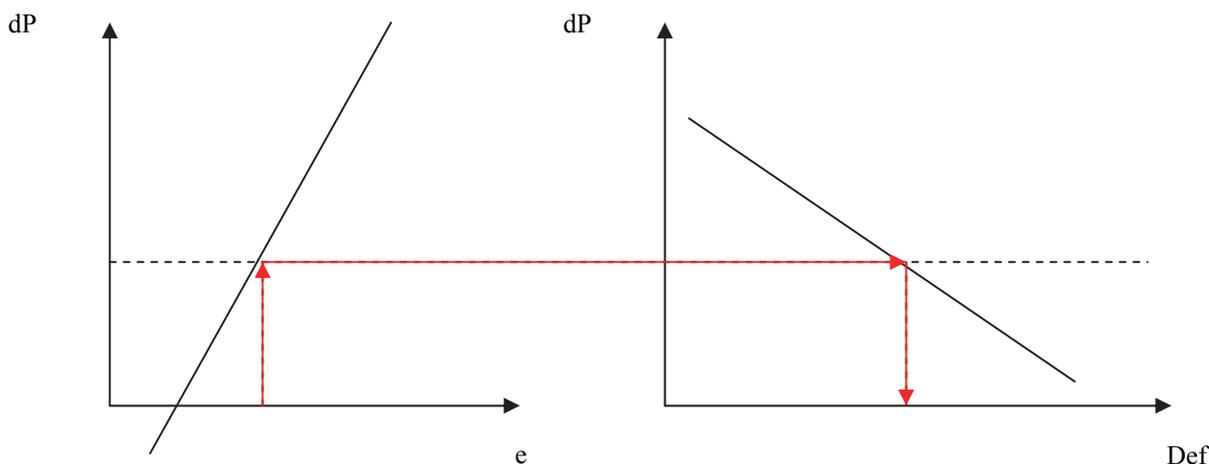
Le niveau d'inflation  $dP^*$  est déterminé par la totalité des facteurs influents<sup>135</sup>, la politique de change ne peut que modifier ce niveau d'inflation. A cause de cela il est bien possible qu'à moyen terme plusieurs niveaux d'inflation peut être associés au même niveau du taux de change nominal<sup>136</sup>.

La position de la droite inflation-taux de change est aussi déterminée par les facteurs macroéconomiques et des caractéristiques générales de l'économie en question ce qui signifie que cette droite change de position si les caractéristiques économiques sont modifiées.

Le modèle DI est la combinaison des deux graphiques présentées ci-haut: selon le modèle le taux de change nominal détermine le taux d'inflation et ainsi à chaque niveau d'inflation il est associé un niveau du déficit commercial donné.

<sup>135</sup> Il y a beaucoup de modèles expliquant l'évolution de l'inflation, mais le modèle canonique suppose qu'une grande partie de la modification du taux d'inflation est explicable par les facteurs suivants: l'écart de PIB, l'évolution des salaires, du taux d'intérêt réel, du taux de change nominal, des prix administrés et des anticipations d'inflation. Selon la régression faite par Cseh (2005) ces facteurs explicatifs sont statistiquement significatifs. Taux d'inflation =  $1,533 + 0,359$  (écart de PIB)  $-0,421$  (taux d'intérêt réel)  $+ 0,171$  (évolution des salaires)  $+ 0,091$  (évolution du taux de change nominal)  $+ 0,228$  (évolution des prix administrés)  $+ 0,423$  (l'inflation de la période précédente).

<sup>136</sup> Supposons par exemple que le niveau d'inflation déterminé pas les facteurs macroéconomiques soit  $dP^*$  a la période (t) et  $dP^{**}$  en (t+1). Si la politique monétaire décide de ne rien faire en (t+1), l'inflation baisse a  $dP^{**}$ , mais si – pour des raisons de compétitivité – elle prend la décision de dévaluer la monnaie l'inflation va rester a  $dP^*$ . Cela signifie qu'une telle modification de change ne va pas augmenter le niveau d'inflation par rapport a la période précédente mais seulement un taux de change plus déprécié sera associé au même niveau d'inflation.



## 12. Le fonctionnement du modèle DI avec un environnement économique stable

Le modèle donne la possibilité de représenter les changements se produisant dans l'économie. Du point de vue de la Hongrie d'après 1989 les facteurs suivants sont les plus importants :

1. *la poussée inflationniste (la libération des prix)* : Pendant la période de transition économique une des tâches de la politique économique est souvent l'élimination des distorsions de prix sur les marchés (la libération des prix). Si les prix sont libéralisés et le taux de change est inchangé, il y a une augmentation de l'inflation sans la modification du taux de change nominal. En même temps la compétitivité de l'économie se détériore à cause de la hausse des coûts ce qui cause l'augmentation du déficit commercial sans l'appréciation de la monnaie. La libération des prix cause donc le déplacement de la droite de contrainte et de la droite inflation-taux de change vers le haut.
2. *La perte des positions sur les marchés internationaux (l'effondrement des marchés internationaux)* : Les pays en transition doivent faire face souvent à la perte de leurs marchés initiaux avant de gagner du terrain sur les nouveaux marchés potentiels. La perte des marchés qui ont été „occupés” artificiellement signifie que la balance commerciale se détériore sans que la compétitivité se détériore – la droite de contrainte se déplace vers la droite.
3. *Les effets de la politique fiscale* : La politique fiscale est importante dans le modèle de deux points de vue. Prenons le cas de l'expansion fiscale: l'augmentation des dépenses de l'État augmente *ceteris paribus* le revenu des ménages ce qui cause la hausse de la demande domestique. Cette hausse de la demande peut influencer sur le niveau des prix et la balance commerciale.

L'importance relative de ces effets dépend de la taille et du niveau d'ouverture de l'économie en question. Plus l'économie est grande et fermée, plus les effets sur les prix vont dominer, et vice versa, plus l'économie est petite et ouverte, plus les effets d'équilibre extérieur vont être importants. L'expansion fiscale pousse les droites vers le haut, la restriction fiscale vers le bas.

4. *Les anticipations d'inflation* : Si les anticipations d'inflation changent, il est possible que les prix changent sans la modification de la politique monétaire, la politique fiscale ou le changement de l'inflation importée. L'importance des anticipations provient du fait que ce soit elles qui déterminent en grande partie la politique des revenus et de prix des firmes et les revendications salariales des employés. Les anticipations peuvent se détériorer si la politique monétaire n'est pas crédible, et elles peuvent s'améliorer si les agents économiques considèrent soutenable la politique de désinflation et elles peuvent être les conséquences secondaires de la rigueur budgétaire et d'une politique monétaire crédible. L'amélioration des anticipations d'inflation poussent les droites vers le bas, la détérioration vers le haut.
5. *Les anticipations des investisseurs internationaux* : A cause du financement extérieur des pays en transition, l'opinion des investisseurs internationaux a une importance particulière – même si elles ne modifient la position des droites du modèle. L'amélioration des anticipations des investisseurs réduit la prime de risque du taux d'intérêt ce qui signifie que si le taux d'intérêt nominal est supposé inchangé, le taux de change nominal va s'apprécier. Si le niveau d'inflation ex-ante est considéré optimal, les autorités monétaires ont la possibilité de réduire le taux d'intérêt nominal – jusqu'à ce que le taux de change ne soit pas de nouveau au même niveau qu'avant le changement de l'opinion des investisseurs. La baisse de la prime de risque représente une certaine forme de restriction monétaire ce qui doit être contrebalancée par la baisse du taux d'intérêt nominal. Si la prime de risque baisse, la stabilisation de change suppose l'expansion monétaire.

## **L'intégration des éléments institutionnels dans le modèle**

Dans cette section je vais intégrer les éléments institutionnels dans le modèle DI et présenter que la politique de change n'est pas qu'un choix entre le désinflation et l'amélioration de la

compétitivité, mais elle doit aussi prendre en considération les préférences des groupes d'intérêt influents aussi.

### **1. La contrainte provenant des firmes exportatrices domestiques**

La droite de contrainte peut se déplacer à droite si la compétitivité internationale des firmes exportatrices se détériore – dans notre modèle cela peut se produire par exemple si le taux de change est surévalué<sup>137</sup>. Une telle politique de surévaluation mobilise les explorateurs domestiques qui peuvent empêcher l'appréciation de la monnaie au-delà d'un certain niveau considéré supportable par eux. Ce niveau du taux de change va représenter une contrainte aux autorités monétaires. Cette contrainte est présentée à l'aide de la modélisation de la politique de « désinflation exagérée ».

Si la compétitivité de l'économie se détériore à cause du changement du taux de change, et ce taux de change surévalué persiste pour longtemps, la perte de la compétitivité peut être encore plus importante à long terme. On suppose qu'avec le temps, de plus en plus de firmes vont se retirer des marchés internationaux à cause du taux de change surévalué et ces sorties sont difficilement retournables, même si le taux de change se dévalue plus tard. Il est difficile de définir la notion de la surévaluation car il n'y a pas de définition exacte pour le taux de change d'équilibre, mais cela ne signifie pas qu'il soit impossible de supposer qu'il existe un taux de change représentant une situation d'équilibre.

#### **La détermination du taux d'inflation et du taux de change d'équilibre**

Dans le modèle DI la situation d'équilibre peut être décrite au niveau de la balance commerciale et celui du taux d'inflation aussi. En ce qui concerne le solde des transactions commerciales, il faut distinguer deux cas:

- dans un système de change fixe le taux de change nominal reste inchangé et l'ajustement se fait au niveau des réserves internationales – la situation peut être appelée d'équilibre si l'égalité des soldes commercial et de capitaux existe, donc  $e = e^*$  si  $BC = BK$ .

<sup>137</sup> Voir le modèle de Rudiger DORNBUSCH à la page 89.

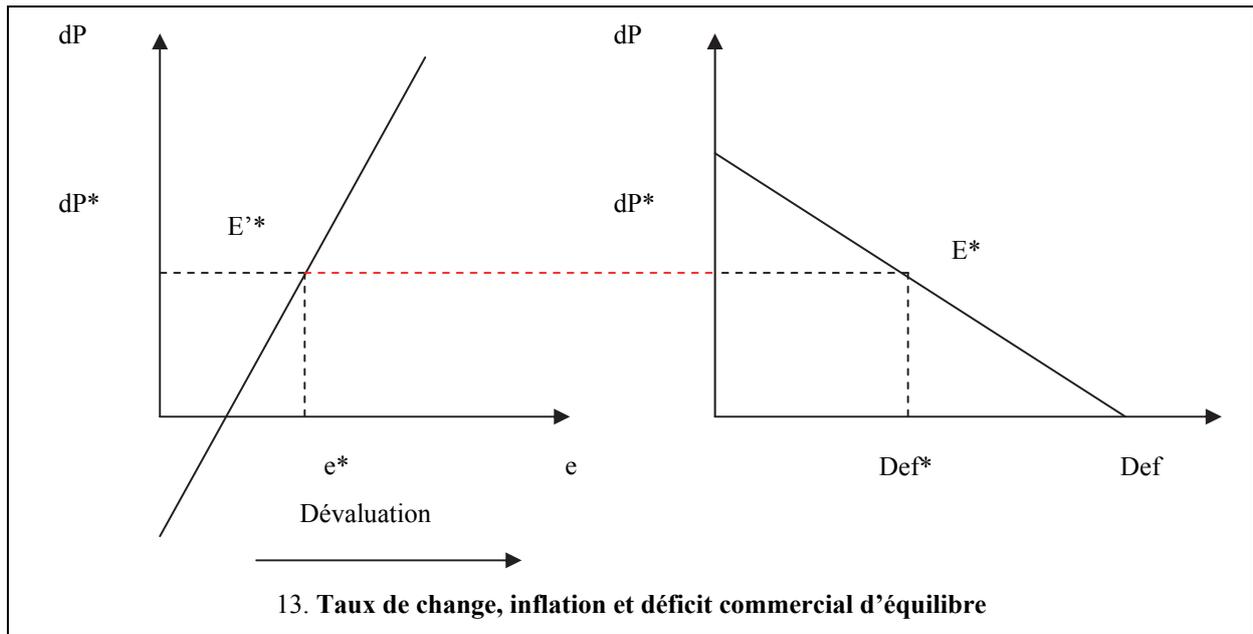
- dans un système de change flexible c'est le taux de change nominal qui assure l'ajustement et le niveau des réserves est inchangé – dans le sens décrit ci-haut le taux de change nominal est toujours d'équilibre car  $BC = BK$  par définition. (si la politique monétaire n'influence pas le taux de change, il est toujours d'équilibre.)

Le point  $E^*$  est le point d'équilibre *par définition*, avec  $dP^*$  étant le taux d'inflation d'équilibre et  $Def^* = Def$  ( $BC = BK$ ) s'il s'agit d'un système de change flexible (si le système de change appliqué de facto est un système de change fixe c'est  $dRes$  qui assure l'égalité de la demande et de l'offre sur le marché de change).

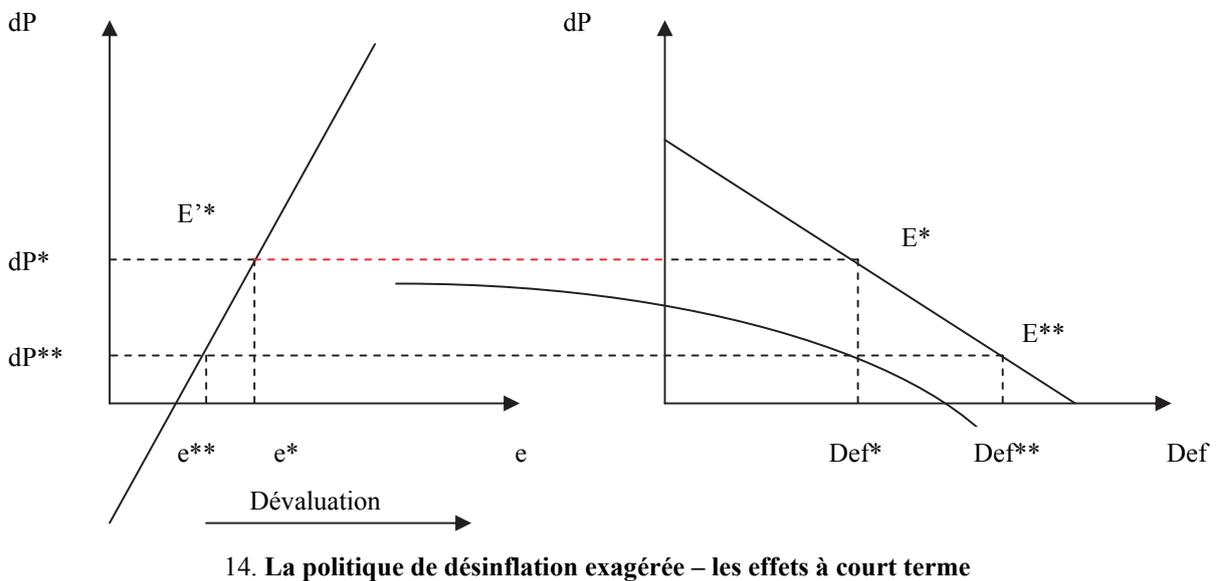
On peut supposer que le taux de change est d'équilibre s'il est associé à un niveau d'inflation soutenable donc pas plus bas que le niveau d'inflation provenant de la structure et du niveau de productivité de l'économie en question. S'il s'agit par exemple d'une économie de transition, ce niveau d'inflation est supérieur à zéro à cause du processus de rattrapage (l'effet de Balassa-Samuelson). Dans ce cas-la c'est le taux d'inflation d'équilibre qui détermine le taux de change d'équilibre.

Il est aussi possible d'adopter une approche institutionnelle, en disant que le taux de change d'équilibre est le taux où les groupes d'intérêt pour et contre un tel niveau de change s'équilibrent, donc il n'y a pas de groupe étant assez influant pour atteindre la hausse ou la baisse du taux de change. Dans ce cas-la c'est le taux de change d'équilibre qui détermine le taux d'inflation d'équilibre.

Au 1er cas  $dP^*$  est déterminé par les données fondamentales de l'économie et ce niveau d'inflation n'est réalisable que si le taux de change est  $e^*$  ce qui détermine  $Def^*$  aussi. Au 2eme cas  $e^*$  est déterminé pas la structure des groupes d'intérêt de l'économie et à ce niveau du taux de change il n'y a qu'un seul taux d'inflation qui est associé, notamment  $dP^*$  et un seul niveau de déficit commercial, notamment  $Def^*$ .



Supposons que les autorités veulent baisser - pour des raisons politiques ou autres - le taux d'inflation sous le niveau déterminé par les caractéristiques fondamentales de l'économie ( $dP^*$ ).



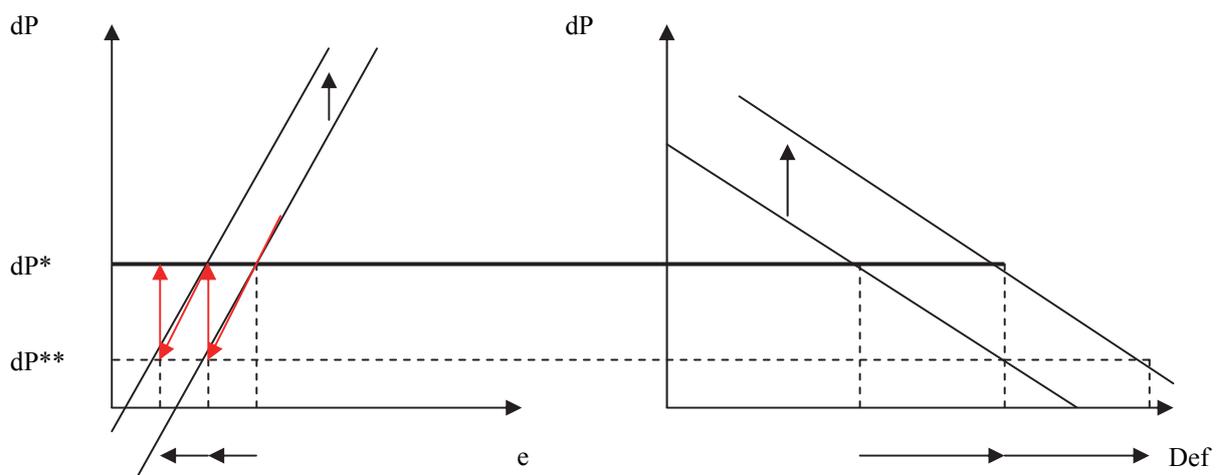
Si les préférences des autorités sont telles que le niveau d'inflation visé ( $dP^{**}$ ) est inférieur au niveau d'inflation d'équilibre ( $dP^*$ ), il s'agit d'une désinflation „exagérée”.

Les autorités monétaires doivent apprécier la monnaie (augmenter le taux d'intérêt national) pour atteindre la baisse du niveau d'inflation, mais une telle appréciation de la monnaie a des

conséquences négatives en ce qui concerne le déficit commercial ( $Def^{**} > Def^*$ ). Cela ne signifie pas que le déficit devient insoutenable car la hausse du taux d'intérêt augmente l'entrée des capitaux dans le pays donc il est bien possible que  $BC = BK$ .

Mais  $dP^{**}$  n'est pas soutenable par définition. Dans un tel cas on suppose que le niveau d'inflation va augmenter à son niveau d'équilibre à n'importe quel niveau de taux de change et ainsi il n'est possible de tenir le taux d'inflation sous ce niveau qu'en appréciant sans cesse la monnaie nationale.

L'appréciation sans cesse de la monnaie a des conséquences sur le déficit commercial aussi, car si la droite „inflation-taux de change” se déplace, la droite de contrainte de la politique monétaire fait de même. Cela veut dire que la politique de désinflation exagérée a comme effet la détérioration sans cesse de la compétitivité et ainsi l'augmentation du déficit commercial.



### 15. La politique de désinflation exagérée – les effets à moyen terme

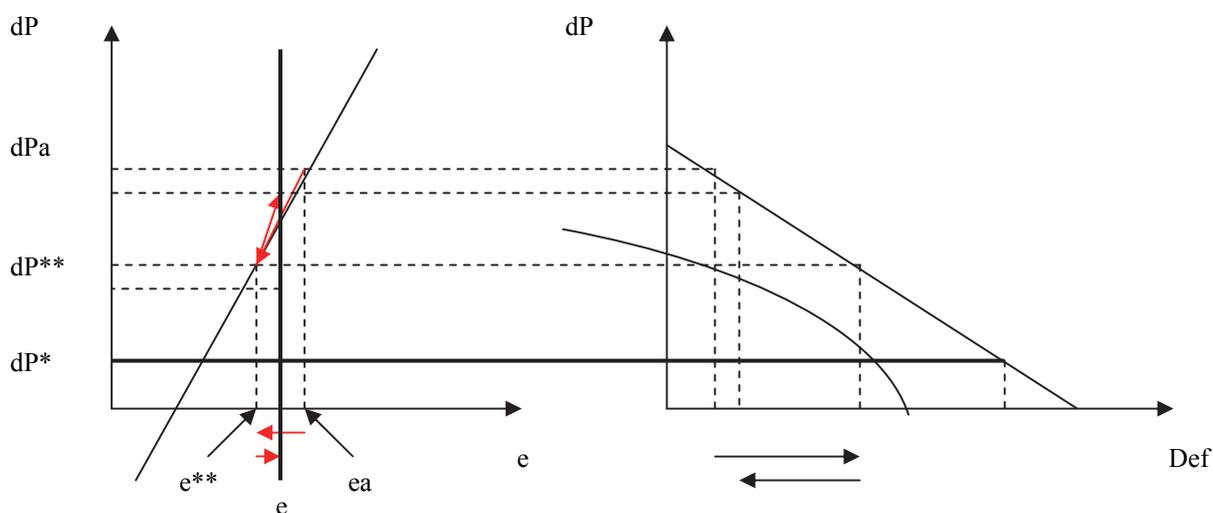
Les menaces représentées par une telle politique sont importantes, au niveau macroéconomique et au niveau institutionnel aussi:

- la désinflation n'est pas soutenable sans les interventions sans cesse des autorités,
- le risque d'atteindre un niveau surévalué du taux de change nominal devient important, ce qui peut aggraver la situation au niveau du solde commercial,
- après un certain temps le déficit augmente à un niveau potentiellement considéré insoutenable par les marchés ce qui peut causer la cessation du financement du déficit,

- l'appréciation sans cesse de la monnaie peut mobiliser les groupes d'intérêt étant contre un niveau si fort du taux de change nominal même si le déficit commercial n'augmente pas dramatiquement,
- ces groupes d'intérêt peuvent atteindre la dévaluation de la monnaie et ainsi rendre impossible la continuation de la politique monétaire.

La mobilisation des groupes d'intérêt étant contre l'appréciation du taux de change nominal ne suppose pas que le niveau d'inflation visé soit plus bas que le niveau d'inflation d'équilibre. Pour la mobilisation de ces groupes il faut seulement que la politique monétaire vise à baisser le taux d'inflation à l'aide du taux de change nominal donc l'appréciation de la monnaie nationale.

Supposons que  $dP^* < dP^{**}$  et  $e$  soit le niveau du taux de change nominal représentant le niveau le plus fort de la monnaie nationale que les exportateurs domestiques considèrent supportable. Soit  $dPa$  le niveau d'inflation actuel.



### 16. Appréciation et « l'intervention » des firmes domestiques

Dans un tel cas les autorités veulent baisser le taux d'inflation et pour cette cause elles augmentent le taux d'intérêt et évalue indirectement la monnaie (on passe de  $e_a$  à  $e^{**}$ ). Comme le taux de change nominal considéré supportable par les exportateurs domestiques est „ $e$ ” et  $e > e^{**}$  les groupes d'intérêt concernés vont commencer à faire du lobby pour dévaluer directement ou indirectement la monnaie nationale. S'ils réussissent, et les autorités monétaires ne sont pas assez fortes pour dire non à une telle demande, le taux d'intérêt baisse,

la monnaie se dévalue (on passe de  $e^{**}$  à  $ea$ ), l'inflation augmente et le solde de la balance commerciale s'améliore.

On peut noter que si la politique monétaire tente de baisser l'inflation en évaluant la monnaie nationale et ainsi en baissant les prix des produits importés et les anticipations d'inflation, elles doivent compter avec le fait que si le taux de change nominal s'apprécie autant que cela mobilise avec succès les exportateurs domestiques, toute la politique monétaire suivie jusqu'ici doit être abandonnée.

## **2. La contrainte provenant des investisseurs internationaux**

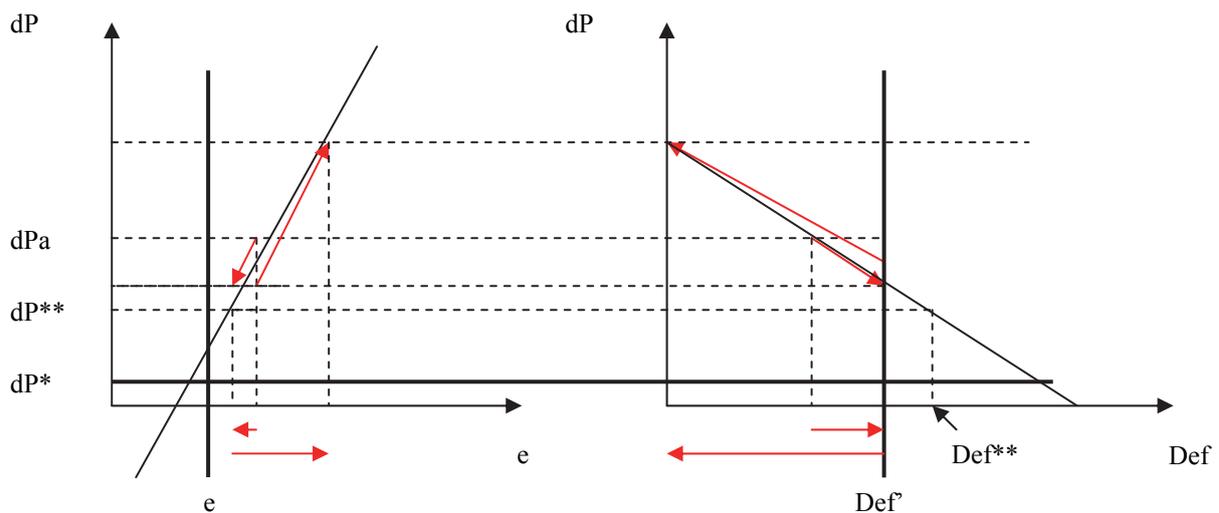
Il existe une contrainte au niveau de la balance commerciale aussi : même si on suppose que  $BC = BK$  il y a un niveau de déficit  $BC$  „critique” que les investisseurs considèrent insoutenable et ainsi si le déficit atteint ce niveau, l'entrée des capitaux peut s'arrêter complètement (ou ralentir considérablement) indépendamment du niveau de taux d'intérêt.

Cette contrainte est aussi un élément institutionnel du modèle  $DI$  car théoriquement chaque niveau du déficit commercial peut être financé sur le marché si le taux d'intérêt est assez élevé – mais ce qui compte c'est la perception des investisseurs qui peuvent considérer qu'un certain niveau du déficit ne peut pas être financé d'une façon soutenable. Ce niveau n'est pas déterminable théoriquement, car il dépend aussi des facteurs indépendants du fonctionnement de l'économie en question, par exemple du « niveau de confiance » des marchés financiers<sup>138</sup>.

Si l'entrée des capitaux s'arrête, soit que les autorités soutiennent le taux de change par la baisse du niveau des réserves ( $Res$ ), soit la monnaie va se déprécier à cause de la transformation de la relation de la demande et de l'offre.

---

<sup>138</sup> Il suffit de penser aux problèmes de liquidité après l'effondrement et la faillite de Lehman Brothers en octobre 2008 quand les crédits sont devenus quasi inaccessibles sur les marchés internationaux..



### 17. Le déficit commercial « critique »

Dans le cas représenté ci-haut les autorités veulent baisser le taux d'inflation initial (on veut passer de  $dPa$  à  $dP^{**}$ ) ce qui nécessite l'appréciation de la monnaie (pour cela les autorités augmentent le taux d'intérêt). L'appréciation de la monnaie cause la détérioration de la compétitivité internationale ce qui se traduit par la hausse du déficit.

Le problème vient du fait que pour atteindre le niveau d'inflation visé, il faut avoir un taux de change étant associé au déficit  $Def^{**}$  : un déficit supérieur au déficit considéré comme la limite de soutenabilité par le marché ( $Def^*$ ). Cela a pour conséquence que quand le déficit atteint le niveau critique ( $Def^*$ ), les marchés cessent de financer le déficit et la monnaie doit se déprécier jusqu'au niveau où le déficit disparaît ( $Def = 0$ ). Une telle dépréciation de la monnaie causerait la hausse spectaculaire du taux d'inflation.

Cela signifie que si les autorités veulent baisser l'inflation à l'aide de l'appréciation de la monnaie et cette dépréciation cause une détérioration trop importante de la balance commerciale, les marchés ne vont pas permettre une telle appréciation et la politique monétaire va échouer.

### 3. La contrainte provenant de l'endettement en devise étrangère

L'endettement en devise étrangère peut représenter une nouvelle contrainte à la politique monétaire, surtout s'il s'agit des ménages : dans un tel cas la correction par la dévaluation de

la monnaie (provenant de la non-finançabilité du déficit) peut être difficilement réalisable à cause des conséquences politiques et économiques.

La politique d'appréciation peut être un choix rationnel de la part des autorités ayant intérêt de baisser le taux d'inflation à court terme même si ce processus va avoir ses perdants. Si la dichotomie classique se tient, la compétitivité de l'économie est inchangée à long terme donc on va avoir le même déficit commercial qu'avant donc les autorités ne doivent que résister jusqu'à ce que les effets à long terme se montrent.

Mais il est aussi vrai qu'une telle politique a aussi ses dangers: la surévaluation de la monnaie peut avoir des conséquences néfastes. Même si à long terme la compétitivité ne dépend pas du taux de change nominal, à court terme elle en dépend largement. Si la monnaie s'apprécie, les groupes d'intérêt désintéressés vont tout de suite se mobiliser et ils peuvent renverser la politique monétaire en question.

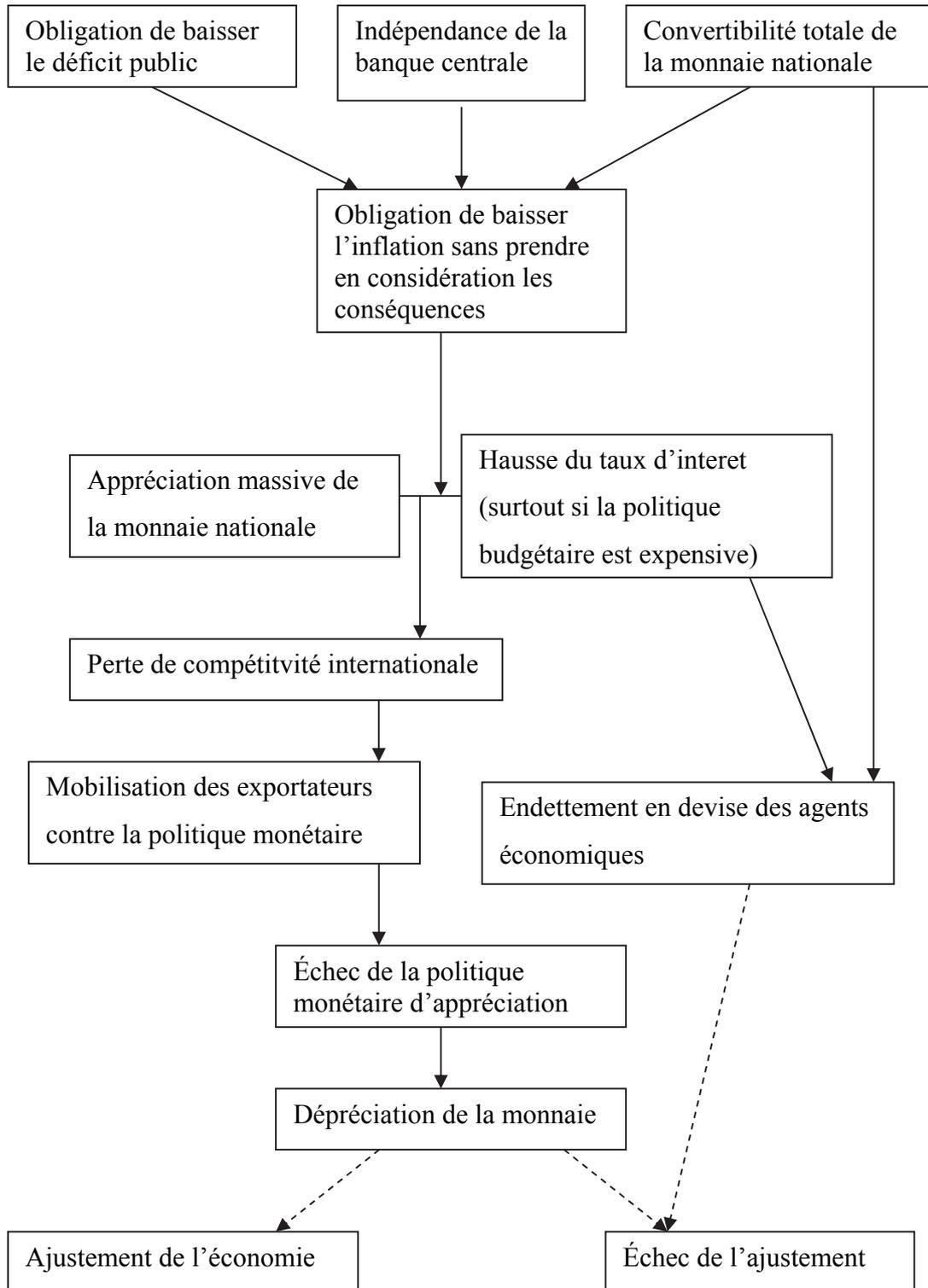
Au niveau institutionnel les exportateurs concernés peuvent avoir des alliés influents car l'appréciation de la monnaie est souvent accompagnée de la hausse des taux d'intérêt<sup>139</sup> ce qui peut mobiliser presque tous les agents économiques ayant des crédits domestiques (firmes, ménages et avant tout le gouvernement qui a des autres sortes de dépenses dépendant aussi du taux d'intérêt<sup>140</sup>).

La banque centrale peut défendre sa politique d'appréciation plus facilement si l'endettement se fait en devise au lieu de la monnaie nationale: dans un tel cas les agents économiques endettés ont l'intérêt de supporter l'appréciation de la monnaie et ne sont pas concernés par la hausse du taux d'intérêt domestique. Le seul agent économique qui peut être supposé contre-intéressé est le gouvernement qui doit financer son déficit principalement en s'appuyant sur des épargnes domestiques. Un tel endettement en devise peut poser des problèmes macroéconomiques graves à cause du fait que l'ajustement du taux de change nominal va rencontrer des contraintes importantes plus tard.

---

<sup>139</sup> La détermination du taux d'intérêt est complexe, mais dans ce modèle on suppose qu'elle est faite par les autorités monétaires.

<sup>140</sup> Il s'agit des dépenses liées par exemple aux subventions de crédit au cas de l'achat d'un appartement, des dépenses de PPP (*public-private partnership*) etc.



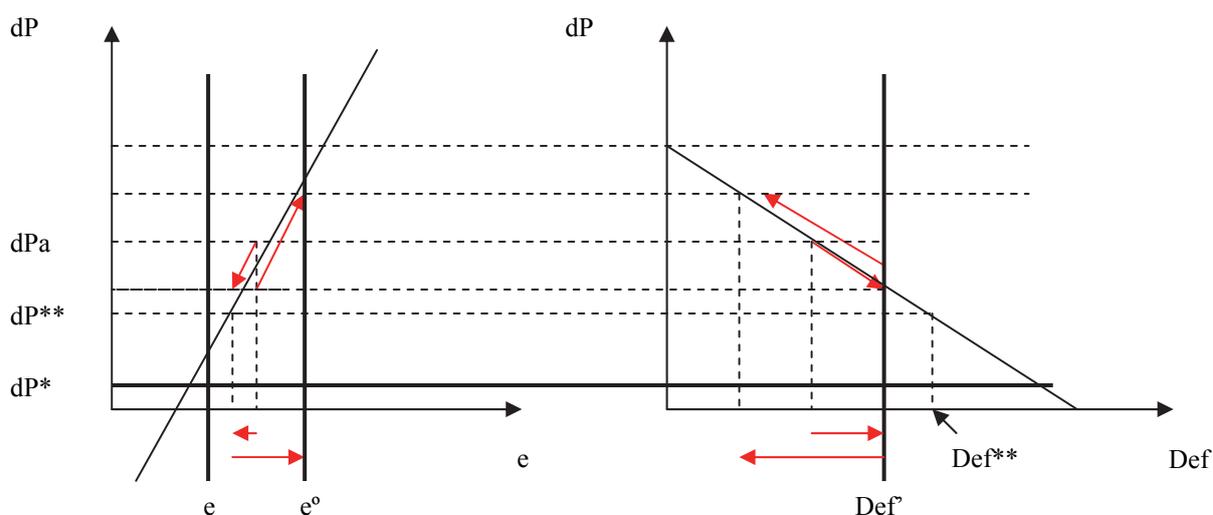
### 18. Les problèmes d'ajustement liés à l'endettement en devise étrangère

Il faut prendre en même temps en considération les points suivants:

- si la monnaie nationale est surévaluée pendant longtemps, cela peut avoir des

conséquences très négatives en ce qui concerne les fondements réels de l'économie: il peut s'agir par exemple de la sortie massive des entreprises des secteurs exportateurs ce qui veut dire la disparition totale de l'expérience et du savoir-faire accumulé et ainsi la disparition des secteurs entiers.

- le niveau d'inflation peut changer indépendamment de la variation du taux de change nominal car la dynamique des prix dépend de plusieurs facteurs (variation de la masse monétaire, la dynamique salariale, la variation de l'offre etc.)



### 19. Les problèmes liés à l'endettement en devise étrangère des agents domestiques

On peut supposer que la politique monétaire a augmenté considérablement le taux d'intérêt pour atteindre ses objectifs d'inflation ambitieux ce qui a causé que la politique de taux d'intérêt est devenue très restrictive (taux d'intérêt élevé). Si tout cela est accompagné de la libéralisation du marché des crédits, de la convertibilité de la monnaie nationale et d'une hausse de la consommation des ménages sans la hausse de l'activité économique, on peut s'attendre à l'augmentation de l'endettement en devise étrangère des agents économiques domestiques. Du point de vue politique c'est l'endettement des ménages qui est important car les ménages endettés sont les protagonistes aux élections: les électeurs.

Si les ménages sont endettés en devise et  $e^\circ$  représente le niveau de change nominal où les problèmes de remboursement deviennent sérieux – donc à ce niveau de change suffisamment de ménages sont en faillite pour que les autorités considèrent primordial d'empêcher la dévaluation de la monnaie au-delà de ce niveau.

Si  $e^o$  est inférieur au niveau de change représentant l'équilibre de la balance commerciale, les autorités doivent trouver un moyen de financement du déficit restant. Bien sur ce n'est pas seulement le déficit commercial qu'il faut financer mais le déficit de la balance des paiements – donc il est possible que la balance commerciale est déficitaire, mais celle des paiements ne l'est pas. En même temps il faut voir que si les marchés ont cessé - pour une raison ou pour une autre - le financement du déficit commercial, il est bien possible que le financement de la balance des paiements courants soit aussi problématique. Dans un cas pareil, l'intervention des institutions financières internationales (FMI, Banque Mondiale ou des institutions européennes s'il s'agit des pays européens) peut être la solution.

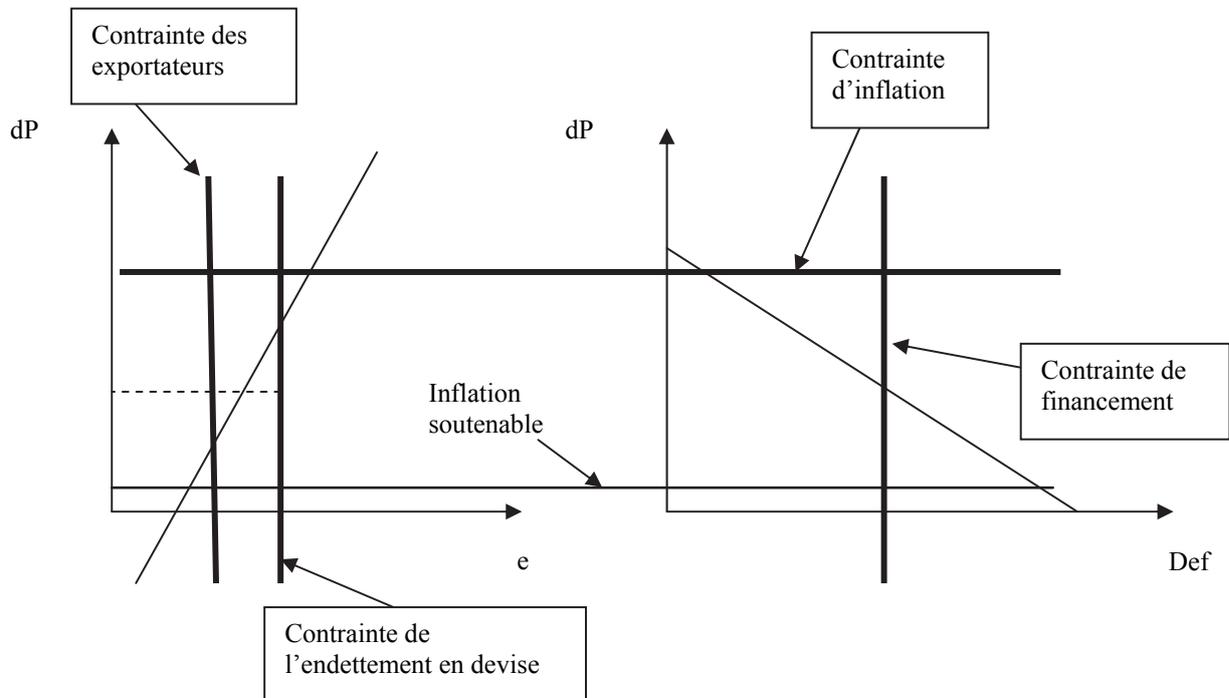
#### **4. La contrainte provenant des ménages sensibles à l'inflation**

La dernière contrainte institutionnelle est liée à l'inflation car il y a un certain niveau de la hausse des prix que les ménages – qui sont les électeurs dans les sociétés démocratiques – considèrent « insupportable » ce qui signifie que la politique de change doit être telle que même si l'objectif primaire est l'amélioration de la compétitivité, la dépréciation de la monnaie ne peut pas causer l'accélération trop importante de l'inflation.

Ce niveau d'inflation ne peut pas être déterminé automatiquement car il dépend des facteurs difficilement applicables aux modèles comme par exemple l'histoire économique du pays, surtout s'il y a eu des périodes d'inflation forte : dans les pays avec un passé caractérisé par des inflations importantes, les ménages sont plus sensibles à la hausse des prix, dans les pays moins malheureux de ce point de vue, un niveau d'inflation relativement élevé peut aussi être toléré.

L'importance de cette contrainte dépend des caractéristiques des épargnes des ménages, plus elles sont monétisées, plus le niveau d'inflation toléré est bas. Au cas de la contrainte de l'inflation, la perception de la réalité est encore plus importante que dans le cas des autres contraintes ce qui fait que les « seuils symboliques » peuvent avoir un rôle important : au niveau macroéconomique il n'y a pas de différence entre un taux d'inflation de 29 pour cent et un taux de 31 pour cent, mais il est bien possible que la perception de ces deux valeurs soient largement différente, surtout si l'inflation de 30 pour cent est considéré comme la limite supportable.

Les contraintes institutionnelles du modèle DI, limitant les possibilités des autorités monétaires et économiques sont les suivantes :



## 20. Les 4 contraintes institutionnelles du modèle DI

### SECTION 2.

#### **Le modèle DI à long terme**

Les diagrammes de la Section 1 ont été focalisés sur les effets à court et à moyen terme. Mais à long terme le fonctionnement du modèle change : selon la dichotomie classique à long terme les variables nominaux ne sont pas capables d'influer sur les variables réels, donc il n'est pas possible de détériorer ou d'améliorer la compétitivité d'un pays en modifiant le taux de change nominal. A long terme il faut prendre donc en considération les points suivants:

- le pass-through devient complet donc la variation du taux de change nominal se reflète complètement dans les prix, ce qui veut dire que la compétitivité du pays revient au même niveau qu'avant la dépréciation/l'appréciation de la monnaie,
- si la compétitivité du pays revient à son niveau initial, le solde de la balance

commerciale doit aussi reprendre sa valeur initiale.

Le raisonnement décrit ci-haut change si la structure de l'économie se modifie: par exemple si le taux de change surévalué persiste pendant longtemps et ainsi influe sur la structure réelle de l'économie - dans ce cas-la même si le pass-through est complet, le déficit commercial et le besoin de financement peut augmenter. La structure peut aussi changer sans l'intervention de la politique économique car à long terme la structure des économies ne peut pas être considérée inchangée – surtout s'il s'agit des économies en transition. Cela signifie que la balance commerciale change indépendamment de la gestion de la politique économique, y compris la politique de change.

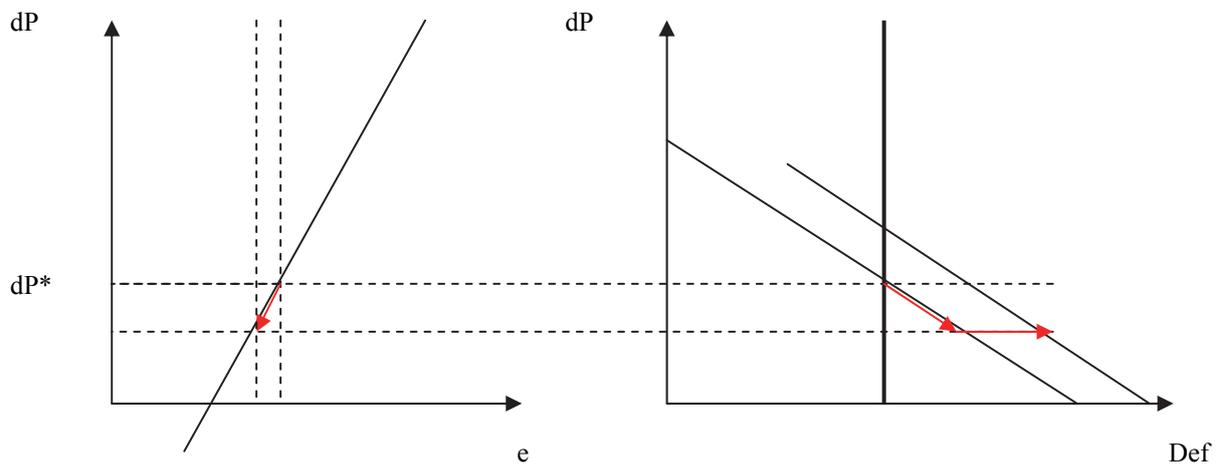
### **Les effets à long terme de la politique de surévaluation**

Supposons par exemple que les autorités prennent la décision d'apprécier la monnaie nationale pour baisser le taux d'inflation. Pour cette cause la banque nationale augmente le taux d'intérêt, la monnaie s'apprécie et le taux d'inflation baisse (à la suite de la baisse des prix des biens et des services importés). Après un certain temps la crédibilité de la politique monétaire commence à augmenter car les agents économiques voient que le taux d'inflation a vraiment baissé ce qui va causer l'amélioration des anticipations d'inflation – cette amélioration va avoir plusieurs conséquences. Premièrement elle va baisser de nouveau le taux d'inflation car les entreprises vont croire à la continuation de la même politique monétaire et ainsi à celle du processus de désinflation et cette croyance va se refléter dans les prix déterminés par les entreprises. De plus cette amélioration de l'environnement économique sera visible au niveau des salaires aussi et la modération de la pression salariale va améliorer la compétitivité des entreprises domestiques face aux concurrents étrangers – *ceteris paribus* le solde de la balance commerciale va s'améliorer aussi.

On accepte que la compétitivité d'une économie à long terme ne dépend pas de facteurs nominaux, mais de facteurs hors prix: la structure de l'économie, la crédibilité de la politique économique, le niveau de l'éducation, l'infrastructure etc. Il est quand même vrai que la modification des facteurs nominaux peut représenter une telle politique et avoir de tels effets ce qui peut influencer sur les facteurs hors prix de l'économie (voir le cas de l'amélioration des anticipations et celui de la persistance d'un taux de change surévalué).

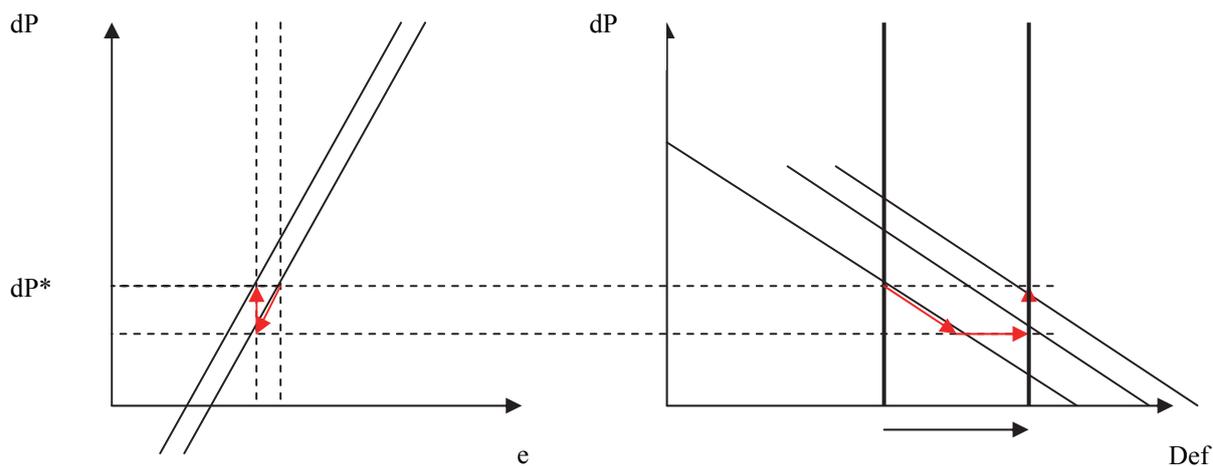
Les effets à long terme de la politique de change sont limités, mais les autorités l'utilisent: l'explication réside dans le fait que les décisions politiques ne sont pas supposées d'être prises à long terme. Comme à court terme il est possible de changer la position compétitive avec les moyens de la politique économique (notamment ceux de la politique de change), les autorités sont incitées d'agir ainsi.

Supposons qu'il s'agit d'une économie en transition avec un taux de change surévalué depuis longtemps. Dans ce cas-la le déficit commercial va augmenter même si le pass-through sera complet car les firmes exportatrices ne pouvaient pas financer les déficits du période de faible compétitivité et elles ont fait faillite (ou ont simplement quitté le secteur exportateur).



### 21. Surévaluation persistante de la monnaie

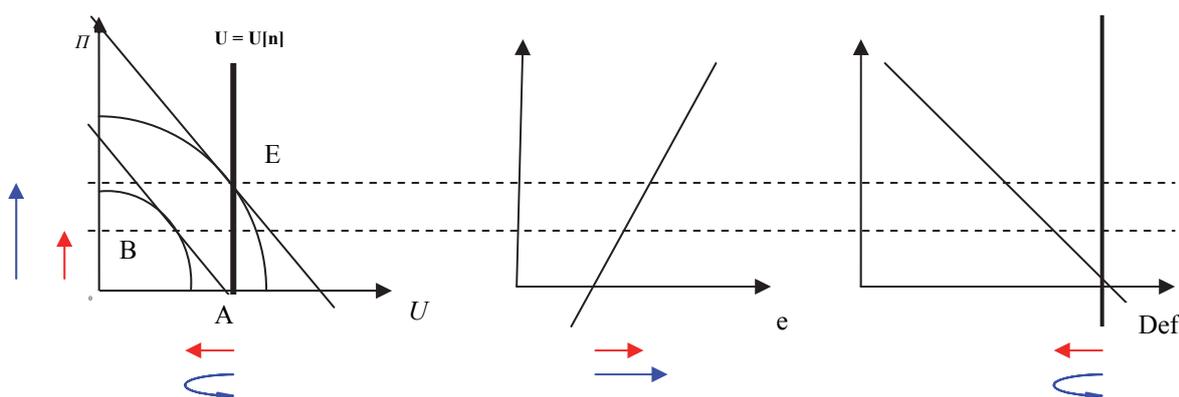
La situation est encore pire si on suppose que le niveau d'inflation visé n'est pas soutenable car cela veut dire qu'après un certain temps ce n'est pas seulement le déficit qui va augmenter, mais la hausse des prix va s'accélérer aussi.



### 22. Surévaluation persistante de la monnaie et désinflation exagérée

#### Les effets à long terme du protectionnisme monétaire

Pour des raisons politiques et budgétaires, les autorités utilisent assez souvent la stratégie de l'inflation surprise – ce qui peut être considérée comme une forme du protectionnisme monétaire si l'accélération de l'inflation est alimentée par la dévaluation de la monnaie nationale. Il est possible de compléter le modèle DI avec le modèle de Kydland et Prescott (1977), et Barro et Gordon (1983)<sup>141</sup> : dans ce cas-la le niveau d'inflation est déterminé dans un modèle prenant en compte les effets sur le chômage mais bien-sur avec des effets sur le taux de change et la balance commerciale aussi.



### 23. Inflation surprise et ses effets à long terme

Si les autorités ont la possibilité de surprendre les agents économiques avec une inflation plus élevée que l'inflation anticipée, elles vont utiliser ce moyen pour baisser le taux de chômage

<sup>141</sup> Voir l'Annexe

et augmenter l'activité économique juste avant les élections. La surprise d'inflation peut avoir des effets positifs à court terme, mais à long terme les anticipations s'ajustent et l'économie revient à son niveau d'activité précédent avec une inflation plus importante. Au niveau du modèle une telle politique veut dire que si on passe de A à B, on va obligatoirement arriver à E aussi – donc la dérivée inflationniste est inévitable.

Le processus de l'accélération de la hausse des prix est accompagné de la dévaluation de la monnaie nationale – dans notre modèle, la surprise inflationniste se fait de telle façon que les autorités baissent le taux d'intérêt et ainsi atteignent la dévaluation de la monnaie et la hausse des prix. On peut aussi supposer que les autorités atteignent l'accélération de l'inflation d'une autre façon, mais dans ce cas-la on peut aussi supposer que cette accélération de l'inflation va causer la dépréciation de la monnaie.

A court terme la dévaluation ou la dépréciation de la monnaie améliore la compétitivité internationale de l'économie, favorise les exportations et défavorise les importations, ce qui cause l'amélioration du solde commercial. A long terme les conséquences ne se manifestent pas, car les prix s'ajustent, donc la dévaluation de la monnaie se fait voir au niveau des prix aussi donc les gains de compétitivité disparaissent.

Les autorités ont la possibilité d'utiliser la politique monétaire pour des objectifs électoraux, mais à long terme une telle politique va causer la dévaluation de la monnaie et l'accélération de l'inflation sans améliorer la situation sur le marché de travail et au niveau de la balance commerciale.

Générer de l'inflation surprise par la dévaluation de la monnaie peut être une décision rationnelle de la part des autorités politiques. La politique de surprise a quand même des risques: au cas d'une période de dévaluations éventuelles les anticipations de dévaluation peuvent se former et la spéculation de dévaluation peut nuire très gravement à l'économie nationale – la situation de la Hongrie vers 1993-1994 est un bon exemple représentant les dangers d'une telle politique de change.

## **La politique de change optimale et la libéralisation commerciale**

Le modèle DI rend possible de définir des contraintes que la politique monétaire et de change doit prendre en considération, mais la détermination de la politique de change optimale reste difficile car la politique monétaire et de change est une institution très complexe avec des objectifs potentiels très divers. Si on accepte que l'objectif primaire de la politique monétaire et ainsi celui de la politique de change est la stabilité des prix cela signifie que les effets sur le commerce sont secondaires.

Dans un cas extrême la fonction de perte du modèle DI sera une droite parallèle à l'axe des abscisses. Cela signifie que les préférences des autorités monétaires sont telles que la banque centrale va toujours tenter de baisser le taux d'inflation par la surévaluation de la monnaie sans prendre en considération des effets sur le commerce et la balance commerciale. La modération du taux d'inflation suppose la hausse du taux d'intérêt et l'appréciation de la monnaie nationale ce qui cause la détérioration de la compétitivité et l'augmentation du déficit commercial.

Mais une telle politique ne peut pas être considérée optimale et soutenable, justement à cause des contraintes représentées dans le modèle DI - du point de vue de la libéralisation commerciale la politique optimale tente de créer des gagnants et d'atténuer les pertes des perdants. Ces objectifs peuvent être très facilement contradictoires mais selon le consensus largement accepté la libéralisation commerciale peut être soutenue le plus possible par un taux de change relativement stable (prévisible) et sous-évalué.

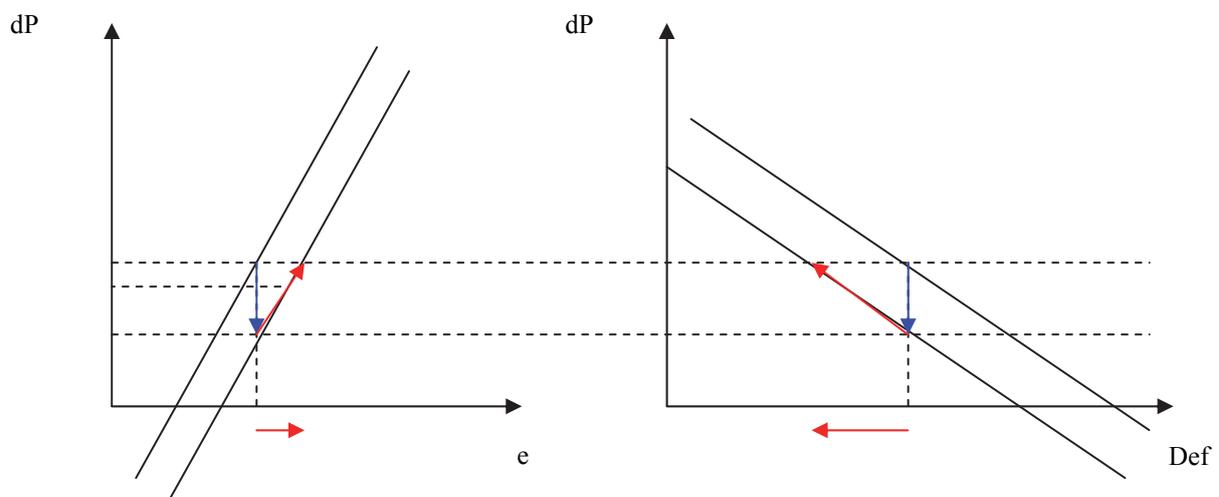
La stabilité est nécessaire car si la volatilité du taux de change est trop élevée, cela décourage les flux commerciaux. La sous-évaluation doit assurer deux objectifs:

- la compétitivité des secteurs en compétition avec les concurrents étrangers peut être améliorée à l'aide de la sous-évaluation du taux de change,
- la dépréciation du taux de change nominal permet d'éviter la déflation (la libéralisation commerciale cause la baisse des prix des biens échangeables).

La libéralisation a pour conséquence la baisse des prix des biens importés sans que le taux de change modifie – un des avantages de la libération des échanges est justement qu'elle rend

possible de ne pas payer plus pour les biens échangeables que le prix sur le marché mondial. Cela est représenté par le déplacement de la droite d'inflation-taux de change et de la droite de contrainte.

La réaction de la politique monétaire optimale du point de vue du commerce est la dévaluation limitée de la monnaie: la dévaluation assure que le pays puisse éviter la déflation et en améliorant la compétitivité des exportateurs elle contribue à l'amélioration de la balance extérieure aussi.



#### 24. Libéralisation commerciale et politique de change

Une telle politique peut être avantageuse pour le commerce (à court terme), mais il est aussi évident que les politiques monétaires optimales du point de vue de désinflation et du commerce ne sont pas identiques: la première suppose l'appréciation de la monnaie, la deuxième la dépréciation du taux de change.

Si les autorités s'attachent fortement à la conception néo-classique selon laquelle la politique monétaire ne doit s'occuper que de la question de la stabilité des prix, elle ne peut pas contribuer au succès de la libération commerciale à court terme. À long terme la désinflation peut stabiliser autant l'environnement macroéconomique que la compétitivité peut s'améliorer même sans la dévaluation de la monnaie, mais du point de vue de la stabilité politique de la libéralisation une telle contribution peut arriver trop tard.

Au niveau institutionnel il est très important que la politique de libéralisation commerciale soit accompagnée d'une politique monétaire de soutien car autrement il est bien possible que

les gains à la libéralisation seront moins importants ou même que les perdants à la libéralisation deviennent majoritaire (ou ils peuvent trouver des alliés pour lutter contre la libéralisation).

On sait depuis *Barro et Gordon* que la politique monétaire doit être indépendante du gouvernement et de toutes les autorités devant faire face régulièrement aux défis des élections, et ne doit focaliser son attention qu'au processus de l'inflation – car c'est le seul facteur de l'économie qu'elle peut influencer à long terme sans des conséquences néfastes pour la vie économique. Le modèle DI montre que ce n'est pas qu'à la dynamique des prix que les autorités monétaires indépendantes doivent faire attention, mais aussi aux conséquences se présentant au niveau des relations commerciales. Si la politique monétaire est déterminée seulement en prenant compte l'évolution de l'inflation, tôt ou tard, la politique va échouer.

L'indépendance de la banque centrale est donc une condition *sine que non* de la crédibilité de la politique monétaire, mais il faut y avoir un territoire de la politique monétaire où cette indépendance n'est pas assurée – la politique de change. Dans la majorité des pays en transition les cadres de la politique de change (le choix du système de change, celui de la bande de fluctuation etc.) sont définis pas la banque centrale et le gouvernement, et les autorités monétaires ne disposent d'une certaine indépendance qu'entre ces cadres déjà déterminées.

L'indépendance de la banque centrale est importante car autrement il n'est pas possible de mener une politique monétaire crédible, mais en même temps il faut assurer que la politique monétaire fasse attention aux conséquences non-inflationnistes de ses actions. Il s'agit avant tout des conséquences concernant les exportateurs et les firmes en compétition avec les importations, mais aussi les anticipations des marchés concernant la financabilité du déficit et le niveau de l'endettement en devise des ménages et des producteurs domestiques.

### ***Résumé du chapitre***

Le chapitre a présenté un modèle reliant les décisions des autorités monétaires en ce qui concerne le taux de change avec l'évolution de l'inflation et de la balance commerciale. Le

modèle DI suppose que les autorités monétaires sont capables de contrôler le taux de change nominal et ainsi influencer sur l'inflation, et que l'évolution du taux de change nominal ne se reflète pas complètement dans les prix, donc la politique de change peut modifier la compétitivité du pays et le solde commercial.

Le modèle intègre les facteurs institutionnels aussi, ce qui signifie qu'il présente quatre contraintes institutionnelles qui limitent les possibilités des autorités monétaires : il s'agit de la contrainte provenant des firmes exportatrices domestiques limitant l'appréciation de la monnaie, celle des investisseurs internationaux limitant l'augmentation du déficit commercial, celle de l'endettement en devise étrangère limitant la dépréciation de la monnaie et celle des ménages sensibles à l'inflation limitant l'accélération de la hausse des prix.

Ces contraintes déterminent le cadre dans lequel la politique monétaire et de change peut opérer car si elle ne respecte pas ces limites, elle ne sera pas soutenable – les groupes d'intérêt influents vont atteindre le rejet d'une telle politique.

Le modèle DI montre que la politique monétaire et de change ne se focalisant que sur la désinflation est insoutenable – justement à cause du non-respect des limites provenant des contraintes institutionnelle car la politique essayant de modérer l'inflation à tout prix a l'intérêt de maintenir un taux de change surévalué. A long terme la politique de surévaluation et la politique de l'inflation surprise aussi a des effets négatifs sur l'activité économique

Le chapitre 6 va appliquer le modèle DI à l'histoire économique de la Hongrie après 1989 et va montrer que les expériences soutiennent la conclusion théorique du modèle : la politique de change ne prenant pas en compte les contraintes institutionnelles ne peut pas être soutenable.

## **Les expériences du vingt ans de transition : l'exemple de la Hongrie**

### ***Introduction***

Il est difficile de généraliser l'environnement économique des pays en transition, mais ils doivent faire face assez souvent aux mêmes défis lors du début de la transformation de leur économie, notamment les suivants:

- perte des marchés anciens sans pouvoir gagner du terrain sur les marchés nouveaux, besoin de restructuration de l'économie,
- pression inflationniste importante à cause du niveau artificiellement bas des prix (libération des prix) et augmentation du chômage
- dégradation des anticipations d'inflation et de la situation budgétaire, privatisation des firmes publiques renforçant la pression inflationniste,
- problème de crédibilité de la politique économique.

La libéralisation commerciale en Hongrie se faisait parallèlement avec le processus du changement de régime politique et économique donc il s'agissait d'un processus de transformation complète de l'économie: le pays a passé d'une structure planifiée à une structure de marché. Cette transformation profonde a signifié que le pays devait mettre en œuvre des réformes macroéconomiques et microéconomiques en même temps rendant difficile d'optimiser la politique économique, y compris la politique monétaire et de change.

La Hongrie est l'exemple typique des petites économies ouvertes et la politique monétaire se réalise essentiellement par la politique de change. L'histoire de l'économie hongroise peut montrer comment la politique de change peut causer des problèmes si :

- son objectif est mal défini : la politique monétaire tente d'améliorer la compétitivité et de réduire le taux d'inflation dans un environnement macroéconomique problématique,

- la politique de désinflation est exagérée : la politique monétaire ne prend pas en considération des contraintes commerciales (même si ces contraintes ne sont pas de sorte économique mais plutôt de sorte institutionnelle et politique).

La non-définition de l'objectif de la politique monétaire combinée avec le manque de courage des responsables politiques et un environnement macroéconomique difficile ont caractérisé la période 1989-1995 en Hongrie et cette période montre ainsi les difficultés provenant d'une telle situation. Entre 1995 et 2001 la politique monétaire était relativement successive : c'était le seul système de change qui n'a pas été terminé avant qu'il atteigne son but final et c'était le seul système qui a réussi de réconcilier pour au moins un certain temps les objectifs de désinflation et de compétitivité. Entre 2001 et 2003 la politique suivie par la banque centrale peut être considérée en tant qu'une politique de désinflation exagérée, et les groupes d'intérêt concernés ont pu atteindre la modification de la stratégie monétaire démontrant que la politique monétaire ne s'occupant pas des facteurs institutionnels du commerce n'est pas soutenable. Après 2003 la politique monétaire n'a plus suivi la stratégie de désinflation et a adopté une approche tentant à stabiliser le taux de change et de baisser le taux d'intérêt le plus possible sans mettre en danger le taux de change nominal.

Les expériences de l'histoire économique hongroise soutiennent la thèse selon laquelle la politique monétaire ne peut réussir que si elle prend en considération les effets sur le commerce.

Ce chapitre est divisé en cinq sections, la première est consacrée à la présentation de l'héritage de l'époque communiste, les autres sections analysent tous une période typique de la politique économique hongroise : la période des dévaluations non-déclarées entre 1989 et 1994, la période de la parité glissante entre 1995 et 2001 la période du ciblage de l'inflation entre 2001 et 2009.

Chaque section d'analyse commence avec la présentation de l'évolution de la situation politique et celle de l'environnement macroéconomique pour montrer les conditions institutionnelles et économiques qui ont déterminé et limité les possibilités des autorités. Cette présentation est suivie par l'application du modèle DI à la période en question ce qui prend la forme d'une part de la modélisation théorique des événements de la période en question et

d'autre part de la représentation de l'inflation, du déficit commercial et du taux de change nominal au cas de la Hongrie.

L'application du modèle DI montre que les contraintes institutionnelles provenant essentiellement du commerce ont bien déterminé les possibilités de la politique monétaire hongroise.

## SECTION 1.

### ***L'héritage économique des décennies socialistes***

A partir du début des années 1980, à cause de la détérioration de la compétitivité hongroise et de la hausse des prix des importations, donc de la détérioration de la balance des paiements, les autorités monétaires et politiques se sont décidées de suivre une politique de dévaluation. La première dévaluation a eu lieu en juillet 1982 et cette politique a été suivie jusqu'au milieu des années 1990.

#### **Le système d'économie planifiée**

Les autorités libéralisant l'économie hongroise avaient dû faire face à l'héritage du système planifié. Selon *Kornai*<sup>142</sup> le socialisme classique peut être caractérisé par la centralisation du pouvoir par le parti marxiste-léniniste ce qui suppose le remplacement de la coordination horizontale de la vie économique par la coordination verticale bureaucratique. Par conséquent l'économie est centralisée au niveau de la planification et de la direction aussi ce qui signifie que la motivation et la prise de responsabilité très typique aux économies de marché disparaît du système.

L'institution de base des systèmes planifiés est le processus de marchandage: comme ce sont les autorités de l'État qui prennent les décisions en ce qui concerne l'allocation des facteurs de production, au niveau des firmes le facteur le plus important du point de vue de fonctionnement est le pouvoir de négociations. Bien sur, les ressources données aux firmes proviennent des profits des firmes car le secteur productif est en grande partie la propriété de

---

<sup>142</sup> Voir János KORNAI: The socialist system: The political economy of communism, Oxford, Clarendon Press, 1992

l'État – ce qui veut dire que le motif d'augmenter le profit de la firme est très minime. De plus, comme l'allocation des ressources financières dépend des décisions politiques, la gestion financière des firmes est sans contrainte (la contrainte budgétaire des firmes est molle).

En ce qui concerne les prix on peut dire que la sensibilité des „marchés socialistes” est relativement faible car les firmes reçoivent les facteurs de production à la suite de la décision de l'État, donc elles n'ont pas l'intérêt de prendre en considération le prix de ces facteurs. Les prix sont aussi sans importance majeure, car ils ne sont pas flexibles mais déterminés par les autorités. Comme les prix sont déterminés de telle façon qu'ils soient relativement bas par rapport à leur niveau de marché hypothétique, le phénomène de pénurie et l'existence des marchés noirs ont été typiques dans les économies planifiées.

Dans un tel système les prix absolus et les prix relatifs donnent des indications fausses aux agents économiques et ainsi l'allocation des ressources est aussi sous-optimale, l'économie est surchauffée, le niveau des investissements est exagéré à cause des motifs politiques des tenants du pouvoir bien que le niveau de consommation soit artificiellement bas.

L'objectif le plus important des systèmes socialistes est d'atteindre le plein emploi – en général officiellement cet objectif a été atteint dans les systèmes planifiés, mais en réalité il s'agissait du « surchauffement » artificiel de l'économie et avec l'existence d'un « chômage caché »<sup>143</sup>. Comme sur le marché de travail il y avait même une pénurie de main-d'œuvre, les autorités contrôlaient fortement les salaires.

Pour la première vue tout va bien dans les économies socialistes: il n'y a pas de chômage, le prix des biens de base est relativement bas donc accessible à tout le monde, la croissance économique est forte, les firmes réalisent des projets d'investissement gigantesques. Mais il y a quand même un phénomène gênant, notamment celui de la pénurie, surtout car elle est typique, chronique et intensive.

Au cas de pénurie d'un bien donné, les ménages doivent trouver des biens de remplacement et si ces biens de remplacement sont aussi inaccessibles, ils doivent faire des épargnes

---

<sup>143</sup> Comme selon l'idéologie communiste le chômage n'était pas compatible avec le socialisme, la main-d'œuvre superflue a été employée dans la bureaucratie et les entreprises de l'État, même si ces derniers n'avaient pas besoin de cette main-d'œuvre.

involontaires. Ces épargnes superflues devraient augmenter la demande ce qui devrait pousser les salaires vers le haut: la combinaison de l'augmentation des salaires et la politique monétaire expansive devrait augmenter les prix, mais comme l'inflation politiquement n'est pas désirée<sup>144</sup>, les prix n'augmentent pas (ou n'augmentent pas assez) dans les économies planifiées.

L'existence d'une inflation cachée<sup>145</sup> (non-articulée) représente des défis très importants si les autorités décident de libéraliser les prix: comme l'inflation a été tenue à un niveau artificiellement bas et les prix relatifs ont été „déformés”, le processus de libéralisation cause sans doute la hausse spectaculaire des prix.

Pendant l'époque de l'économie planifiée, la Hongrie a appliqué un système de change fixe face au rouble et le dollar avec des taux de change multiples pour le commerce et les activités non commerciales. Aux années 1970 la monnaie hongroise a subi une période d'appréciation, avant tout parce que pour des raisons politiques les autorités ont essayé d'empêcher la transmission de la hausse générale des prix internationaux causée par les crises pétrolières. En 1979 le forint a été dévalué surtout à cause de l'augmentation du prix des biens et des services consommés essentiellement par les touristes, par exemple la restauration.<sup>146</sup>

En 1981 les taux de change face aux devises occidentales ont été unifiés<sup>147</sup>, un an plus tard la Hongrie s'est adhérent au Fonds Monétaire International (FMI) et des changements fondamentaux ont été effectués au niveau de sa politique de change aussi. A cause de la crise de dettes au début des années 1980 le pays a dû lancer des réformes économiques, et la politique d'appréciation est devenue insoutenable.<sup>148</sup> Jusqu'au milieu des années 1980 la balance extérieure du pays était excédentaire, surtout à cause des dévaluations successives de

<sup>144</sup> Les prix sont déterminés administrativement, et les firmes n'ont pas l'intérêt d'augmenter les prix même si la demande augmente ou les coûts deviennent plus importants car elles sont financées par l'état qui prend des décisions politiques. De plus les institutions pouvant assurer l'ajustement de l'économie (comme par exemple les syndicats ayant la possibilité d'articuler les revendications salariales) n'existent pas.

<sup>145</sup> L'inflation cachée a pu atteindre 5 pour cent par an. Voir Tibor ERDŐS: *Infláció: különös tekintettel az 1990-es évek magyar gazdaságára*. P.55.

<sup>146</sup> Voir Ibolya MILE *op. cit.*

<sup>147</sup> La Hongrie était le premier pays du bloc communiste unifiant ses taux de change pour les opérations commerciales et non commerciales en devises fortes, mais elle a quand même maintenu un cours à part contre les monnaies de Comecon.

<sup>148</sup> A partir de 1980 la valeur externe du forint a été calculée par rapport à un panier de devises composé de toutes les monnaies ayant représenté au moins 1 pour cent des exportations. Après 1986 les devises prises en compte ont dû représenter au moins 1 pour cent des importations aussi. A partir de 1991 le poids de dollar et de ECU était de 50-50 pour cent. Entre 1993 et 1994 le ECU a été remplacé par la mark allemande, et en 1994 le poids de ECU a augmenté à 70 pour cent.

la monnaie. Mais en 1987 la balance des paiements face aux pays industrialisés s'est détériorée considérablement<sup>149</sup>, et les autorités ont dû prendre des mesures monétaires restrictives pour baisser l'absorption domestique, décourager les exportations vers les autres pays membres de Conseil pour l'aide mutuelle économique (*Comecon*) ne pouvant pas payer pour elles et atteindre une forte dépréciation réelle de la monnaie pour favoriser les exportations vers les pays développés.<sup>150</sup>

### 1. Tableau - La balance des paiements en devise convertible

	1987	1988	1989
<b>Balance commerciale</b>	<b>36</b>	<b>469</b>	<b>537</b>
<i>Charges de dettes</i>	-987	-1077	-1387
<i>Balance des paiements courants</i>	-876	-807	-1437

Source : MNB, en Million de dollars

A la fin des années 1980 l'objectif déclaré au niveau de la politique de change a été d'aider les exportations, soutenir l'équilibre extérieur et assurer la stabilité des prix. Les autorités voulaient soutenir la stabilité du taux de change réel, car une dévaluation réelle aurait représenté une accélération de l'inflation, et une appréciation réelle aurait été équivalente à une détérioration de la compétitivité de l'économie hongroise.

En 1984 le comité central du parti communiste a pris la décision de séparer les fonctions commerciales et monétaires de la banque centrale et trois ans plus tard le système bancaire s'est transformé considérablement avec l'apparition des banques commerciales. Dans le nouveau système la banque centrale est devenue la banque de l'État et des banques commerciales, mais la Banque Nationale Hongroise - Magyar Nemzeti Bank (MNB)<sup>151</sup> - n'est pas devenue indépendante, car elle a été sous le contrôle du gouvernement. Son rôle principal était de contrôler l'offre de la monnaie, d'aider la politique économique du gouvernement et de réglementer les banques commerciales.

<sup>149</sup> Surtout à cause des charges de remboursement des dettes.

<sup>150</sup> Voir Ibolya MILE *op. cit.*

<sup>151</sup> Le nom officiel de la banque centrale hongroise après l'adhésion du pays à l'Union Européenne reste son nom original hongrois, Magyar Nemzeti Bank (MNB), donc c'est ce nom que j'utilise.

En 1989 la libéralisation et l’approchement à un modèle économique basé sur les règles du marché se sont accélérés, et les dévaluations nominales sont devenues plus fréquentes pour garder la compétitivité de l’économie en contrebalançant la hausse des prix.<sup>152</sup> Le forint a été dévalué deux fois au début de l’année, et une fois en décembre.<sup>153</sup> Les causes des dévaluations étaient la détérioration de l’équilibre intérieur et extérieur à cause de l’augmentation massive des importations après la libéralisation commerciale, l’achat considérable des devises convertibles par les ménages et les entreprises, et l’augmentation inattendue du pouvoir d’achat des agents économiques. En même temps les autorités politiques voulaient calmer les anticipations inflationnistes aussi.<sup>154</sup>

Entre 1982 et 1989 les autorités ont effectué 18 dévaluations, qui ont représenté au total une dévaluation cumulée de 112 pour cent. Il n’y avait qu’une seule année – 1985 – quand la monnaie hongroise n’a pas perdu de sa valeur face au panier de devises déterminé. L’année avec la dévaluation la plus intensive était 1989, car à la fin de l’année le forint valait plus que 20 pour cent moins qu’en janvier.<sup>155</sup>

Avec l’intensification des réformes à la fin des années 1980 l’inflation s’est accélérée et le but de stabiliser le taux de change réel est devenu de plus en plus difficilement réalisable.

## 2. Tableau - Les taux de change réels du forint\*

Année	Prix <i>industriels</i>	Coût du <i>travail</i>	CPI	Indice de <i>prix du PIB</i>
1986	90.5	87.9	89.3	85.4
1987	85.0	82.5	87.0	86.4
1988	92.9	95.1	102.4	98.9
1989	99.4	106.3	102.9	103.3

Source : MNB

\* l’année précédente=100, les indices plus petits que 100 représentent une dépréciation réelle, les indices plus grands que 100 une appréciation réelle.

<sup>152</sup> Le but était d’atteindre une certaine dépréciation réelle de la monnaie. Voir Ibolya MILE *op. cit.*

<sup>153</sup> En été certaines petites appréciations ont été effectuées aussi.

<sup>154</sup> Voir MNB (1989a)

<sup>155</sup> Cette année en juillet et en août on a effectué six petites appréciations de la monnaie aussi.

Les dévaluations nominales n'ont pas été suffisamment importantes pour contrebalancer la hausse des prix, donc la compétitivité de l'économie s'est détériorée à partir de 1988.

La perte de compétitivité s'est manifesté premièrement au taux de change réel calculé à partir de l'indice des prix de consommation en 1988, mais un an plus tard les taux basés sur le coût unitaire du travail (ULC) et l'indice de prix du PIB aussi ont suivi la même évolution.

Les différents taux de change réels ne se sont pas développés de la même façon, donc pour pouvoir analyser les effets sur la compétitivité de l'économie, il faut savoir quel est l'indice le plus adéquat. En ce qui concerne la compétitivité de coût des produits introduits au commerce international, un des taux les plus utilisables est celui calculé à partir des prix industriels, car cet indice ne prend pas en considération la hausse des prix des produits locaux et des services. Il est de même pour le taux de change réel basé sur le coût unitaire du travail. Les taux basés sur l'indice de prix de consommation et celui du PIB sont difficilement utilisables pour les économies de transition qui sont caractérisés par un changement fondamental de la structure de consommation.<sup>156</sup> Le taux de change basé sur les prix de la consommation ne mesure pas bien la compétitivité de ces économies, car les prix relatifs ne sont pas stables et ainsi les coûts rencontrés par les producteurs ne se sont pas variés de la même ampleur et de la même direction que les prix rencontrés par les ménages.

Comme l'augmentation de la productivité est plus significative dans les secteurs des produits commercialisés et la hausse des prix y est moins importante, le taux de change réel ne sera pas le même si on ne prend en considération que ces secteurs.<sup>157</sup> Cela veut dire qu'en utilisant l'indice des prix à la consommation, on surestime l'appréciation réelle de la monnaie et la perte de la compétitivité de l'économie. C'est pour cela que la banque centrale et le gouvernement ont mis au centre de leur politique de change le taux de change réel des prix industriels et celui des coûts unitaires du travail.<sup>158</sup>

De ce point de vue la perte de compétitivité de l'économie hongroise ne semble pas si importante à la fin des années 1980, car par exemple le taux basé sur les prix industriels montre une dépréciation réelle, donc une amélioration de la compétitivité. Mais en même

---

<sup>156</sup> Voir MNB (1992a)

<sup>157</sup> Cet effet s'appelle l'effet Balassa-Samuelson. Pour plus de détails voir l'Annexe.

<sup>158</sup> Pour plus de détails voir Virginie COUDERT, Cécile COUHARDE: Exchange Rate Regimes and Sustainable Parities for CEECs in the Run-up to EMU Membership.

temps on peut voir que tous les taux se sont détériorés après 1987, surtout le taux calculé à partir de coût unitaire du travail.

## SECTION 2.

### ***Les dévaluations de la première phase de la transition (1989–1994)***

Le changement de régime en Hongrie s'est produit d'une façon pacifique – comme dans la majorité des pays de la région de l'Europe Centrale. Les changements ont commencé en 1988 quand après plusieurs décennies de stabilité, la structure politique et le parti communiste a commencé à se transformer.

La transformation a débuté à l'intérieur du parti communiste où la structure formelle n'a pas vraiment changé en 1988, mais le premier secrétaire du parti, le représentant personnel du système d'après 1956, *János Kádár* a dû quitter sa position – où il a passé 32 ans sans interruption. Jusqu'à la fin de l'année le premier ministre, le président du parlement et le chef de l'État a aussi démissionné, et les membres du comité politique ont été aussi remplacés. L'année 1988 a aussi représenté la naissance des partis politiques d'opposition, parmi lesquels le premier qui s'est formé était l'Alliance des Jeunes Démocrates (*Fidesz*) - le parti qui vient de gagner les élections de 2010.

La grande nouveauté de 1988 a été la reprise des places publiques et des rues par la politique ce qui a été interdite pendant les décennies de la dictature communiste. Pour les générations qui sont nées après la révolution de 1956 (il s'agissait de la moitié de la population hongroise) ce phénomène a représenté une vraie euphorie: en juin une masse de cent milles personnes participaient à la manifestation contre la politique de destruction des villages hongrois en Roumanie, ce qui a été inimaginable même une année plus tôt.

Le gouvernement réformateur de *Miklos Németh* a été formé en novembre 1988, et un mois plus tard le secrétaire du parti communiste soviétique a déclaré devant l'assemblée de l'ONU que les nations de l'Europe Centrale avaient la possibilité de choisir librement leur système politique – tout était prêt aux changements radicaux qui se sont passé en 1989.

« L'année de l'effondrement du système communiste » – c'est ainsi qu'on peut conclure tout ce qui s'est passé en 1989, en acceptant que cette année a eu autant de changement historiques que des décennies entières auparavant. Les relations du pouvoir se sont transformées radicalement: aux premiers mois de 1989 les conflits les plus importants se sont produits à l'intérieur du parti communiste, entre les réformateurs (*Imre Pozsgay*) et les orthodoxes (*Károly Grósz*).

A partir du mars, ce conflit a été remplacée par le conflit entre le parti du pouvoir et l'opposition, et à partir du juin (quand le martyre de la révolution de 1956, l'ex premier ministre de la Hongrie, *Imre Nagy* a été ré-enterré devant des centaines de milliers de manifestants) le parti communiste a commencé à perdre des positions: le 23 octobre la Hongrie – étant une « république populaire » pendant le communisme - est redevenue une république.

Mais malgré l'ambiance euphorique la situation économique était très difficile: en décembre le gouvernement et les partis d'opposition devaient tenir des discussions sur les décisions nécessaires pour éviter la déclaration de la faillite de l'État.

### **L'évolution de la vie politique**

Pour comprendre les contraintes institutionnelles et les décisions des responsables il faut analyser l'évolution de la vie politique en Hongrie – car à côté des idéologies c'est essentiellement l'environnement politique qui détermine les possibilités de choix et les décisions concrètes de responsables politiques. Entre 1990 et 1994 plusieurs décisions importantes de stabilisation et de restructuration n'ont pas été prises ce qui peut être expliqué par la baisse significative de la popularité du gouvernement, le démantèlement des partis gouvernementaux et la pression politique provenant des partis d'opposition.

En 1990 le système politique hongrois a changé radicalement, aux élections de printemps le parti communiste (plus précisément le successeur de ce parti, le parti socialiste - MSZP) a perdu le pouvoir. Les gagnants de l'élection ont été les partis de droite, le parti conservateur (MDF), le parti chrétien-démocrate (KDNP) et le parti agraire (FKGP). Avec le nouveau gouvernement présidé par *József Antall*, le nouveau système politique a aussi commencé à

fonctionner – ce qui a causé beaucoup de conflits politiques, économiques et sociaux en même temps et ainsi rendu très difficile le travail du gouvernement.

Les positions politiques du nouveau pouvoir se sont affaiblis considérablement déjà en automne, donc seulement quelques mois les premières élections démocratiques du pays après l'ère communiste. Aux élections municipales de septembre, c'est déjà l'opposition de gauche qui a remporté la victoire dans les villes les plus importantes du pays, y compris la capitale, Budapest. En octobre une manifestation gigantesque a été organisée par les conducteurs de taxi de la capitale qui ont protesté contre la hausse du prix du pétrole – la manifestation a paralysé le pays entier pendant trois jours et il s'en est fallu de peu que le gouvernement doive démissionner. En décembre le gouvernement a été radicalement restructuré, et même s'il est resté à sa place, la confiance envers le nouveau pouvoir est sans doute disparue quelques mois après les élections.

La perte de confiance avait avant tout des causes économiques même si les conflits politiques ont été aussi importants: l'inflation s'est accélérée à un niveau que le pays n'a pas vu depuis plus que quarante ans, la destruction des emplois était massive et la criminalité a aussi augmenté.

En 1991 la crise économique est devenue encore plus sérieuse, car les marchés extérieurs de l'économie hongroise se sont effondrés complètement avec la dissolution du Comécom. Même si les soldats soviétiques ont quitté le pays, l'environnement extérieur a représenté des risques importants pour le nouveau gouvernement. En été c'est la tentative de coup d'état des généraux communistes à Moscou et le déclenchement de la guerre civile entre les républiques yougoslaves qui ont causé de l'incertitude politique et ont affaibli la position du nouveau pouvoir, quant au début d'automne, c'est la crise politique roumaine et tchécoslovaque qui ont fait de même.

Les conflits intérieurs étaient aussi nombreux, surtout ceux de nature économique. La récession économique était sévère surtout à cause de l'effondrement de l'industrie socialiste et ses marchés extérieurs. Surtout à cause de cette baisse de l'activité économique le chômage a atteint 370 milles personnes bien qu'au début de l'année les pronostiques aient été autour de 200 milles – en 1991 le gouvernement devait augmenter plusieurs fois les dépenses

budgétaires dédiées aux chômeurs. Le taux d'inflation a dépassé 35 pour cent ce qui a représenté une autre menace aux classes sociales moins aisées.

Les conflits politiques et sociaux ont causé une crise au sein de la coalition gouvernementale ce qui a résulté que le parti agraire a quitté la coalition – il s'agissait de la décision du chef du parti, mais comme les députés parlementaires n'ont pas respecté cette décision, la majorité gouvernementale n'a pas été supprimée. Mais la rupture a représenté bien l'incertitude et les limites du gouvernement.

En 1992 la crise politique et économique du pays s'est intensifiée: la première surtout à cause de la „guerre des médias”<sup>159</sup>, la deuxième à cause de la faillite des grandes compagnies sidérurgiques du pays et de la fermeture de presque toutes les mines hongroises. La loi sur la faillite a été acceptée en janvier ce qui a rendu possible la disparition des secteurs entiers et a poussé le nombre des chômeurs autour de 700 milles – il n'est pas surprenant que l'année 1992 a été caractérisée par beaucoup de manifestations et de grèves, presque toutes les forces politiques et sociales ont mobilisé leurs sympathisants pour apparaître dans la rue.

L'élite politique a été en même temps incapable de réagir efficacement à ces changements sociaux – le symbole de cette incapacité a été le vote final sur la régulation des médias publics. Officiellement le texte original a été un texte de compromis entre le gouvernement et l'opposition, mais finalement la proposition n'a reçu aucun „oui” ce qui montre combien le parlement a perdu son pouvoir effectif à cause des conflits entre les différents partis politiques. En 1993 l'instabilité politique est devenue encore plus évidente, les partis conservateur et agraire se sont divisées en plusieurs morceaux.

Au niveau économique l'année 1992 et 1993 avaient des succès aussi: en mars 1992 le premier ministre a inauguré l'usine d'Opel dans la ville de Szentgotthárd ce qui a représenté l'investissement étranger direct le plus important du pays depuis le changement de régime. En 1993 l'entrée du capital étranger a atteint 2,5 milliard de dollars, en mai 1993 l'usine de Suzuki a été aussi inaugurée, et le constructeur d'automobile allemand, Audi a aussi signalé son intention de fonder une usine en Hongrie. Le secteur bancaire a été consolidé par le gouvernement ce qui a représenté la possibilité du renouveau des finances dans le pays, mais

---

<sup>159</sup> Un des sujets politiques avec le plus de conflits a été la régulation des médias publics.

a coûté cher à l'État. Les conflits sociaux sont devenus très visibles, une tendance qu'on ne peut pas appeler surprenant car le nombre des chômeurs a dépassé 700 milles en février 1993.

L'année 1993 a été l'année de la restructuration complète de la vie politique. Le gouvernement au pouvoir a déjà perdu la sympathie des électeurs, et selon les sondages du début de l'année, c'est le parti libéral de droite, Fidesz qui a pu récupérer ces votes perdues – mais au cours de l'année juste avant les élections, le parti socialiste a commencé à rattraper son retard. En décembre les deux camps politiques ont été supportés par un quart des électeurs chacun. La montée des socialistes a été précédé par la victoire des syndicats socialistes aux élections syndicales ce qui montre que le parti post-communiste a gagné des votes surtout dans les classes ouvrières.

La restructuration a atteint le gouvernement aussi: en février six ministres ont dû quitter le cabinet, les positions concernées ont été des positions stratégiques (entre autres le ministre des finances et le ministre de l'économie). A la fin de l'année c'est la mort tragique du premier ministre qui a secoué la vie politique, le nouveau chef du gouvernement a été l'ancien ministre des affaires intérieures, *Péter Boross* – mais ces restructurations n'ont pas changé le paysage politique en ce qui concerne les indices de popularité.

La première partie de 1994 a été consacrée à la campagne électorale ce qui a résulté que le gouvernement n'a pas pris de décision importante concernant la vie économique – surtout parce que la popularité des partis gouvernementaux était très basse. Au début de l'année il était certain que le changement du gouvernement n'est plus évitable, la question était seulement quel parti d'opposition allait gagner les élections.

### **Régime de change: un choix difficile**

Après élections de 1990 les nouvelles autorités politico-économiques ont fait face au problème lié au choix du régime de change et de la politique de change. En s'approchant à l'économie de marché, la question de l'indépendance de la banque centrale est devenue cruciale et les compétences de l'autorité monétaire se sont élargies.

Avant le changement du régime politique, la banque centrale n'avait que des compétences très limitées au niveau des décisions de change, l'autorité la plus importante concernant cette politique était le gouvernement<sup>160</sup> :

- jusqu'à 1989 sans l'accord du gouvernement la banque centrale n'a pu changer la parité de forint que de 1 pour cent par an. La MNB avait aussi le droit de proposer aux autorités politiques – il s'agit avant tout de la ministère des finances et du commerce extérieur - de changer la parité de 4 pour cent de plus, mais toute dévaluation ou appréciation supérieure à 5 pour cent était la compétence du gouvernement.
- à partir de 1989 la banque centrale avait le droit de changer la parité de 5 pour cent par an sans l'autorisation du gouvernement.<sup>161</sup>

Dans les petites économies ouvertes de transition - comme la Hongrie au début des années 1990 - les autorités s'occupant de la politique de change doivent prendre en considération les effets inflationnistes et compétitifs du taux de change en même temps. Ces deux objectifs peuvent être contradictoires à court terme et les responsables sont obligés de prendre une décision concernant leurs priorités.<sup>162</sup> Les nouvelles autorités hongroises ont dû prendre en considération les points suivants en déterminant leur choix de régime de change au début des années 1990 :<sup>163</sup>

- Les économies de transition ont dû libéraliser progressivement leur commerce et leurs marchés de capital, qui a entraîné une restructuration rapide de l'économie. Dans de telles circonstances la détermination du taux de change réel optimal est très difficile, et la politique de change optimal doit être telle *qu'il ne ralentisse pas les changements structurels de l'économie.*

---

<sup>160</sup> Voir MNB (1994)

<sup>161</sup> Après 1992 la banque centrale a pu effectuer une modification du change de 5 pour cent pendant 12 mois après une décision de changes du gouvernement, mais toute autre décision est restée la compétence du gouvernement.

<sup>162</sup> Il n'y a pas de consensus parmi les économistes, quel est l'objectif le plus important pour les économies de transition. Selon certains, l'appréciation réelle des monnaies est inévitable, et il vaut mieux de l'atteindre par l'appréciation nominale du taux de change que par une hausse supplémentaire de l'inflation, donc l'objectif de la stabilité des prix est prioritaire. Selon d'autres ce n'est vrai qu'à la première phase de la transition, mais plus tard c'est la compétitivité de l'économie qui doit déterminer la politique de change. Pour plus de détails voir Zoltán JAKAB, György SZAPÁRY (1998).

<sup>163</sup> *Ibidem.*

- A cause des réformes, l'économie a subi des *chocs d'inflation* causés avant tout par la fin de la fixation des prix, l'apparition de la demande cachée pendant les années de planification et surtout par le fait que ces pays ont dû commencer à acheter le pétrole pour le prix international et pas pour son prix subventionné pour des raisons politiques par l'Union Soviétique. De plus les tensions inflationnistes ont été renforcées par plusieurs facteurs, comme par exemple les dévaluations nominales pour garder la compétitivité, l'augmentation des marges de profit causées par la privatisation et la baisse de la production après l'effondrement de Comecon et l'ajustement des salaires relatifs.<sup>164</sup> La politique de change a dû prendre en considération ces tensions inflationnistes, en sachant qu'à cause d'elles une politique de change se concentrant essentiellement sur l'objectif de la stabilité des prix aurait pu être difficilement soutenable.
- Les autorités politiques ont dû s'occuper des problèmes provenant de *l'augmentation du chômage* causée par la restructuration de l'économie. Dans les petites économies ce n'est possible qu'à l'aide des exportations, ce qui souligne l'importance de l'objectif de compétitivité.
- Dans tous les pays de transitions les autorités ont dû faire face à *un problème de crédibilité*. La politique de change optimale a dû être soutenable à long terme pour renforcer la crédibilité de toute la politique économique. Évidemment pour que la politique économique soit crédible, il faut que la politique budgétaire et de revenu soutienne la politique monétaire et ainsi celle de change aussi.
- A cause des tensions inflationnistes et la hausse effective des prix provoquée avant tout par les réformes, la compétitivité de l'économie hongroise a été sérieusement menacée. De plus *l'endettement du pays* a atteint un niveau critique, et les charges de la dette extérieure ont causé des problèmes de plus en plus graves au niveau des balances des paiements courants et de son financement.

---

<sup>164</sup> Cet ajustement a représenté une tension inflationniste car les salaires nominaux sont rigides vers la baisse, donc l'ajustement doit s'effectuer par la hausse des salaires des professions plus rémunérées.

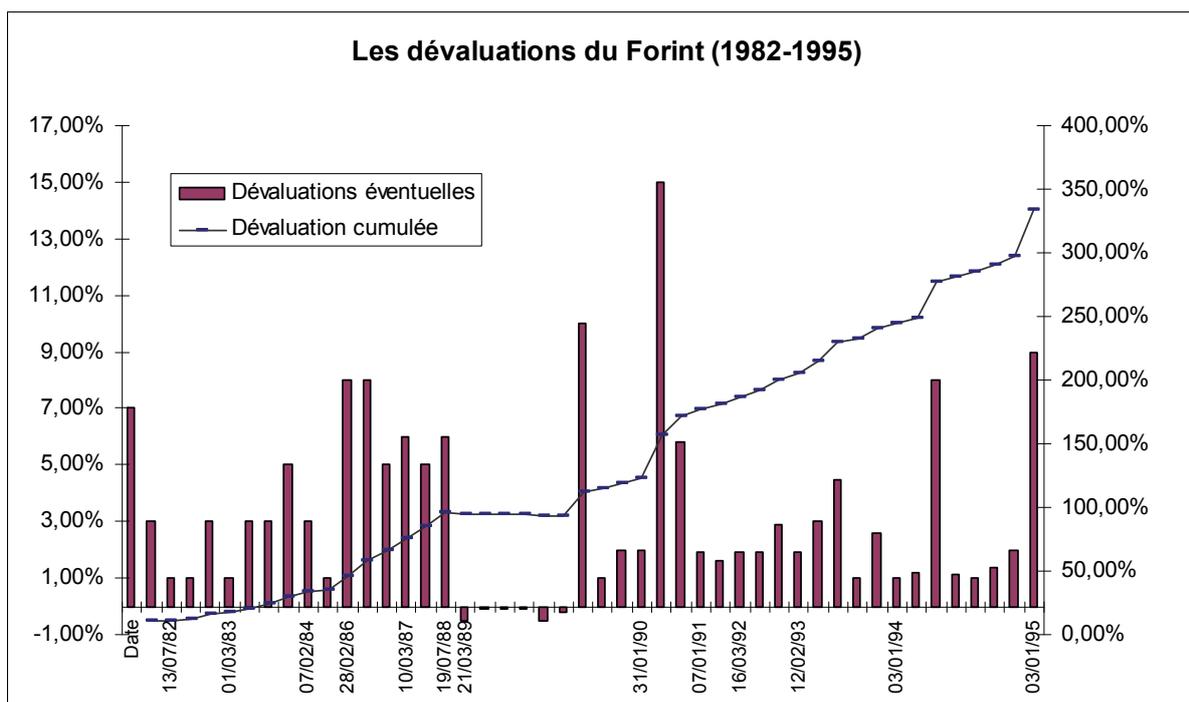
Les autorités hongroises ont dû choisir parmi les différents régimes de change possibles. Dans le débat de l'époque<sup>165</sup> certains ont argumenté en faveur d'un taux de change fixe face à une devise forte, qui aurait pu stabiliser le niveau des prix, mais aurait causé sûrement une forte érosion de la compétitivité. D'autres auraient favorisé le flottement pur ou administré, mais les économistes du gouvernement et de la banque centrale craignaient que cela aurait pu provoquer une volatilité trop forte du taux de change réel.<sup>166</sup>

Les autorités ont finalement choisi un régime de taux de change fixe avec la possibilité des dévaluations éventuelles en fonction des tendances d'inflation et de la balance des paiements. Ce régime ne pouvait pas être considéré vraiment comme un régime de change fixe, parce que cela aurait supposé que la modification de la parité reste exceptionnelle qui n'a pas été le cas. Il s'agissait plutôt d'un régime intermédiaire entre le taux de change fixe et le flottement pur, car le taux de change était en principe fixe, mais la parité pouvait être modifiée d'une manière discrétionnaire. Ce système était quasi équivalent - en termes économiques - à celui qui a été utilisé à la fin des années 1980. L'objectif annoncé de la banque centrale est resté inchangé aussi, donc les autorités ont tenté de stabiliser le taux de change réel pour améliorer la compétitivité de l'économie et pour contrôler l'inflation le plus possible.

---

<sup>165</sup> Pour plus de détails voir László HALPERN, Charles WYPLOSZ: Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies et Zoltán JAKAB, György SZAPÁRY (1998).

<sup>166</sup> Un autre argument des autorités était qu'à ce temps-là, il n'existait pas encore de marché des produits dérivés où il était possible de se couvrir contre les risques de change, donc les entreprises n'avaient pas vraiment la possibilité de se défendre contre cette volatilité.



1. Graphique - Les dévaluations du Forint (1982-1995)<sup>167</sup>

Ce choix de régime de change n'a pas été évident. En 1990 la Pologne et la Tchécoslovaquie se sont décidées en faveur d'un régime de change fixe, mais par exemple les pays baltes ont appliqué un système de change flottant jusqu'au milieu des années 1990<sup>168</sup>. Même si les circonstances économiques des pays de l'Europe Centrale et Orientale étaient pareilles, leurs choix n'ont pas été forcément les mêmes, car le choix du régime de change représente toujours une certaine „*trade-off*” entre les objectifs de désinflation et de compétitivité.<sup>169</sup>

### Nouvelle loi sur la banque centrale

En 1991 le parlement hongrois a accepté la nouvelle loi sur la banque centrale – la loi LX de 1991 – qui a redéfini les rôles et les fonctions de l'institution monétaire en lui rendant son

<sup>167</sup> Les dévaluations de cette époque n'ont pas été déclarées d'avance il s'agissait donc des « dévaluations éventuelles ».

<sup>168</sup> Pour plus de détail voir Laurent CLERC, Sylvain GOUTERON : Désinflation et stratégies de politique monétaire dans les pays accédants ; Charles WYPLOSZ: Ten years of Transformation: Macroeconomic Lessons et Balázs EGERT, Amina LAHERCHE-EVIL: Estimating the Fundamental Equilibrium Exchange Rate of Central and Eastern European Countries

<sup>169</sup> La majorité des pays appliquant une „thérapie de choc” ont opté pour un système avec une flexibilité limitée du taux de change et une libéralisation des marchés de capitaux. Par contre les pays ayant choisi une stabilisation plus graduelle et plus lente, se sont décidés en faveur des régimes de change plus flexibles avec des restrictions importantes au niveau de la balance des paiements. Pour plus de détails voir WYPLOSZ *op. cit.*

autonomie et son indépendance : la banque centrale est devenue responsable devant le parlement et pouvait former sa politique monétaire d'une façon indépendante.

L'indépendance de la banque centrale est cruciale pour la stabilité économique car les cycles politiques sont relativement courts par rapport aux cycles monétaires et à cause de cela une institution indépendante peut travailler plus efficacement qu'une institution avec des intérêts politiques.<sup>170</sup> Pour qu'une banque centrale puisse être appelée indépendante, il faut qu'à côté de l'indépendance juridique, la banque centrale soit indépendante au niveau du financement, du personnel et du fonctionnement aussi. Dans les pays avec des systèmes juridiques stables, l'indépendance juridique et effective de la banque centrale se coïncident en général, mais dans les pays moins développés ce n'est souvent pas le cas.<sup>171</sup> Le fait que dans beaucoup de pays les présidents des banques centrales ont quitté leurs positions quand on a changé le gouvernement, montre qu'il est possible d'imaginer l'indépendance juridique sans que l'indépendance effective existe aussi.

Il n'y a pas de consensus entre les économistes en ce qui concerne les fonctions et les rôles de la politique monétaire, mais en général les banques centrales doivent contribuer au développement en contrôlant l'inflation dans l'économie ou autrement dit en stabilisant le pouvoir d'achat de la monnaie. Selon la majorité des experts d'inspiration monétariste, la politique monétaire ne peut pas modifier durablement les variables réels de l'économie, et à cause de cela l'objectif primordial de la politique monétaire doit être la stabilité des prix et pas l'augmentation du revenu ou la baisse du chômage. L'objectif de la politique économique ne peut être que la croissance économique durable rendant possible l'augmentation de l'emploi et du niveau de vie, mais la politique monétaire en tant que telle ne peut y contribuer qu'en assurant un milieu économique stable et calculable.

Selon le 3ème § de la loi LX de 1991, la MNB doit contribuer à la réalisation du programme économique du gouvernement, et selon le 4ème § de cette même loi, le rôle primordial de la banque centrale est la protection du pouvoir d'achat externe et interne de la monnaie nationale. Cela veut dire que ces deux objectifs doivent être satisfaits en même temps, ce qui

---

<sup>170</sup> Pour plus de détails voir KYDLAND-PRESCOTT *op. cit.* et BARRO-GORDON *op. cit.* De plus on peut voir que statistiquement les banques centrales indépendantes sont plus efficaces en ce qui concerne la lutte contre l'inflation.

<sup>171</sup> Voir MNB (2001b)

peut être problématique en cas de contradiction, donc quand le gouvernement voudrait mener - pour une raison ou pour une autre - une politique inflationniste.

### Politique de change et l'environnement macroéconomique

Aux premières années de la décennie 1990 l'économie hongroise a fait face à une récession très sévère expliquée avant tout par l'effondrement de Comecon, qui a nécessité un changement radical de la structure de l'économie. Le produit intérieur brut (PIB) s'est contracté de 3,5 pour cent en 1990 et de 11,9 pour cent en 1991, pendant que le chômage ait augmenté à 12 pour cent. Parallèlement avec cela, à cause de la libéralisation économique, la Hongrie a vu son taux d'inflation s'accroître, qui a rendu extrêmement difficile la réalisation de l'objectif concernant le taux de change réel. La hausse moyenne annuelle des prix de consommation a atteint 28,9 pour cent en 1990, 35 pour cent un an plus tard et n'a baissé en dessous de 20 pour cent qu'en 1993.<sup>172</sup> Il faut quand même souligner que la Hongrie était un des pays de la région qui ont réussi à contrôler leurs taux d'inflation relativement bien.<sup>173</sup>

Au début de la décennie la balance des paiements du pays était excédentaire. L'amélioration annuelle de presque 1,6 milliard de dollars enregistrée en 1990 a été expliquée essentiellement par la baisse des dépenses touristiques et l'arrivée des aides non remboursables. Le surplus de la balance était de 127 millions de dollars en 1990, et l'excédent a doublé en 1991.

#### 3. Tableau - Balance des paiements courants (1987-1994)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Balance commerciale</b>	<b>36</b>	<b>489</b>	<b>537</b>	<b>348</b>	<b>189</b>	<b>-48</b>	<b>-3247</b>	<b>-3635</b>
<i>Tourisme</i>	36	41	-349	345	560	590	442	503
<i>Revenus</i>	-987	-1077	-1387	-1438	-1363	-1261	-1186	-1403
<i>Non remb.</i>	102	114	126	727	860	859	732	909
<i>Balance des p.</i>	-876	-807	-1437	127	267	324	-3455	-3911

Source : MNB, en Millions de dollar

<sup>172</sup> Cette baisse de l'inflation était seulement provisoire, et pouvait être expliquée avant tout par l'appréciation réelle du taux de change et l'ajournement des décisions concernant les prix déterminés par le gouvernement. Voir SZAPÁRY-JAKAB *op.cit.*

<sup>173</sup> Presque deux tiers des pays de l'Europe Centrale et Orientale ont souffert des périodes d'hyperinflation après le changement de régime. Pour plus de détails voir WYPLOSZ *op. cit.*

La balance des paiements est devenue largement déficitaire en 1993, le déficit de 3,445 milliards de dollars a représenté 9 pour cent du PIB. Plus que 90 pour cent de la détérioration de la balance était due à l'augmentation du déficit commercial qui a dépassé les 3,2 milliards de dollars. Mais cette détérioration de la balance n'est qu'en partie explicable par les changements au niveau des possibilités commerciales et le changement structurel de l'économie, une grande partie est liée justement à la politique de change des autorités politiques.

Conformément au système de change choisi en 1990, les autorités hongroises ont effectué éventuellement des dévaluations pour garder la compétitivité de l'économie souffrant des tensions inflationnistes très importantes. Entre 1990 et 1994 on a dévalué 20 fois le forint face au panier de devises déterminé, la dévaluation cumulée a atteint plus que 80 pour cent. Les agents économiques se sont habitués au système de change appliqué, et juste après les dévaluations éventuelles ils ont déjà commencé à spéculer pour les prochaines.<sup>174</sup>

La conséquence de ce comportement était que les importateurs ont essayé de payer en avance pendant que les exportateurs ont essayé de faire justement le contraire, donc de convertir leurs recettes en forint le plus tard possible. A cause de cela les statistiques commerciales sont devenues difficilement utilisables.<sup>175</sup> Selon l'estimation de la MNB, en 1993, presque 40 pour cent du déficit commercial - donc à peu près 1,2 milliards de dollars - ont pu être expliqués par cette déconnexion spéculative des livraisons et des paiements.

Les anticipations inflationnistes, la spirale „inflation – dévaluation – inflation” et la spéculation sont apparues dans l'économie hongroise déjà en 1991, et c'est justement à cause de cela qu'à partir de 1992 les autorités se sont décidées de mener une politique de dévaluation graduelle en essayant d'éviter les dévaluations éventuelles trop importantes.<sup>176</sup>

Au début des années 1990 la politique économique du pays a été déterminée essentiellement par la récession. Selon les experts de la banque centrale et le gouvernement la récession n'a pas été causée par l'appréciation du taux de change réel, mais par l'effondrement des marchés

---

<sup>174</sup> SZAPÁRY-JAKAB *op.cit*

<sup>175</sup> MNB (1993a)

<sup>176</sup> Entre 1992 et 1994 la dévaluation la plus importante a été de 4,5 pour cent, bien qu'en 1989 on a effectué une dévaluation de 10 pour cent, et en 1991 une de 15 pour cent. Voir Graphique 1.

de Comecon, l'insolvabilité et des problèmes de liquidité des anciens partenaires commerciaux.<sup>177</sup> La conclusion des autorités était que la situation économique ne pouvait pas être améliorée par la dévaluation du taux de change, car une telle mesure n'aurait fait que renforcer la pression inflationniste.

Comme la hausse des prix a été causée essentiellement par la libéralisation économique, l'accélération de l'inflation n'a pas été considérée par la banque centrale comme une vraie perte de compétitivité, plutôt comme la disparition d'un avantage compétitif basé sur des subventions et des distorsions de prix relatifs, donc un avantage compétitif virtuel. Selon cette logique, adoptée par les autorités, l'appréciation réelle de la monnaie n'a pas causé une perte de compétitivité, mais a fait disparaître un avantage qui n'aurait jamais existé parmi les conditions d'économie de marché. Plus de dévaluations n'auraient fait que ralentir la transformation indispensable de la structure économique du pays.<sup>178</sup>

*Szapàry – Jakab (1998)* donne une autre explication : chaque dévaluation a été précédée par un débat vif des différentes autorités responsables de la politique de change, et comme les hommes politiques n'ont pas favorisé en général les dévaluations, le taux de change réel s'est apprécié considérablement, et c'est ce qui a causé la détérioration de la balance des paiements courants.

Entre 1990 et 1992 les autorités ont réussi de stabiliser plus ou moins le taux de change réel basé sur les prix industriels, mais en 1991 et en 1993 il y a eu une appréciation réelle importante de la monnaie, car ces deux années la politique de change s'est concentré plutôt sur l'inflation que la compétitivité.<sup>179</sup> Il est aussi important de voir que les deux années d'appréciation réelle étaient des années très sensibles dans la politique<sup>180</sup>.

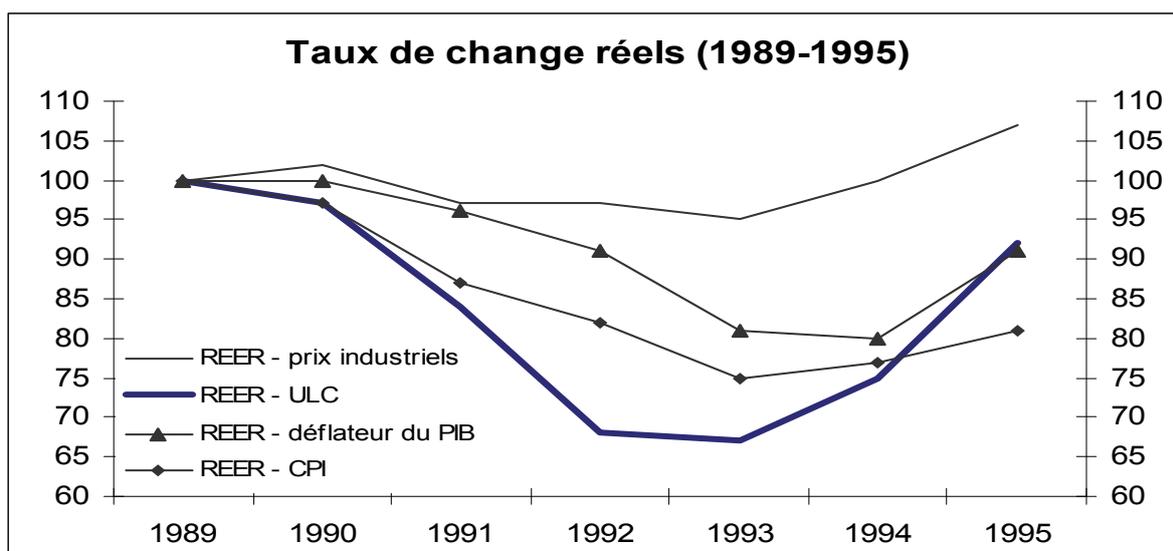
---

<sup>177</sup> Voir MNB (1993a)

<sup>178</sup> *Ibidem.*

<sup>179</sup> *Ibidem.*

<sup>180</sup> A la fin de 1990 et au début de 1991 la nouvelle démocratie hongroise a fait face à sa première grande crise politique connue sous le nom de la „grève des chauffeurs de taxis”, en 1993 le premier ministre est décédé et le pays s'est déjà préparé pour les élections de 1994.



2. Graphique - Taux de change réels (1989-1995)<sup>181</sup>

Les autorités ont mis l'accent sur l'évolution du taux de change réel basé sur les prix industriels, qui était relativement stable ces années, mais il faut noter que les autres indices se sont détériorés plus intensivement à partir de 1990. En ce qui concerne la compétitivité de l'économie, la détérioration du taux de change réel calculé à partir des coûts unitaires du travail était particulièrement alarmante. Cet indice a montré une perte de compétitivité de plus que 30 pour cent par rapport à 1989<sup>182</sup>, qui prouve que l'augmentation des salaires est restée très importante pendant la récession aussi.

Selon Kovacs (1999) la détérioration de la balance commerciale et ainsi celle de la balance des paiements doit être expliquée à côté de l'appréciation réelle de la monnaie par des facteurs hors prix<sup>183</sup> et de la récession allemande. Ses estimations montrent qu'en 1994 ce n'est pas la compétitivité basée sur les coûts et les prix qui a causé des problèmes, car cette année les indicateurs les plus importants se sont déjà améliorés. Le problème fondamental de l'économie hongroise était plutôt lié à la non crédibilité de la politique économique, qui a provoqué une spéculation contre la monnaie. La cause de ce non crédibilité était que malgré la détérioration de l'équilibre extérieur et l'augmentation considérable de la dette publique, les

<sup>181</sup> Sur les graphes des taux de change réels, les indices moins élevés représentent une appréciation, les indices plus élevés une dépréciation.

<sup>182</sup> Voir la Graphique 2.

<sup>183</sup> Surtout les effets de l'entrée en vigueur de la loi sur les faillites.

responsables de la politique économique ont hésité à prendre des mesures considérées comme inévitable par les marchés.<sup>184</sup>

L'augmentation spectaculaire du déficit de la balance des paiements courants a été accompagnée de l'augmentation du déficit public. Le budget primaire (donc le budget ne prenant pas en considération les dépenses provenant de la dette) encore excédentaire au début des années 1990 est devenu déficitaire en 1992 surtout à cause de l'augmentation des dépenses. Le déficit budgétaire a atteint presque 7 pour cent du PIB en 1992, et 8,4 pour cent en 1994. En 1993 la dette publique a augmenté de presque 20 points de pourcentage et a dépassé les 80 pour cent du PIB.<sup>185</sup>

#### 4. Tableau - Les finances publiques de la Hongrie (1991-1994)

	1991	1992	1993	1994
<i>Déficit primaire</i>	1,3	-2,1	-2,0	-2,7
<i>Déficit public</i>	-3,2	-6,9	-5,5	-8,4
<i>Dette publique</i>	66,9	64,9	83,6	83

Source : MNB, en pourcentage de PIB

L'augmentation du déficit public avait comme effet la détérioration de la balance des paiements courants, car à cause de la libéralisation des marchés de capitaux, les entreprises se sont endettées vers les banques étrangères. Pour contrebalancer les effets de l'augmentation du déficit budgétaire, le secteur privé aurait dû devenir épargnant net envers le secteur financier domestique, mais un tel changement aurait mis en danger la transformation structurelle de l'économie hongroise et aurait pu causer une récession grave.<sup>186</sup>

La politique économique graduelle de la Hongrie est devenue insoutenable au début de 1995. Les balances internes et externes ont été dans une situation critique, la privatisation s'est ralentie, les organisations et les investisseurs internationaux ont perdu leur confiance dans

<sup>184</sup> L'ancien gouvernement n'a pas pris des mesures restrictives surtout à cause des élections parlementaires, et le nouveau gouvernement aussi a pris son temps : il a pris ses positions en été 1994 mais il a fallu attendre pour le programme de stabilisation jusqu'au mars 1995.

<sup>185</sup> La dette publique représente une contrainte de l'économie hongroise depuis le changement du régime politique, car le pays démocratique a hérité les dettes de l'époque communiste, et les autorités politiques hongroises – contrairement à certains autres pays de la région - n'ont demandé ni l'annulation ni la restructuration des dettes. Pour plus de détails voir HALPERN – WYPLOSZ *op. cit.*

<sup>186</sup> Voir MNB (1995) et Mihaly Andras KOVACS (1999)

l'économie hongroise : les marchés ont commencé à se préparer pour une crise profonde, pareille à celle de la Mexique en 1994<sup>187</sup>.

### **La modélisation des dévaluations de la période 1989-1994**

La première phase de la transition est caractérisée par la libération des prix, la dégradation des anticipations d'inflation, et une pression inflationniste à cause du niveau artificiellement bas des prix. Tous ces facteurs peuvent être reflétés au niveau du modèle DI avec le déplacement de la droite du taux de change-inflation vers le haut.

Dans les systèmes planifiés ce n'est pas que le niveau des prix qui a subi des distorsions, mais tout le système économique y compris la présence sur des différents marchés domestiques et étrangers. Le changement de régime a donc eu comme conséquence la perte massive des marchés extérieurs des producteurs hongrois car même jusqu'ici leur présence n'a pas été le résultat de leur compétitivité mais celui des décisions politiques du bloc soviétique. La perte des marchés a causé des difficultés aux producteurs, a baissé leur profit et a forcé les firmes de se débarrasser d'une partie significative de la main-d'œuvre – tout cela avait des effets au niveau des revenus et des dépenses de l'État et a augmenté le déficit public. Même si juste après le changement de régime les marchés internationaux n'ont pas encore été complètement libéralisés, mais il n'était pas interdit de faire du commerce avec les pays non-communistes ce qui a rendu possible l'achat des biens inaccessibles jusqu'ici. Ces facteurs influent sur la droite de contrainte du modèle DI en la poussant aussi vers le haut.

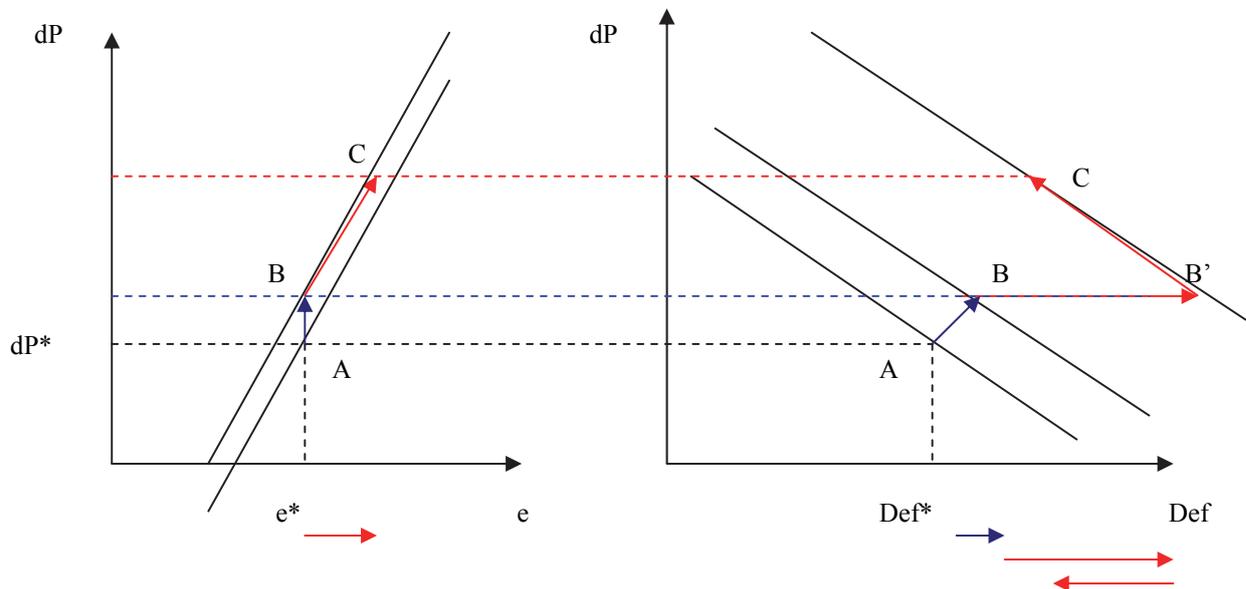
### **Les défis du changement de régime**

Les déplacements des droites du taux de change-inflation et de contrainte rendent très difficile la situation des autorités, car cela signifie la détérioration du solde de la balance commerciale et l'accélération de l'inflation en même temps sans l'intervention de la banque centrale. Cela signifie que les possibilités des autorités sont limitées, mais en même temps il y a une exigence significative d'une politique économique et de change active pour contrebalancer les effets négatifs de l'environnement économique.

---

<sup>187</sup> Voir HALPERN – WYPLOSZ *op. cit.*

Supposons que la situation initiale avant la transition économique est représenté par le point (A).

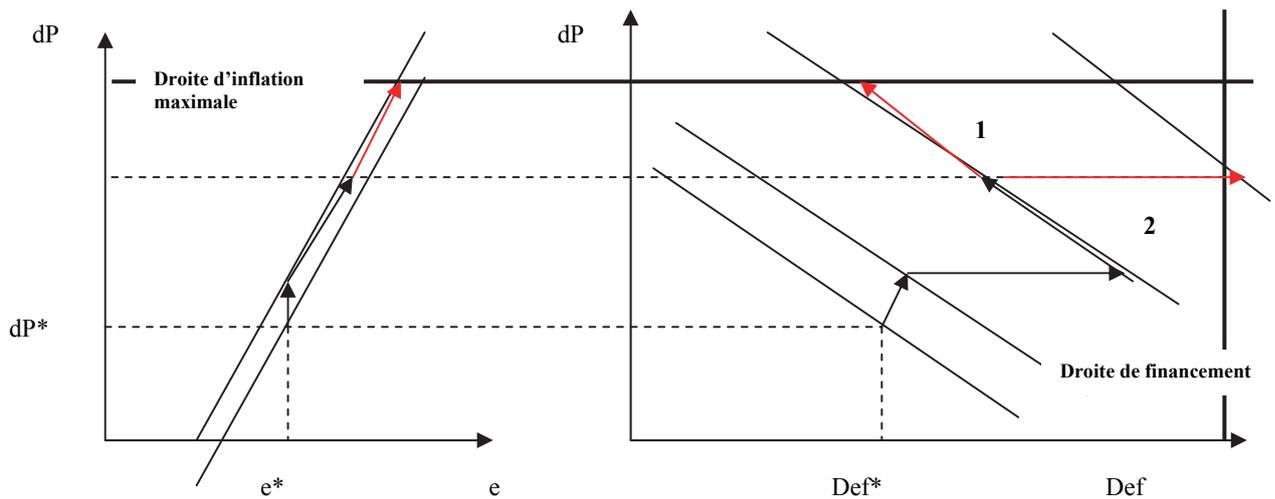


### 25. Perte des marchés et libération des prix

L'inflation a été alimentée par la libération des prix (on passe du point A au point B). La perte des marchés a causé l'augmentation spectaculaire du déficit commercial (on passe du point B au point B') ce qui a rendu nécessaire la dévaluation de la monnaie résultant par contre la hausse des prix (on passe au point C).

La perte des anciens marchés de Comécom et la libération des prix a causé la détérioration significative de la compétitivité internationale, l'augmentation du déficit commercial et l'accélération des prix. Dans une situation pareille les autorités monétaires doivent intervenir pour minimiser les effets négatifs, mais doivent prendre en considération qu'il n'est pas possible d'améliorer la situation au niveau de l'inflation et au niveau de la compétitivité et du solde commercial en même temps.

Ce qui rend difficile cette situation du point de vue des autorités est qu'elles doivent faire face à deux contraintes importantes: au niveau de la balance commerciale il faut faire attention à la finançabilité du déficit, bien qu'au niveau de l'inflation il faut prendre en considération que les électeurs sont sensibles à la dynamique des prix.



## 26. Les contraintes de déficit et d'inflation

Dans un cas pareil les autorités ont deux possibilités. Soit elles vont dévaluer la monnaie à une telle magnitude que même la perte importante des marchés ne puisse pas augmenter le déficit commercial au niveau considéré insoutenable, et ainsi elles risquent d'atteindre le niveau d'inflation dangereux politiquement (1er cas). Soit elles vont essayer de minimiser l'inflation pour des raisons politiques et si une nouvelle perte de marché se produit, le déficit commercial peut atteindre le niveau insoutenable (2eme cas).

Du point de vue économique l'objectif primordial est de minimiser le risque de la non-finançabilité, car même si l'inflation augmente considérablement mais ne devient pas une hyperinflation<sup>188</sup> elle est moins nuisible que la cessation du financement du déficit extérieur. Mais en même temps il faut voir que politiquement ce n'est pas si évident, car le déficit commercial concerne beaucoup moins les électeurs (au moins à court terme) que la hausse des prix (ce qui baisse la valeur réelle de leurs revenus).

Au niveau institutionnel les électeurs représentent un groupe d'influence important mais les perdants effectifs de la détérioration de la compétitivité peuvent aussi influencer sur la décision des responsables de la politique de change. La difficulté de la situation des responsables provient d'une part justement de la contradiction de la logique politique et économique et d'autre part de la présence des groupes d'intérêt influents à tous les deux côtés du débat.

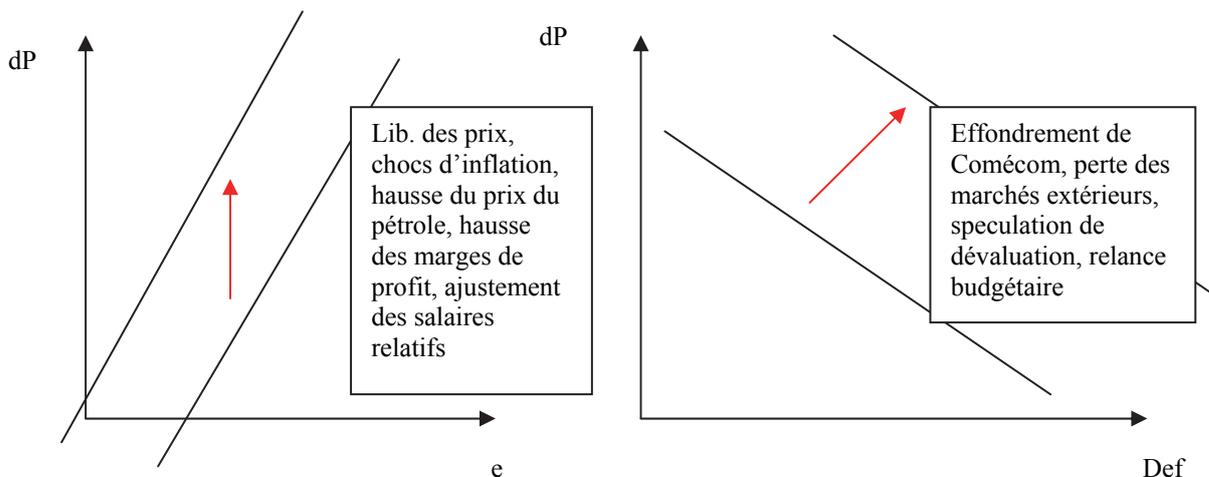
<sup>188</sup> Selon l'approche conventionnelle l'hyperinflation est une hausse des prix de 50 pour cent ou plus par rapport au mois précédent quand la monnaie cesse de remplir ses fonctions, c'est-à-dire d'être une monnaie d'échange, une unité de compte et une réserve de valeur. Voir Philip CAGAN: The Monetary Dynamics of Hyperinflation.

Au début de la transition économique l'inflation s'accélère et le solde de la balance commerciale se détériore par définition. Il n'est pas possible de lutter contre tous les deux facteurs en même temps avec la politique de change, mais comme les perdants sont nombreux à tous les deux côtés (inflation: les ménages donc les électeurs, commerce: les exportateurs et les salariés des secteurs produisant des biens échangeables donc au moins une partie des électeurs), il peut être rationnel de la part ds responsables d'essayer de lutter contre tous les deux problèmes.

Bien sur il n'est pas possible d'apprécier et de déprécier la monnaie en même temps, mais il est possible de changer les préférences de la politique de change de temps en temps. Cela signifie une politique de change dévaluant la monnaie si la balance commerciale se détériore significativement et évaluant (ou au moins ne dévaluant pas) la monnaie si l'inflation s'accélère et s'approche du niveau considéré politiquement dangereux.

### La période 1989-1994 au modèle DI

A la première phase de la transition économique tout était donné pour que la gestion de la politique de change soit difficile car la perte de compétitivité et l'augmentation du déficit extérieur (commercial) ainsi que l'accélération de l'inflation ont été des conséquences inévitables du changement de régime politique et économique.

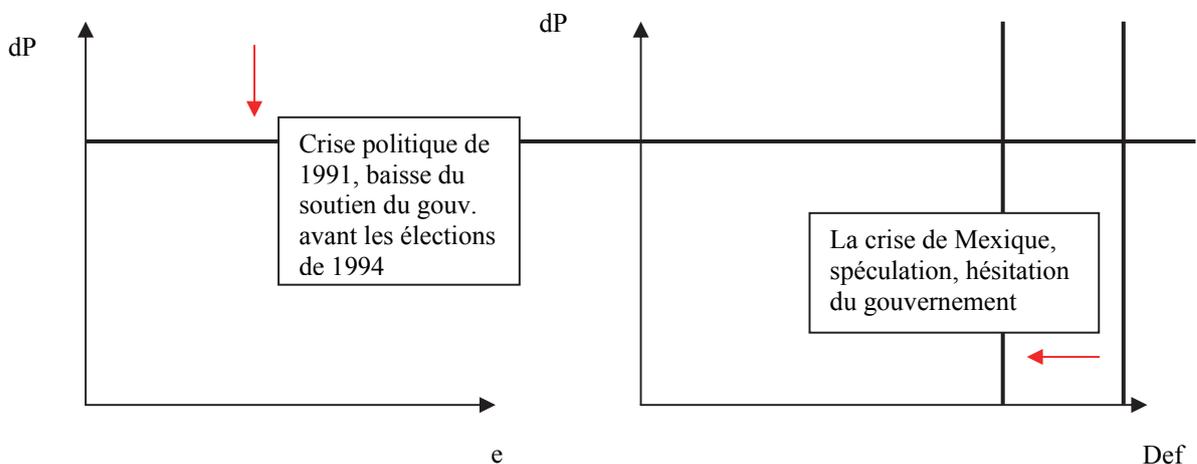


27. La première phase de la transition économique en Hongrie

Du point de vue de la gestion de la politique économique et celle de change les facteurs suivants ont été les plus importants:

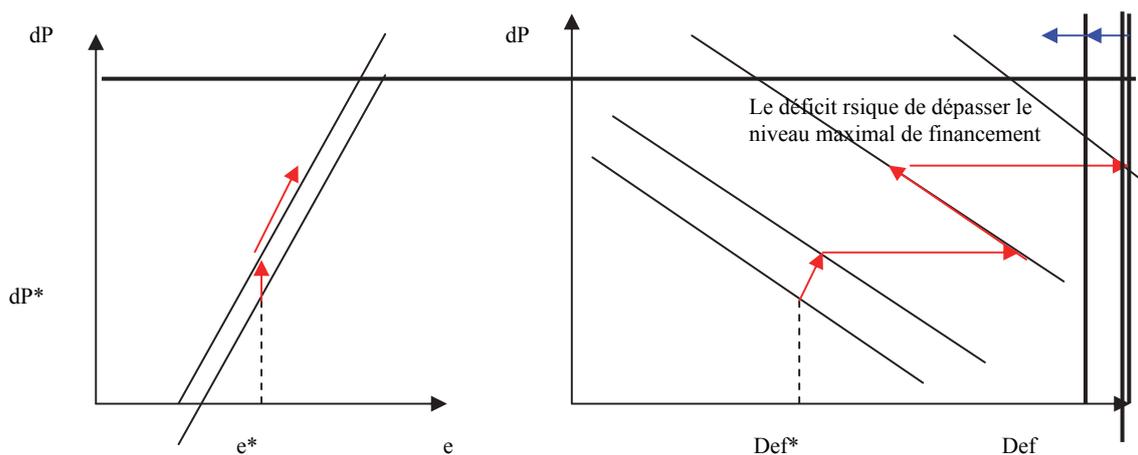
- l'opinion des experts de la banque centrale et du gouvernement selon laquelle comme la récession n'est pas le résultat de l'appréciation de la monnaie, la situation économique ne pouvait pas être amélioré par la dévaluation du taux de change,
- le manque du courage des responsables politiques: les mesures inévitables n'ont pas été prises à cause des raisons politiques (surtout en 1991 et 1993),
- naissance d'une spéculation de dévaluation,
- la crise de Mexique.

Au niveau du modèle, les deux premiers facteurs ont influé essentiellement sur les décisions des responsables de la politique de change, bien que les deux derniers sur les contraintes rencontrées par elles. La contrainte d'inflation est une contrainte qui ne provient pas de l'environnement macroéconomique mais dépend essentiellement des facteurs de la vie politique.



### 28. La restriction des possibilités des autorités hongroises

L'hésitation des responsables politiques signifie que la dévaluation de la monnaie n'a pas été faite ou n'a pas été assez grande du point de vue de la compétitivité. Cela signifie que la Hongrie a choisi de laisser le déficit commercial d'augmenter pour réduire le taux d'inflation ce qui a résulté que la contrainte de déficit a été atteinte (une contrainte qui s'est aussi déplacé vers la gauche à cause de la détérioration de l'opinion des investisseurs internationaux).



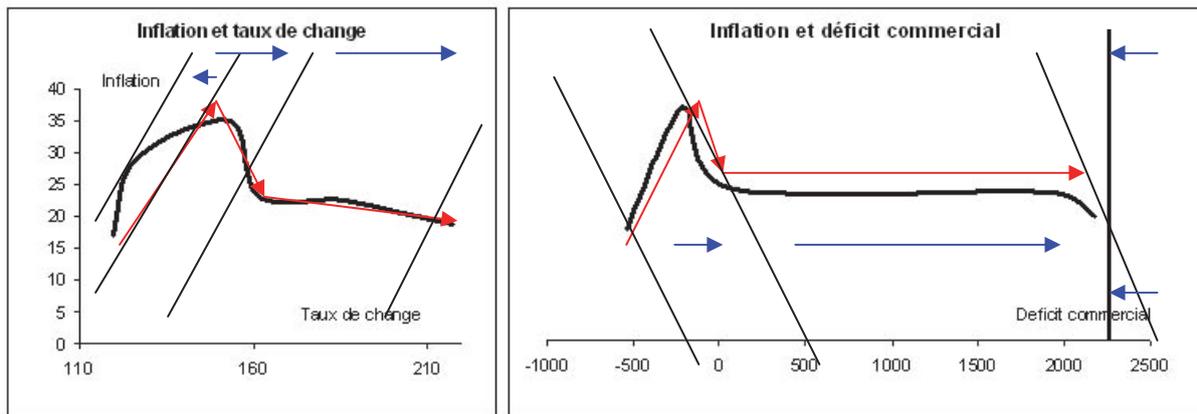
### 29. L'aggravation de la situation économique en 1994

Une telle politique de change signifie que la politique de change essaie d'éviter l'effondrement du financement du déficit extérieur et de garder au moins en partie la compétitivité de l'économie mais à cause d'une mauvaise analyse de la situation macroéconomique et le manque de courage de prendre les décisions nécessaires a pour conséquence l'effondrement de toute la politique économique appliquée.

Sur le Diagramme suivante l'évolution de l'inflation, du taux de change nominal face à l'ECU et du déficit commercial de la Hongrie est présentée pour la période 1989-1994.

Les courbes noires montrent d'une part l'évolution de l'inflation et du taux de change pour chaque mois de la période en question (a gauche), et d'autre part celle de l'inflation et du déficit commercial (a droite) – de la façon présenté au chapitre 5 donc il s'agit de l'application du modèle DI au cas de la Hongrie<sup>189</sup>.

<sup>189</sup> Pour la méthodologie utilisée voir l'Annexe.



**1. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (1989 –1994)**

On peut voir sur le Diagramme que:

- les autorités hongroises ont suivi une politique de dévaluation tout au long de la période 1989-1995, à la suite de laquelle le forint s'est déprécié fortement,
- l'inflation a augmenté jusqu'à 35 pour cent, mais après avoir atteint ce niveau la désinflation est devenue une des priorités politiques des autorités ce qui a eu pour conséquence la baisse de la dynamique des prix,
- après avoir modéré le taux d'inflation le déficit commercial a augmenté spectaculairement.

On ne peut pas dire que la baisse du taux d'inflation était la conséquence de la politique de change car la dévaluation de la monnaie nationale a été typique pendant toute cette période – il ne s'agissait pas d'une appréciation de la monnaie. Mais cela ne signifie pas que la dévaluation ne pouvait pas être un objectif important des autorités. L'inflation a atteint son niveau maximal en 1991 et le taux d'inflation a baissé chaque année jusqu'à 1994 bien que la dévaluation de la monnaie ait été de 5,08 pour cent en 1990, 21,67 pour cent en 1991, 5,49 pour cent en 1992, 15 pour cent en 1993 et 16,8 pour cent en 1994.

L'inflation dépend de plusieurs facteurs et l'évolution du taux de change nominal n'est qu'un de ces facteurs: en Hongrie la baisse de l'inflation n'a pas été causée par la politique de change, mais par la modification des autres facteurs influents, notamment de la modération de la pression inflationniste internationale (par exemple le prix du pétrole). La responsabilité des autorités de change réside dans le fait qu'elles ont profité de l'amélioration de l'environnement inflationniste sans l'utiliser pour dévaluer la monnaie encore plus.

Ce qui s'est passé entre 1989 et 1995 en Hongrie, c'était de ne dévaluer que si une telle mesure est inévitable car les responsables politiques de l'époque voulaient éviter - pour des raisons politiques et de stabilité - la hausse trop importante des prix. L'augmentation du déficit commercial n'a pas été causé que par cette approche, mais une telle gestion de la politique de change a contribué à la détérioration d'équilibre extérieur. De plus, la politique de change appliquée a donné naissance à une spéculation importante ce qui a représenté un risque supplémentaire pour les investisseurs étrangers finançant le déficit. La crise de Mexique a aussi aggravé la situation car les investisseurs internationaux ne font pas toujours la distinction entre les pays en transition, mais les considèrent en tant que des pays avec des caractéristiques, des problèmes et des risques semblables.

Pendant la phase d'ajustement de la libéralisation commerciale la politique de change optimale est difficilement définissable et il est difficile de déterminer comment sont-elles les caractéristiques d'une telle politique de change. Ce qu'on sait que la politique de change doit prendre en considération l'évolution de l'environnement macroéconomique et à la place des contraintes politiques ce sont les contraintes macroéconomiques qui doivent déterminer les décisions des autorités.

Ce qu'on a vu en Hongrie entre 1989 et 1995 nous mène aux conclusions suivantes:

- la politique de change devrait être indépendante du gouvernement car l'adoption de la logique politique a fait que les autorités aient donné plus d'importance à la contrainte politique de l'inflation qu'à la contrainte macroéconomique de financement du déficit extérieur.
- selon les modèles néo-classiques la politique monétaire ne doit s'occuper que de la stabilité des prix ce qui peut avoir des conséquences néfastes même sans l'intervention de la logique gouvernementale: si la banque centrale est incitée (par exemple légalement) à ne faire attention qu'à la stabilité des prix, cela peut causer une détérioration si importante de l'équilibre extérieur ce qui déstabilise l'économie nationale entière. Cela va être vrai pendant des périodes plus calmes aussi (voir les expériences hongroises concernant la politique de surévaluation) mais pendant les années de transition et d'ajustement encore plus.

## SECTION 3.

### ***La période de la stabilisation et de la parité glissante (1995-2000)***

Après les premiers chocs de la transition et de la libéralisation commerciale les priorités de la politique de change peuvent aussi changer – les changements dépendent essentiellement de la situation macroéconomique initiale donc du niveau d'inflation, du niveau de déficit commercial et public, de l'évolution du taux de change nominal et réel et des anticipations des agents économiques.

La transition signifie la transformation nécessaire de l'économie, mais les „bases politiques” de la transition peuvent très bien s'affaiblir à cause des coûts sociaux et économiques pendant la période d'ajustement, essentiellement du chômage et de la baisse du niveau de vie.

### **L'évolution de la vie politique**

La deuxième phase de la transformation caractérisée par le système de change à parité glissante a duré de 1995 jusqu'au 2001 en Hongrie – donc plus qu'un simple cycle gouvernementale de 4 ans.

Les élections de 1994 ont été gagnées par le parti socialiste qui a eu plus que la moitié des sièges dans le parlement, mais qui a formé le prochain gouvernement avec le parti libéral de gauche (L'Alliance des Démocrates Libres - SZDSZ) ce qui a fait que les partis gouvernementaux avaient une majorité de deux-tiers. La possibilité pour des changements radicaux et la transformation profonde de la vie économique a été donnée.

Mais cette majorité n'étaient pas sans conflits – entre les deux partis et même à l'intérieur du parti socialiste, des approches fondamentalement différentes existaient en ce qui concerne la stratégie de la politique économique. Cette différence était particulièrement importante car l'économie hongroise a souffert de plus en plus des problèmes de déséquilibre macroéconomique quand la crise de Mexique a rendu la position des pays en transition très vulnérable.

L'un des deux camps a été représenté par le ministre des finances, un ancien technocrate de l'époque communiste, *László Békesi* qui a opté pour des mesures restrictives radicales mais qui ne pouvait atteindre que la dévaluation de la monnaie nationale. L'autre camp a été celui du premier ministre, un ancien diplomate communiste, *Gyula Horn* qui ne voulait pas mettre en danger la victoire aux élections municipales de novembre et pour cette raison a utilisé son veto contre les mesures considérées impopulaires. Quelques mois après les élections parlementaires, les débats à l'intérieur du gouvernement ont été beaucoup plus intense qu'entre le gouvernement et les partis d'opposition.

L'année de 1995 a été l'année de la stabilisation, de la privatisation massive, des tensions intragouvernementales, des manifestations et de la hausse de popularité du parti agraire populiste (le parti agraire a été aussi populaire en été que le parti socialiste et vers la fin de l'année encore plus). Le mécontentement de la population était très marquant, et selon les sondages ce n'est pas que les partis gouvernementaux et parlementaires, mais tout le système institutionnel qui a perdu la confiance des électeurs.

Le mécontentement et la perte de confiance a été la conséquence du fait que les électeurs pensant avec une certaine nostalgie à l'époque communiste aient du réaliser que le gouvernement socialiste a suivi le même chemin capitaliste que son prédécesseur.

Le premier ministre des finances du gouvernement socialiste a quitté sa position à la fin du janvier, *Laszlo Békesi* a démissionné car il n'a pas eu le soutien du premier ministre pour suivre sa politique économique radicale et réformatrice. Son successeur a été *Lajos Bokros* qui est devenu le symbole des réformes et de la restriction budgétaire à cause de son programme de stabilisation annoncé le 12 mars 1995. Les effets sociaux de la stabilisation étaient effrayants: 27 démonstrations et grèves nationales ont été organisées en 1995, parmi lesquelles la grève des employés de la compagnie du chemin de fer, des enseignants, des étudiants, des pompiers et des médecins.

### **La stabilisation de 1995**

En mai 1994 le premier gouvernement démocratiquement élu du pays a perdu les élections parlementaires, et on a changé la direction de la banque centrale aussi : on a nommé *György*

*Surányi* à la tête de l'autorité monétaire qui a été dirigé à partir de 1991 par *Ákos Bod Péter*, l'ancien ministre de l'industrie du gouvernement conservatif de *József Antall*. Suranyi a été le président de la MNB avant le changement de régime politique aussi, et son licenciement a provoqué un débat politique très vif en 1991, de même que sa nomination 4 ans plus tard.

En 1995 les conditions économiques ont rendu inévitables et les changements politiques plus facilement réalisables les réformes de la politique économique menée depuis le début des années 1990.<sup>190</sup> A la fin de 1994 et au début de 1995 la situation macroéconomique du pays est devenue extrêmement fragile surtout à cause de l'apparition et l'aggravation du double déficit. L'ajustement de la politique fiscale était inévitable, car l'émergence d'un secteur privé a nécessité le recul de l'État dans l'économie.<sup>191</sup> Il est devenu évident que les objectifs de la politique monétaire – donc la désinflation et l'amélioration de la compétitivité – ne sont réalisables qu'avec la coordination de la politique fiscale et monétaire. Les dépenses publiques et le déficit budgétaire se sont augmentés autant, que pour contrebalancer cette hausse la banque centrale aurait dû prendre des mesures de restriction monétaire très fortes.

Ces mesures restrictives ont été prises, mais elles sont restées sans effets considérables.<sup>192</sup> Pendant le premier trimestre de 1995, surtout à cause de l'augmentation du besoin de financement du budget, l'intensification des anticipations de dévaluation et la fuite dans les devises étrangères, la dette brute de l'économie a augmenté de 4 milliards de dollars, et la dette nette de 2,5 milliards de dollars.

En mars le gouvernement et la banque centrale ont pris des mesures de stabilisation coordonnées. Les plus importants points du programme de stabilisation ont été les suivants :

- baisse des dépenses publiques afin de modérer le déficit primaire du budget,
- fixation du salaire nominal,
- augmentation des taxes de consommation et de la TVA,
- introduction d'une douane supplémentaire de 8 pour cent,
- dévaluation immédiate de la monnaie de 9 pour cent,
- introduction du régime de change à parité glissante.

---

<sup>190</sup> Voir MILLE *op. cit.*

<sup>191</sup> HALPERN-SZAPÁRY *op. cit.*

<sup>192</sup> MNB (1995a)

Le programme de stabilisation a été annoncé le 12 mars 1995. Certains responsables politiques – avant tout le ministre des finances, Laszlo Bekesi – voulaient prendre des mesures restrictives déjà en 1994, mais faute du soutien politique, les décisions nécessaires n’ont pas été prises.<sup>193</sup>

Ce programme de stabilisation peut être considéré comme un programme de stabilisation classique. Il a tenté de baisser les dépenses publiques de 15 pour cents en termes réels pour atteindre un déficit qu’il était possible de financer via les marchés, de contrôler les salaires nominaux et d’adopter un régime de change à parité glissante après une dévaluation importante de la monnaie.

Parallèlement avec le programme de stabilisation le gouvernement a commencé à mettre en œuvre certaines réformes structurelles aussi. On a continué la libéralisation des marchés de capitaux, accéléré la privatisation, mis en œuvre la réforme du système de retraites et augmenté l’indépendance de la banque centrale.

En 1995 les recettes de privatisation ont dépassé 480 milliards de forint, donc trois fois plus que la somme projetée, et 20 pour cent de plus que les recettes de la période 1990-1993. L’État hongrois a privatisé les compagnies énergétiques et de gaz, deux centrales, une grande partie des actions de la compagnie pétrolière et de la compagnie de télécommunication. Les recettes provenant de la privatisation ont été consacrées à la diminution de la dette publique.

L’année 1996 a été l’année de la consolidation politique – surtout la première moitié de l’année quand la stabilisation a eu ses premières conséquences positives, comme par exemple que la monnaie nationale est devenue convertible. Il n’y avait pas de manifestations de grande importance, ce qui n’est pas surprenant si on constate que les décisions restrictives ont aussi manqué après la démission de Lajos Bokros et la nomination de *Péter Medgyessy* à la position du ministre des finances. La loi la plus importante qui a été acceptée en 1996 était la réforme des retraites mais cette décision n’a pas eu de conséquences à court terme.

---

<sup>193</sup>

La proposition de M. Bekesi a consisté d’une baisse de 5-7 pour cent du salaire réel.

Sur le plan politique, les rapports de force ont changé même si l'année a été relativement calme. La popularité de Fidesz a doublé entre janvier et décembre surtout à cause du rôle que le parti a joué dans *l'affaire Tocsik* – une affaire de corruption qui est devenue le plus grand scandale politique de l'époque. A la fin de 1996 trois partis politiques ont eu le même niveau de popularité: le parti socialiste, le parti libéral de droite (Fidesz) et le parti agraire.

1997 peut être considéré comme l'année victorieuse de la transition capitaliste – une décennie après le début du changement de régime c'était la première année montrant des signes positifs économiques, la croissance économique a dépassé 4 pour cent et l'équilibre intérieur et extérieur du pays s'est aussi amélioré. La structure de la croissance a aussi changé car le dynamisme économique est venu des exportations à la place de la demande domestique. Les secteurs les plus dynamiques ont été l'automobile et l'informatique, donc des secteurs se fondant sur les investissements étrangers directs. Après la consolidation bancaire les banques hongroises ont été aussi vendues, les institutions financières les plus importantes du pays sont devenues les filiales des banques autrichiennes, italiennes, allemandes et belges. L'apogée des marchés financiers de Budapest a aussi commencé en 1997 car les grandes compagnies hongroises ont été introduites à la bourse: l'indice boursier a presque doublé en un an.

En même temps 1997 a été la première année quand les gens de la rue ont fait la connaissance de la signification de la faillite d'une banque – au dernier jour de février les queues énormes se sont formées devant la porte des offices de *Postabank*, une des plus grandes institutions financières du pays. Il a pris au gouvernement quatre jours pour réaliser que la faillite de la banque peut facilement signifier l'effondrement du secteur financier entier et finalement la liquidité nécessaire a été donnée à la banque – la faillite a été évitée mais la confiance de la population s'est érodée envers l'État en tant que tel.

La structure du plan politique a aussi changé: au début de l'année c'est le parti agraire qui a été le plus fort, mais à la fin de 1997 c'est le parti socialiste qui a été à la tête des sondages. Fidesz a stabilisé sa position derrière le parti socialiste mais il était déjà évident que les partis d'opposition ne peuvent battre le gouvernement qu'en formant une coalition. L'année s'est terminée avec la signature de l'adhésion de la Hongrie à l'OTAN et le commencement de la campagne électorale par la déclaration absurde du premier ministre: la promesse était que si le parti socialiste gagne les élections, les gens plus âgés que de 65 ans peuvent utiliser tous les

moyens de transport public gratuitement - y compris les avions de la compagnie aérienne nationale.

Au début de 1998 c'est le parti socialiste qui a semblé remporter la victoire aux élections, mais finalement c'est l'opposition qui a gagné, et une coalition gouvernementale formée par Fidesz, le parti agraire et le parti conservateur et dirigé par *Viktor Orbán* a pris le pouvoir. Économiquement cette année était plutôt un succès: la croissance a été le double du moyen européen, les exportations ont progressé de 20 pour cent par rapport à l'année précédente et même la consommation domestique a augmenté. C'était l'année quand les négociations d'adhésion entre la Hongrie et l'Union Européenne ont commencé et quand le pays a remboursé ses dettes prises en 1982 au Fonds Monétaire International (FMI).

En 1999 les sympathies politiques de la population ont changé radicalement – une année après les élections l'avantage de 10 pour cent de Fidesz a été remplacé par un avantage du parti socialiste de 15-20 pour cent. La baisse de popularité du gouvernement a fait oublier les réformes macroéconomiques promises pendant la campagne électorale que ce soit la réforme fiscale, la réforme de l'administration publique ou celle de la santé. Le changement de la stratégie économique du gouvernement s'est reflété au niveau personnel aussi: le nouveau ministre de l'économie - nommé en décembre 1999 – a été *György Matolcsy*, un économiste connu pour sa conviction keynésienne.

L'économie hongroise a montré des signes positifs, surtout par rapport aux autres pays de transition de la région, et le développement macroéconomique a suivi son chemin dynamique, même malgré la crise russe.

En 2000 la conjoncture internationale a encore aidé l'économie hongroise et surtout les secteurs d'exportations et l'équilibre a aussi été assuré. En mars le gouvernement a lancé son programme économique (*Le Plan Széchenyi* nommé après un des grands personnages de l'histoire du 19ème siècle de la Hongrie, *István Széchenyi*) qui a représenté une approche d'inspiration keynésienne avec des subventions et des crédits préférentiels pour les firmes domestiques avec l'objectif de dynamiser l'économie à l'aide de l'augmentation de la demande intérieure.

Selon les sondages le parti socialiste a gardé son avantage face au parti majeur gouvernemental, Fidesz ce qui signifie que le paysage politique n'a pas subi des modifications importantes. Il est aussi vrai que les autres membres de la coalition se sont affaiblis considérablement – surtout le parti agraire. L'année n'a pas eu des scandales politiques et les grandes manifestations ont aussi manqué: la seule grève importante de l'année 2000 a été celle de la compagnie des chemins de fer, mais elle a aussi été sans impact majeur.

### **L'environnement macroéconomique du régime de change à la parité glissante**

Le régime de change à la parité glissante est une tentative de réconcilier les deux objectifs de la politique de change, celui de la désinflation et celui de la compétitivité. La dévaluation rend possible que l'économie devienne plus compétitive, mais en même temps comme le taux de dévaluation est annoncé en avance, le taux de change peut être anticipé avec une certitude relativement grande. Pour cela il faut que le système de change soit crédible et les agents économiques croient que les autorités aient les moyens de défendre les frontières de la bande de fluctuation et que la situation économique n'oblige pas les responsables d'effectuer des dévaluations supplémentaires. En général on choisit ce système de change quand l'économie doit être stabilisée mais le taux d'inflation élevé ne permet pas d'établir un système de change fixe.<sup>194</sup>

### **Les caractéristiques du nouveau régime de change**

Ce régime de change est un régime où le taux de change est en principe fixe, mais la parité de référence est modifiée régulièrement selon des paramètres prédéterminés.<sup>195</sup>

Dans le système hongrois l'objectif final et officiel de la banque centrale a été la désinflation „soutenable, durable et continue”. Cela signifie que la réalisation de la stabilité des prix doit se faire en faisant attention à l'équilibre externe et interne du pays. L'équilibre extérieur du pays est une priorité traditionnelle de la politique monétaire hongroise et finalement cette priorité est liée à l'objectif final de la stabilité des prix.<sup>196</sup> La Hongrie est une économie petite et ouverte, donc la tension entre la production et l'absorption interne se manifeste premièrement au niveau de l'équilibre extérieur et ce n'est qu'à cause des réactions

---

<sup>194</sup> Voir MILLE *op. cit.*

<sup>195</sup> Voir CLERC – GOUTERON *op.cit.*

<sup>196</sup> MNB (2001b)

provoquées par ce déséquilibre que les prix internes sont touchés aussi et l'inflation augmente.

Cela signifie qu'à long terme la désinflation et l'équilibre extérieur ne sont pas des objectifs contradictoires même si à court terme ils le sont. L'objectif de l'équilibre extérieur est difficilement quantifiable : la banque centrale doit viser un niveau de déficit de la balance des paiements courants, du taux de change réel, de l'endettement et des réserves qui est compatible avec un taux de croissance soutenable à long terme.

Dans un régime de change à parité glissante les différents indicateurs de l'équilibre extérieur jouent un rôle très important, car c'est la crédibilité de la politique économique qui est en question. Si le déficit de la balance des paiements courants n'est pas (considéré) soutenable et finançable, cela signifie qu'il faut dévaluer la monnaie ou élargir la bande d'intervention, ce qui représente la fin d'un tel régime de change. Pour éviter les spéculations contre le système de change à parité glissante il faut que l'équilibre extérieur du pays soit assuré, l'économie reste compétitive et les réserves de la banque centrale soient suffisantes pour pouvoir défendre la bande d'intervention.

A cause de l'effet Balassa-Samuelson<sup>197</sup> le taux de change réel du forint tend à s'apprécier, mais la banque centrale a essayé de limiter cette appréciation réelle pour pouvoir assurer l'équilibre extérieur du pays. Bien qu'il soit très difficile de quantifier le taux de change réel d'équilibre et l'appréciation réelle d'équilibre provenant de la différence de productivité des économies en question, la banque centrale a considéré qu'il fallait absolument éviter l'appréciation réelle drastique et durable de la monnaie nationale.<sup>198</sup>

La banque nationale ne peut pas atteindre ses objectifs concernant le niveau des prix d'une façon directe, car le lien entre l'objectif final et les instruments de l'autorité monétaire est indirect et dépend des facteurs accidentels. De plus les effets des décisions de la politique monétaire ne se manifestent qu'après le déroulement d'un certains temps, donc les banques centrales doivent choisir des objectifs intermédiaires et opérationnels. En 1995 la politique économique a voté pour le taux de change nominal en tant qu'objectif intermédiaire de la politique monétaire. Ce choix a été expliqué par plusieurs raisons :

---

<sup>197</sup> Pour plus de détails du l'effet Balassa-Samuelson voir l 'Annexe.  
<sup>198</sup> MNB (2001b)

- pendant le période de transition, la fonction de demande de la monnaie ne peut pas être considérée comme stable, ce qui rend impossible de choisir l'évolution de la masse monétaire comme objectif intermédiaire,
- en 1995 la crédibilité de la politique monétaire n'était pas suffisamment grande pour pouvoir choisir une cible d'inflation en tant qu'objectif intermédiaire.

Dans un régime de change à parité glissante le choix du taux de change nominal pour objectif intermédiaire a plusieurs avantages. Avant tout le taux de change a un rôle primordial en ce qui concerne le prix des biens importés, donc il détermine directement une partie des prix de consommation. Mais à part cela, le taux de dévaluation annoncé en avance peut canaliser les anticipations inflationnistes et ainsi peut déterminer le prix des biens des secteurs non concurrentiels aussi. Si l'objectif du taux de change est crédible, ça veut dire que la course du taux de change est prévisible, donc les agents économiques peuvent calculer avec elle.

Le taux de change est un objectif intermédiaire transparent. Cela veut dire que les agents économiques peuvent avoir des informations précises en n'importe quel moment sur le taux de change, donc sur la réalisation de l'objectif intermédiaire et le lien entre l'inflation et le taux de change est relativement bien connu pour la majeure partie des agents économiques. Parallèlement avec cela, on peut constater aussi que ce choix de l'objectif intermédiaire est contrôlable, ce qui peut augmenter la crédibilité de la politique monétaire.<sup>199</sup>

En 1995 es autorités hongroises ont fixé le taux de change de forint face à un panier de devises. Cette fixation était inévitable car le régime de change existant auparavant a perdu sa crédibilité, la course du taux de change n'était pas prévisible et calculable ce qui a causé des problèmes au niveau de l'économie réelle aussi. Dans le cadre du régime à parité glissante le taux de change pouvait servir en tant qu'ancre nominale et pouvait calmer les anticipations des agents économiques. C'était d'autant plus important qu'en 1995 la politique budgétaire et de revenu a causé une poussée inflationniste très importante.

---

<sup>199</sup> *Ibidem.*

En Hongrie les autorités – donc le gouvernement et la banque centrale – ont annoncé le taux de dévaluation mensuelle en avance de quelques semaines, et cette dévaluation a été effectuée quotidiennement. En pratique ce système voulait dire que la banque centrale a dévalué le Forint face à un panier de devise<sup>200</sup> chaque jour de telle façon que la dévaluation totale mensuelle moyenne soit égale au taux annoncé. Ainsi le taux de change entre la monnaie hongroise et les autres devises étrangères est calculable à l'aide de la valeur du panier, du taux de dévaluation et des taux de change croisés. La MNB s'est obligée d'intervenir aux frontières de la bande de fluctuation de +/- 2,25 pour cent autour de la parité en gardant le droit d'intervenir à l'intérieur de la bande aussi. Les interventions ont été effectuées en dollar.

Une politique monétaire avec un objectif intermédiaire lié au taux de change a des limites très importantes, surtout au niveau de la politique du taux d'intérêt. Dans un système du taux de change fixe ou quasi fixe, il n'est pas possible d'augmenter le taux d'intérêt après un certain niveau, car cela voudrait dire que l'avantage de rendement de la devise nationale augmenterait et provoquerait une entrée de capital et un excès de liquidité important. On peut dire que dans un tel système de change le taux d'intérêt n'est pas déterminé par les autorités nationales d'une façon indépendante, mais il varie en fonction du taux d'intérêt international, du taux de dévaluation et des risques.

Les autorités nationales doivent suivre l'évolution de ces facteurs en déterminant le taux d'intérêt domestique : si le taux d'intérêt international, les risques liées à la devise nationale ou le taux de dévaluation augmentent, la banque centrale doit augmenter le taux d'intérêt pour pouvoir soutenir le régime de change. Pour que le régime de change soit crédible, il faut que la banque centrale dispose suffisamment de réserves utilisables au cas de nécessité d'intervention.

La décision la plus cruciale d'un régime de parité glissante est le choix de la parité centrale et le taux de dévaluation. D'abord il faut voir si le taux de change actuel peut jouer le rôle de la parité initiale, donc si ce taux de change peut être considéré comme un taux de change d'équilibre. La détermination du taux de change d'équilibre est très difficile, et il n'y a pas de consensus parmi les économistes concernant la méthode optimale. Dans la majorité des cas on concentre l'attention sur la balance des paiements courants en supposant que le déficit ne doit

---

<sup>200</sup> A partir de 1994 le poids de ECU était de 70 pour cent et celui de dollar de 30 pour cent.

pas dépasser un niveau considéré soutenable. Le niveau est considéré soutenable si le taux d'augmentation de la dette ne dépasse pas celui du PIB nominal à long terme et si le ratio déficit courant/PIB nominal ne dépasse pas l'augmentation du PIB nominal multipliée par un ratio de dette/PIB nominal considéré soutenable, donc en général 40 pour cent.<sup>201</sup> A part cela ce n'est pas que le niveau absolu de la dette qui compte, mais il faut prendre en considération les causes du déficit courant et son financement. Si le déficit de la balance des paiements courants est élevé à cause des importations liées aux investissements et à la réforme structurelle de l'économie et s'il est financé pas les investissements à long terme, le niveau de déficit qu'on peut considérer soutenable est plus élevé.

Donc la parité initiale est calculée de telle façon que le taux de change réel effectif corresponde à un niveau soutenable de la dette. Cette parité doit être converti à un taux de change vis-à-vis le panier de référence. Une dévaluation initiale peut être justifiée pour contrebalancer la perte de compétitivité pendant les périodes antérieures et les dévaluations au sein du régime de la parité glissante doivent garder ce gain de compétitivité.

Le taux de dévaluation doit contrebalancer la différence inflationniste corrigée de la différence de productivité. Le taux optimal de la dévaluation du point de vue de la compétitivité peut être calculé à l'aide de la formule suivante :

$$(Inflation\ visée\ ou\ anticipée\ par\ les\ autorités) - (Inflation\ étrangère) - (Différence\ de\ changement\ de\ productivité^{202}) = (Taux\ de\ dévaluation\ de\ la\ monnaie)$$

En Hongrie au jour de l'introduction du nouveau régime de change le gouvernement et la banque centrale ont dévalué le Forint de 9 pour cent pour contrebalancer la perte de compétitivité que l'économie a dû supporter pendant les périodes antérieures se reflétant dans la détérioration massive de la balance des paiements courants et des problèmes de financement de la dette. Selon les estimations de *Mille (2003)* le déficit de la balance des paiements courants a dépassé en 1993 et en 1994 aussi le niveau soutenable, et le financement du déficit n'a pas pu être effectué à l'aide des investissements étrangers directs arrivant dans le pays.

<sup>201</sup> Voir MILLE *op. cit.*

<sup>202</sup> La différence au niveau de l'amélioration de la productivité est liée à l'effet Balassa-Samuelson. Voir l'Annexe

En mars 1995 les autorités ont annoncé que jusqu'au juin la dévaluation mensuelle, effectuée quotidiennement, va être de 1,9 pour cent, et entre juillet et décembre ce taux de dévaluation va baisser à 1,3 pour cent par mois. Le taux de dévaluation – déterminé par la banque centrale en accord avec le gouvernement - a baissé tout au long de l'existence du régime : pour que ce régime puisse contribuer à la lutte contre l'inflation, il faut que le taux de dévaluation baisse avec l'inflation, car ce n'est qu'ainsi que les anticipations des agents économiques peuvent être calmées. Une autre *condition sine qua non* de la réduction du taux de dévaluation est l'amélioration de l'équilibre extérieur, parce que la dévaluation sert justement à baisser le déficit de la balance commerciale et des paiements courants.

Une autre caractéristique du nouveau régime de change était l'utilisation de l'intervention stérilisée par la banque centrale. Dans les régimes de change fixe et quasi fixe la prime de rendement existant concernant les actifs domestiques a comme conséquence l'entrée massive des capitaux étrangers, car les opérateurs des marchés financiers internationaux peuvent profiter d'une possibilité d'arbitrage. Cet excès de liquidité est à stériliser pour éviter l'accélération de l'inflation dans l'économie.

### **Les résultats de la stabilisation de 1995**

Les premiers mois de la stabilisation ont montré déjà plusieurs signes positifs. En 1995 la monnaie nationale hongroise a été dévaluée de 29,1 pour cent. Avant l'entrée en vigueur des mesures du programme de stabilisation, la banque nationale a dû vendre 943 millions de dollars pour défendre la bande d'intervention. Après la dévaluation de 9 pour cent en mars, le taux de change s'est attaché à la frontière forte de la bande, donc la banque centrale avait l'obligation d'acheter la devise entrante, dont la valeur a dépassé les 4,3 milliards de dollars jusqu'à décembre 1995.

Grâce au programme de stabilisation et au changement du régime de change, les déficits budgétaire et de la balance des paiements courants ont baissé considérablement en 1995. Les circonstances internationales ont changé en faveur de l'économie hongroise et la demande domestique s'est contractée, donc le déficit commercial a baissé de 1,2 milliards de dollars

par rapport à 1994<sup>203</sup>. Les exportations ont augmenté de 8,4 pour cent et les importations ont baissé de 4 pour cent. Comme l'évolution de la balance des paiements courants a été déterminée essentiellement par les opérations commerciales, cette balance extérieure aussi a montré une certaine amélioration : le déficit a baissé à 2,48 milliards de dollars qui a représenté une amélioration de 1,43 milliards de dollars par rapport à 1994. La détérioration de la balance des revenus a été contrebalancée en grande partie par l'amélioration enregistrée au niveau de services, essentiellement au niveau du tourisme. Les transferts non remboursables ont montré une augmentation de 218 millions de dollars par rapport à 1994, qui pouvait être expliqué avant tout par le fait que les dépôts de devises des ménages ont augmenté de 925 millions de dollars. Cette augmentation a montré le retour de la confiance vers le système financier et bancaire du pays, car avant la stabilisation les ménages ont retiré 250-300 millions de dollars de leurs comptes bancaires.

En 1995 le financement du déficit extérieur s'est transformé aussi. En 1994 la balance de base a montré un déficit de 1,6 milliards de dollars, car les entrées des capitaux à long terme ne pouvaient financer que 58 pour cent du déficit des paiements courants. Les investissements étrangers directs ne représentaient que 1,1 milliards de dollars, donc moins que 30 pour cent du déficit. Comme les mouvements de capitaux à court terme ne pouvaient pas couvrir le déficit de la balance de base, la banque centrale a dû assurer le financement, qui a causé la baisse des réserves officielles de 656 millions de dollars. En 1995 la situation a radicalement changé. D'une part le déficit de la balance des paiements courant a baissé considérablement, donc le besoin du financement du pays s'est réduit. D'autre part, avant tout à cause de l'accélération du processus de privatisation<sup>204</sup>, les investissements étrangers directs ont atteint 4,453 milliards de dollars représentant 179 pour cent du déficit de la balance des paiements courants. La balance de base a montré un surplus de 3,121 milliards de dollars et les réserves officielles ont augmenté de 4,532 milliards de dollars.

Selon la politique annoncée de la banque centrale et du gouvernement, les recettes provenant de la stérilisation ont été utilisées pour réduire le niveau de dette du pays et ainsi les charges

---

<sup>203</sup> Les statistiques hongroises de l'époque n'ont pas pris en considération les transactions commerciales des compagnies multinationales opérant sur des territoires 'hors-taxe'. Selon les estimations de la banque centrale les exportations de ces compagnies ont dépassé un milliard de dollars en 1995 et leurs importations ont été légèrement inférieures à cette somme, donc le déficit commercial réel a baissé plus par rapport à l'année précédente que les statistiques montrent. Voir MNB (1995a)

<sup>204</sup> Les recettes de la privatisation ont dépassé les 3 milliards de dollars, surtout à cause de la privatisation d'une partie du secteur énergétique et de la compagnie de télécommunication (MATAV).

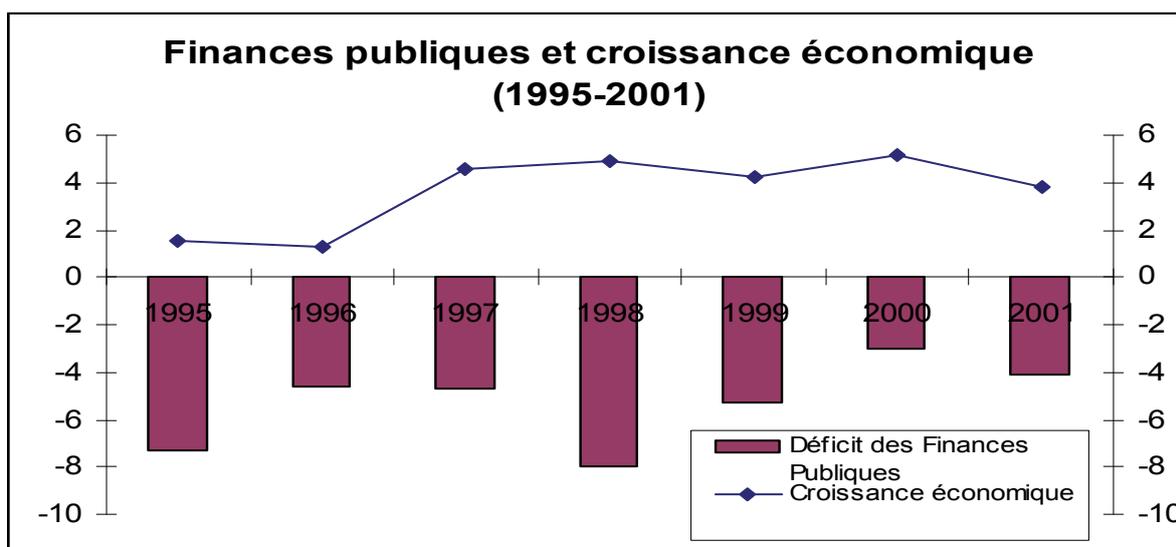
de la dette détériorant significativement la balance budgétaire et celle des paiements courants. En 1995 le gouvernement a remboursé en avance 930 millions de dollars, et la dette nette du pays vers l'étranger a baissé à 16,8 milliards de dollars représentant une réduction de 2,1 milliards de dollars par rapport à 1994.

Cette amélioration de l'équilibre extérieur du pays a été soutenue par l'amélioration spectaculaire de la compétitivité internationale de l'économie. Le taux de change réel basé sur les prix industriels a montré une dépréciation de 7,3 pour cent, celui des coûts unitaires du travail une dépréciation de 22,1 pour cent. La dépréciation n'était pas si radicale au niveau du taux de change réel basé sur l'indice de prix de la consommation, car l'inflation s'est accélérée à la suite du programme de stabilisation et de la modification de régime de change. C'est au niveau des coûts unitaires du travail que l'amélioration de la compétitivité était la plus importante, ce qui peut être expliqué par le blocage des salaires.

A la deuxième moitié des années 1990 l'objectif primordial de la politique économique était la continuation conséquente de la stabilisation commencée en 1995. La banque nationale avait des difficultés, mais finalement elle pouvait défendre la bande d'intervention en réduisant le taux de dévaluation mensuelle jusqu'à l'existence du système de change à parité glissante, donc jusqu'au printemps de 2001.

Le déficit budgétaire a baissé de 7,3 pour cent à 4,6 pour cent par rapport au PIB en 1996 surtout à cause de la réduction des dépenses. Le déficit budgétaire est resté relativement contrôlé jusqu'à la fin de l'existence du système de change à parité glissante, la seule exception était l'année 1998, quand on a organisé les troisièmes élections parlementaires démocratiques du pays.

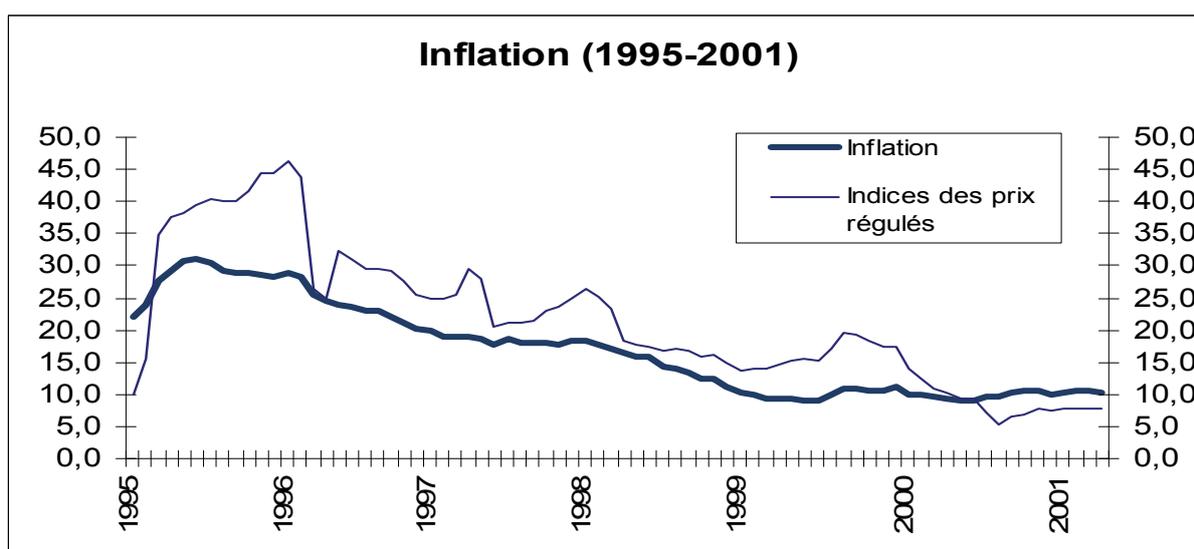
La croissance économique s'est ralentie après la stabilisation, mais il faut noter que le taux de croissance est resté quand même positif, car la restriction de la demande domestique a été accompagnée et compensée par l'accroissement dynamique des exportations. En 1997, quand la croissance économique s'est accélérée à 4,7 pour cent, le taux d'accroissement des exportations a atteint 30 pour cent par rapport à l'année précédente.



Source : MNB, Ministère des Finances

### 3. Graphique - Finances publiques et croissance économique (1995-2001)

Le programme de stabilisation avait des effets négatifs sur le niveau de prix de consommation. La dévaluation, l'augmentation des taxes, l'introduction d'une douane supplémentaire de 8 pour cent<sup>205</sup> et la hausse de certains prix régulés – avant tout celui de l'énergie - ont causé l'accélération de l'inflation. En juin 1995 l'inflation a atteint 31 pour cent et après cela l'indice des prix de consommation a baissé jusqu'à 1999 quand il s'est stabilisé vers 10 pour cent.



### 4. Graphique - Inflation (1995-2001)

<sup>205</sup> Cette douane supplémentaire a été introduit temporairement et avec l'accord de l'OMC. La douane supplémentaire a été annulée en juillet 1997 à la suite de la révision faite par le comité de la balance des paiements de l'OMC (WTO Balance-of-Payments Committee). Voir WTO: Report on the 1995 consultation with Hungary.

La restriction administrative du salaire nominal était un des points particuliers du programme de stabilisation de 1995. A cause de l'accélération de l'inflation, le salaire réel a baissé de 17 pour cent en 1995 et 1996, qui avait comme conséquence la chute de la consommation domestique. A côté de l'amélioration de la compétitivité de l'économie, l'objectif de cette restriction salariale était justement cette baisse au niveau de la consommation, car dans un petit pays ouvert, comme la Hongrie, l'effet le plus important de l'accroissement de la consommation est la détérioration de la balance commerciale. En 1997 le salaire réel et la consommation ont déjà commencé à augmenter.

#### *L'évolution du taux de change nominal (1996-2000)*

En 1996 la monnaie nationale a été dévaluée de 15,8 pour cent, mais au niveau effectif nominal la dévaluation n'était que de 12,3 pour cent à cause de l'appréciation du dollar par rapport à la mark allemande.<sup>206</sup> La banque nationale était obligée d'acheter de la devise pour défendre la bande d'intervention pendant toute l'année, la valeur totale de la conversion était de 4 milliards de dollars. Cette entrée significative de capitaux s'est réalisée parallèlement avec la baisse des taux d'intérêt nominaux, donc elle a reflété avant tout la confiance des investisseurs étrangers. La banque nationale a laissé les taux d'intérêts baisser pour éviter l'entrée des capitaux spéculatifs.<sup>207</sup>

La dévaluation a continué en 1997 aussi et elle a atteint 14 pour cent par rapport au panier de devise. Au niveau effectif nominal – comme en 1996 – la dévaluation était moins importante. Le taux de change nominal est resté à l'intérieur de la bande d'intervention tout au long de l'année, mais cette fois-ci il y avait quelques événements qui ont fait éloigner le taux de change de la frontière forte de la bande en augmentant sa volatilité. L'évènement le plus important au niveau du taux de change a été la crise des devises asiatiques en automne. L'effondrement des marchés financiers et des devises asiatiques a effrayé les investisseurs internationaux, et les effets de la crise ont atteint tous les marchés considérés émergents. C'est ainsi que le marché hongrois aussi a été touché par ces évènements. Pendant trois mois le cours de Forint s'est trouvé en moyen vers 1,75 pour cent de la parité centrale, donc 0,5 pour

---

<sup>206</sup> MNB (1996a)  
<sup>207</sup> *Ibidem.*

cent de la frontière forte de la bande. Au total la banque nationale a dû convertir 3,4 milliards de dollars pour défendre la bande d'intervention.

Au début de 1998, le taux de change du Forint a commencé à s'apprécier de nouveau, et au milieu du janvier, le cours s'est trouvé déjà à la frontière forte de la bande. En automne, à cause de la crise russe, le taux de change de Forint a atteint la frontière faible de la bande d'intervention, donc la banque centrale était obligée de vendre de la devise. Cette période était cruciale pour tout le système de change, puisque c'est justement dans les situations pareilles que la crédibilité des autorités est testée. La MNB a réussi à défendre la bande et à la fin de l'année le taux de change était déjà vers la parité centrale. La dévaluation totale de la monnaie a été de 10,9 pour cent en 1998, mais la conversion nette n'était que de 862 millions de dollars, donc beaucoup moins que l'année précédente.

Aux deux premiers trimestres de 1999 le taux de change de la monnaie nationale s'est trouvé principalement à la partie forte de la bande sans pouvoir atteindre sa frontière, mais à la deuxième moitié de l'année, la banque nationale était de nouveau obligée d'intervenir en achetant des devises entrantes. La dépréciation du Forint au début de l'année pouvait être expliquée par l'incertitude des investisseurs internationaux concernant les équilibres intérieurs et extérieurs du pays. La dévaluation totale de la monnaie était de 6,7 pour cent, la conversion a atteint 2,89 milliards de dollars. En 2000 - la dernière année complète du système de change introduit en 1995 - la dévaluation a baissé à 5,1 pour cent, et la conversion à 2,48 milliards de dollars. Le taux de change s'est attaché à la frontière forte de la bande pendant toute l'année, ce qui prouve que les autorités ont réussi à calmer les investisseurs internationaux.

Il faut souligner que le régime de change introduit en 1995 est resté crédible tout au long de son existence, car les autorités ont réussi à garder le taux de change à l'intérieur de la bande d'intervention et à réduire le taux de dévaluation. La dévaluation totale de la monnaie à la fin de 2000 a atteint plus que 100 pour cent par rapport à 1995.

### *L'évolution des taux de change réels*

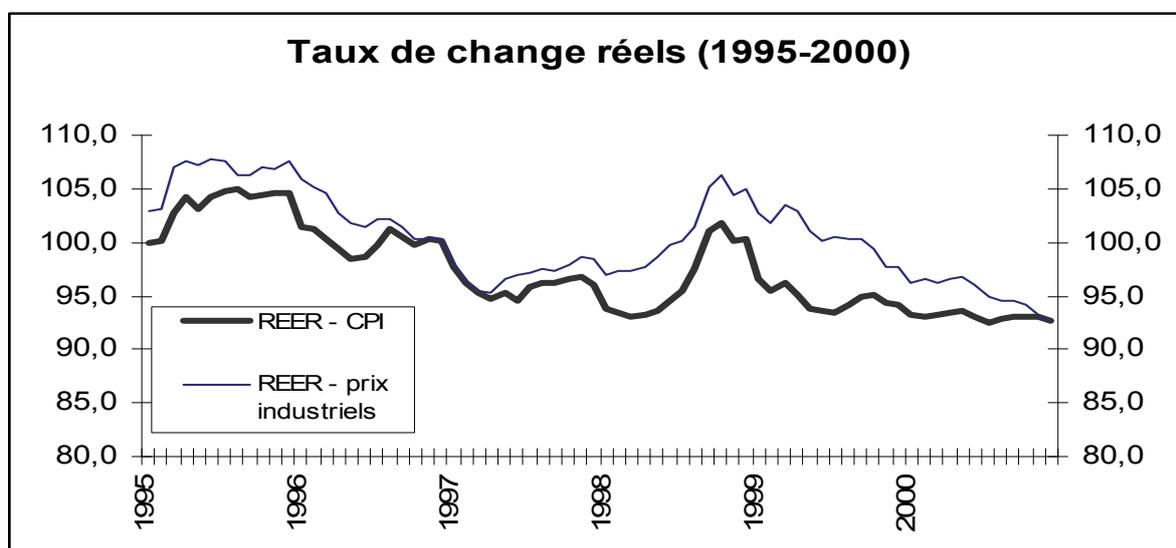
Un des objectifs de la stabilisation et du changement du régime de change de 1995 était l'amélioration de la compétitivité de l'économie hongroise et selon les experts, même si c'est la stabilité des prix qui a été l'objectif final annoncé de la banque centrale, en réalité la

politique monétaire a concentré son attention avant tout – surtout au début de la stabilisation – sur l'équilibre extérieur du pays.

La productivité de l'économie hongroise n'atteint pas celle des économies développées, donc il était possible de fixer le taux de dévaluation en dessous du taux d'inflation anticipé. Cette stratégie suivie par la banque centrale – dont une des conséquences était que les différents taux de change réels ont montré des évolutions différentes - a rendu possible que la politique de change ait pu aider la désinflation et améliorer la compétitivité en même temps.

Cela signifie que pendant un certain temps les autorités hongroises ont réussi à réconcilier les deux objectifs originalement contradictoires de la politique de change : la dévaluation a été moins importante que l'inflation donc l'évolution du taux de change « a freiné » la hausse des prix pendant que la compétitivité de l'économie s'est améliorée, même si cette amélioration ne se reflétait pas au niveau de tous les indicateurs de compétitivité

Le taux de change réel calculé à partir des prix de consommation et celui des prix industriels ont bougé plus ou moins ensemble entre 1995 et 2000.



5. Graphique -Taux de change réels (1995-2000)

Ces indices montrent une certaine dépréciation réelle de la monnaie en 1995, mais à partir de 1996 - à l'exception de 1998 -, la tendance était plutôt l'appréciation réelle du Forint. C'est conforme à la théorie économique, car le taux de change réel basé sur les prix de consommation doit s'apprécier pendant la transition à cause de l'effet Balassa-Samuelson.

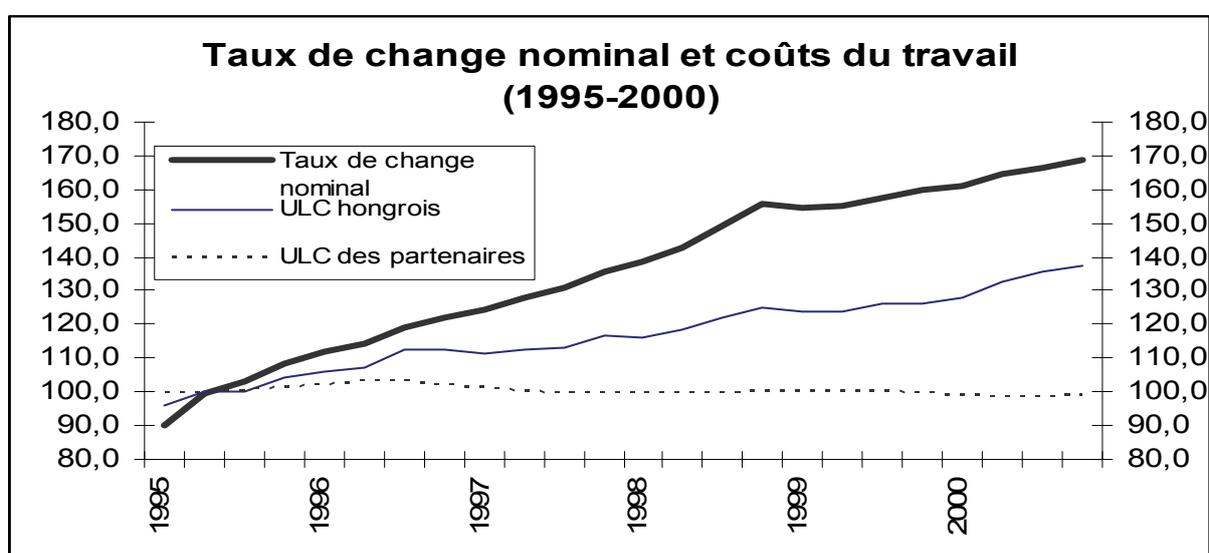
### 5. Tableau - Dévaluation et inflation en Hongrie 1995-2000

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dévaluation nominale	29,1	15,8	14,0	10,9	6,7	5,1
Inflation	28,2	23,6	18,3	14,3	10,0	9,8

Source : MNB

Par contre – et c’était le point central du programme de stabilisation de 1995 – la taux de change réel basé sur les coûts unitaires du travail s’est dépréciée de 30 pour cent entre le début de 1995 et la fin de 1998. Cette dépréciation était due aux facteurs suivants :

- la dépréciation nominale de la monnaie a atteint plus que 80 pour cent pendant ces quatre ans,
- la productivité du secteur manufacturier s’est améliorée considérablement<sup>208</sup>,
- la hausse des salaires nominaux est resté très limitée, surtout jusqu’à 1998.



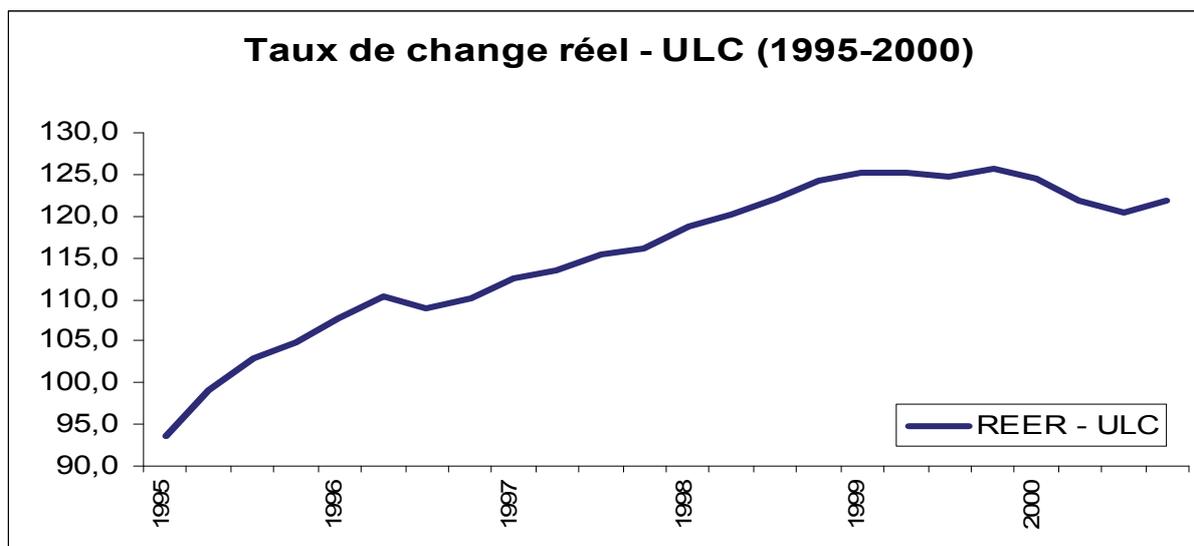
### 6. Graphique - Taux de change nominal et coûts de travail (1995-2000)

On peut voir sur le graphe que le taux de dévaluation de la monnaie nationale était toujours plus important que la hausse des salaires entre 1995 et 1998. Pendant cette période les coûts unitaires de travail sont restés plus ou moins constants dans les partenaires commerciaux les plus important de la Hongrie. C’est ainsi que le taux de change réel basé sur les coûts

<sup>208</sup> Selon les estimations de JAJAB –SZAPÁRY (1998) l’amélioration de la productivité a atteint plus que 10 pour cent par an entre 1993 et 1998.

unitaires de travail s'est déprécié après l'introduction du nouveau système de change. Cette période montre très bien que la politique de change ne peut fonctionner bien que si elle est accompagnée d'une politique macroéconomique adéquate.

Après 1998, la ligne représentant l'évolution des coûts du travail et celle du taux de change nominal devient parallèle, ce qui veut dire que l'amélioration de la compétitivité s'est arrêté après cette année et en 2000 il y avait une certaine appréciation réelle, donc une perte de compétitivité. C'est ce qu'on peut voir sur le graphe du taux de change réel aussi.



7. Graphique - Taux de change réel ULC (1995-2000)

Selon *Kovacs (2001)* la dépréciation de ce taux de change réel a reflété en grande partie l'augmentation massive de la productivité des facteurs de production et ainsi celle de la profitabilité et ce n'est qu'une partie moins importante qui peut être expliquée par la modification du ratio capital/travail. Le profit dans le secteur manufacturier a augmenté de 90 pour cent en termes réels entre 1995 et 1999, ce qui veut dire que si on prend en considération l'augmentation du stock de capital – étant 42 pour cent selon les estimations de *Kovacs (2001)* – le profit par unité du capital a augmenté de presque 50 pour cent.

#### *L'évolution de la balance commerciale (1996-2000)*

L'amélioration de la balance des paiements courants a continué en 1996 aussi, mais contrairement à 1995, cette année elle a été expliquée par l'augmentation du surplus de la balance des services et la réduction du déficit des revenus. La balance commerciale s'est

détériorée par rapport à l'année précédente, essentiellement à cause de la baisse du dynamique des exportations : en 1995 la hausse moyenne annuelle par mois des exportations a été de 60 pour cent, et une année plus tard le taux d'augmentation a baissé à 10 pour cent.

A partir de 1996, donc quand les statistiques ont commencé à enregistrer l'augmentation des transferts du profit détériorant la balance extérieure du pays, la question des investissements étrangers directs est devenue une question centrale de la vie politique et des milieux scientifiques.

Le lien entre les investissements étrangers directs et la balance des paiements est assez complexe : à part le financement du déficit extérieur et le transfert du profit, ces investissements influencent le volume, la dynamique et la direction des exportations et des importations aussi. En Hongrie ce sont les entreprises étrangères<sup>209</sup> qui réalisent la grande majorité – à peu près les trois quarts - des exportations industrielles du pays. Ces entreprises montrent une intensité d'exportations plus grande que les entreprises domestiques, ce qui convient aux expériences internationales : en 1996 les entreprises étrangères ont réalisé en moyen 40 pour cent de leurs chiffres d'affaires à l'étranger, bien que ce taux ne soit que 22 pour cent en ce qui concerne les entreprises domestiques.<sup>210</sup>

Mais en ce qui concerne les effets des investissements étrangers sur toute la balance commerciale, il ne faut pas oublier que ces entreprises étrangères ne sont pas que des grands exportateurs, mais elles sont parmi les plus grands importateurs aussi. Et c'est justement cela qui a causé le débat politique et scientifique de l'époque. En 1997, un institut hongrois<sup>211</sup> a analysé les statistiques commerciales et a publié une étude selon laquelle ce sont les entreprises étrangères qui sont les responsables pour la grande partie – plus que 90 pour cent - du déficit commercial du pays. Cette étude a été sévèrement critiquée par la grande majorité des économistes hongrois pour plusieurs raisons, avant tout car elle n'a pas pris en considération les difficultés au niveau de la mesure des parts effectives des entreprises domestiques et étrangères dans les importations du pays. De plus, pour pouvoir tirer des

---

<sup>209</sup> Il s'agit des entreprises résidentes en Hongrie avec des propriétaires majoritaires étrangères.

<sup>210</sup> Cette différence peut être expliquée par les facteurs suivants : les entreprises étrangères peuvent trouver plus facilement un financement pour les exportations, l'intensité capitaliste des entreprises étrangères est plus élevée en général que celle des entreprises domestiques, et le propriétaire étranger garantit assez souvent le marché étranger pour les marchandises de ses filiales. Pour plus de détails voir Andrea ÉLTETŐ (1999) et László ÁRVA (1997).

<sup>211</sup> Voir PRIVATIZÁCIÓS KUTATÓINTÉZET (1997)

conclusions correctes, il aurait fallu comparer les importations de la firme en question avant et après l'arrivée du capital étranger. Plusieurs experts ont souligné que pendant la première phase de leur fonctionnement, la balance commerciale des entreprises étrangères est presque obligatoirement déficitaire, car les exportations n'ont pas encore commencé et l'importation de la technologie moderne est juste un des avantages fondamentaux des investissements étrangers directs. Ce n'est qu'après un certain temps – on peut dire qu'à la deuxième phase du fonctionnement de ces firmes - que ces investissements commencent à améliorer la balance commerciale et ainsi la balance des paiements courants.<sup>212</sup>

Mais il y a une troisième phase aussi : les investissements deviennent profitables et les propriétaires étrangers transfèrent au moins une partie du profit produit aux actionnaires sous forme de dividende, donc ces firmes détériorent la balance extérieure au niveau des revenus. C'est justement cette troisième phase qui a commencé à se manifester au milieu des années 1990.

Les investissements étrangers directs ne sont pas indépendants de la politique de change du pays donné non plus, car les investisseurs internationaux doivent faire attention à l'évolution du taux de change et encore plus aux anticipations du taux de change à cause du transfert potentiel du profit. Selon les expériences, les investisseurs internationaux contribuant d'une façon considérable aux exportations du pays, prennent leurs décisions d'investissements entre autre en fonction de la crédibilité du système de change. Autrement dit, si le système de change est crédible et l'évolution du taux de change est prévisible, il y a plus de chance que les investisseurs étrangers choisissent le pays donné et ainsi les exportations peuvent augmenter.

En 1997 le déficit de la balance des paiements courants a continué à baisser, et cette baisse était particulièrement impressionnante cette année. Le déficit de la balance s'est réduit à moins que 600 millions d'euros, donc il a été presque divisé par deux par rapport à 1996. Une grande partie de cette amélioration est venue de la balance commerciale, car la différence des exportations et des importations n'a été que de 1,16 milliards d'euros. Le financement du déficit n'a pas causé de problèmes non plus, car 2,25 milliards d'euros sont entrés en tant qu'investissements directs dans le pays.

---

<sup>212</sup> Ici je ne parle pas des investissements étrangers directs qui ont été faits juste pour pouvoir contrôler le marché domestique.

En 1998 la balance des paiements courants a montré une détérioration considérable, dont les causes ont été les suivants :<sup>213</sup>

- Les crises asiatique et russe avaient des effets négatifs directs et indirects sur l'économie hongroise, notamment au niveau des possibilités d'exportation et de l'intensification de la concurrence des importations.
- La demande domestique – la consommation des ménages et les investissements des entreprises - a augmenté plus dynamiquement que les capacités domestiques, ce qui a contribué à la détérioration de la balance des paiements courants.
- Le transfert du profit des investisseurs étrangers a continué à augmenter et a atteint les 2 pour cent du PIB hongrois.<sup>214</sup> Cette tendance était prévisible, mais on peut supposer que le transfert a augmenté autant parce qu'à cause de la crise russe, les entreprises multinationales ont transféré plus de profit de leurs filiales hongroises pour contrebalancer les pertes qu'elles ont dû supporter dans les régions touchées profondément par la crise.

La crise asiatique n'avait que des effets directs limités sur l'économie réelle : les pays asiatiques concernés par la crise ne représentent que 2,5 pour cent des exportations hongroises. Mais il ne faut pas oublier que les pays de l'Union Européenne – les plus grands importateurs des produits hongrois – sont en relation plus étroite avec ces pays asiatiques : la part des importations venant de la région en crise représentent plus que 8 pour cent des importations européennes, donc les marchandises hongroises ont dû faire face à une concurrence plus importante à cause des dévaluations effectuées dans les pays touchés par la crise. Selon les estimations de la banque centrale hongroise 7 pour cent des produits hongrois sont en concurrence avec les marchandises asiatiques.

La crise russe avait des conséquences plus directes sur l'économie hongroise, car certains secteurs – surtout le secteur pharmaceutique - avaient des intérêts importants en Russie et le poids des produits russes dans les importations hongroises était significatif (10 pour cent). En

---

<sup>213</sup> MNB (1998a)

<sup>214</sup> En 1998 les investissements étrangers directs ont représenté déjà plus que 20 milliards de dollars. Voir MNB (1998a)

ce qui concerne les importations, il faut accentuer que les le pétrole et le gaz naturel, donc deux produits côtés en dollar, représentent 75 pour cent, ce qui veut dire que l'évolution du taux de change russe n'avait pas beaucoup d'effet en Hongrie<sup>215</sup>. Finalement les pays de l'Europe Centrale n'ont pas été touchés profondément par cette crise, ce qui peut être expliqué par le fait qu'en 1998 la grande partie de la transformation structurelle de ces économies a été déjà faite.<sup>216</sup>

Le poids des produits russes concernant les importations européennes est minimal<sup>217</sup>, donc l'intensification de la concurrence n'était pas typique après la crise russe. De plus les produits hongrois et russes ne sont pas des produits concurrentiels, car la Russie exporte avant tout du pétrole, du gaz naturel et des autres matières premières.

En 1998 le déficit de la balance des paiements courants a atteint presque 2 milliards d'euros, et il a été financé d'une part par les investissements directs, et d'autre part par l'émission des obligations d'État. La réduction de la balance nette des investissements directs a été causée par l'augmentation des investissements des entreprises résidentes, mais il ne faut pas oublier non plus que le processus de privatisation a été pratiquement terminé jusqu'à 1998.

En analysant l'évolution de la balance, il faut prendre en considération que 1998 était une année d'élection parlementaire en Hongrie. Une partie de l'augmentation de la demande domestique peut être sûrement expliquée par le cycle politique, et de plus les élections avaient leurs effets sur le financement du déficit extérieur aussi.

Aux premiers mois de l'année, le déficit de la balance a été financé par les investissements directs, mais autour des élections du mai, les investisseurs étrangers sont restés attentifs. Au troisième trimestre, donc à l'apogée de la crise russe, le déficit a été financé essentiellement par la baisse des réserves de la banque nationale, car le MNB a dû intervenir à la frontière faible de la bande d'intervention. A la fin de l'année les marchés se sont calmés et les réserves de la banque centrale ont été rechargées. En janvier les réserves officielles de la banque centrale ont atteint plus que 7 milliards d'euros et en mai elles ont dépassé 9 milliards d'euros. En quelques mois, à cause des interventions obligatoires, le niveau des réserves a baissé de 2

---

<sup>215</sup> MNB (1998b)

<sup>216</sup> Voir Kazunari OHASHI, Charlotte HONEBON: Experiences of three eastern European countries during the Russian crisis – an analysis of “contagion”.

<sup>217</sup> La part des importations européennes provenant de la Russie est 1,6 pour cent. Source : MNB

milliards d'euros, mais en décembre le MNB a disposé de nouveau de 8 milliards d'euros.

Après le changement du gouvernement, les anticipations concernant la balance intérieure et extérieure du pays ont été assez pessimistes<sup>218</sup>, mais finalement la situation économique du pays s'est stabilisée en 1999. Le déficit budgétaire n'a augmenté qu'à cause de la réforme du système de retraite<sup>219</sup>. Le déficit extérieur a été de 2,3 milliards d'euros, donc 300 millions d'euros de plus qu'en 1998. Mais si on prend en considération la croissance économique aussi, et on compare les déficits par rapport au PIB, on peut constater l'amélioration de l'équilibre extérieur : le déficit de 1998 a représenté 4,8 pour cent du PIB, celui de 1999 seulement 4,3 pour cent.

Pendant la première moitié de l'année, le déficit de la balance des paiements courants a montré une certaine détérioration, surtout à cause de la crise russe, dont certains effets ne se sont manifestés qu'en 1999<sup>220</sup>, du ralentissement de la conjoncture européenne, de la récession des pays de CEFTA et de la continuation de la guerre aux Balkans. Mais dans la deuxième moitié de 1999 le milieu international a changé en faveur de l'économie hongroise et la détérioration de la balance extérieure s'est arrêtée. Au total les déficits de la balance commerciale et des revenus ont baissé par rapport à l'année précédente. La baisse du déficit de la balance des revenus était expliquée avant tout par la baisse des dépenses liées à la dette du gouvernement et de la banque centrale : les autorités ont remboursé en avance les dettes de mauvaises conditions et le jugement du pays s'est amélioré aux marchés internationaux, qui a rendu possible le renouvellement de la dette avec de meilleures conditions, donc des taux d'intérêt moins élevés. Le transfert du profit des investisseurs étrangers n'a pas augmenté considérablement par rapport à l'année précédente et le déficit de la balance des paiements pouvait être financé par l'entrée des capitaux étrangers.<sup>221</sup>

---

<sup>218</sup> Au début de 1999 les experts ont calculé avec la réduction considérable de la demande internationale, la partie orientale et sous développée du pays a été touchée par des inondations importantes, la guerre dans les pays de l'ex-Yougoslavie est devenue de plus en plus intensive et le conflit entre le nouveau gouvernement et le président de la banque centrale a amoindri la confiance des investisseurs étrangers. Voir MNB (1999a).

<sup>219</sup> Le nouveau système de retraite hongrois est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1998. Selon les estimations de la banque centrale en 1999 le nouveau système a détérioré la balance du budget de 0,5 pour cent du PIB, contrairement à 1998 quand la détérioration n'a été que de 0,3 pour cent. Voir MNB (1999a).

<sup>220</sup> De plus il faut prendre en considération les effets de base, car la crise ne s'est éclatée qu'en août 1998.

<sup>221</sup> En 1999 on a enregistré une augmentation très importante au niveau des investissements étrangers directs dans le monde entier.

En 2000 le besoin du financement du pays a été déterminé par plusieurs facteurs différents. La croissance dynamique de l'économie hongroise avait comme conséquence l'augmentation de la demande domestique, mais le taux d'accroissement de l'absorption domestique est resté plus modéré que celui du PIB, donc ce sont les exportations qui sont restés le moteur de la croissance. Mais en même temps la hausse du prix du pétrole a augmenté les dépenses d'importations et a causé la détérioration de la balance commerciale. Le bilan de la balance des revenus n'a pas changé considérablement, et finalement le besoin du financement de l'économie a atteint 5,4 pour cent du PIB, dont 1,5 pour cent pouvait être expliqué par le changement des termes de change.<sup>222</sup> Le déficit de la balance des paiements courants a augmenté spectaculairement en termes nominaux par rapport à 1999. Le déficit extérieur du pays a été de 3,15 milliards d'euros représentant une détérioration de presque 1 milliards d'euros par rapport à l'année précédente.

La détérioration de la balance était due à l'accroissement dynamique des importations, et cette augmentation du déficit commercial n'a été que partiellement contrebalancée par l'amélioration de la balance des services, avant tout du tourisme. Les investisseurs étrangers sont restés relativement modérés au niveau du transfert du profit produit en Hongrie, donc cette fois-ci, cette ligne de la balance n'a pas causé des surprises négatives. Par contre, le financement du déficit extérieur était particulièrement problématique, car les investissements étrangers directs n'ont financé que moins que 8 pour cent du déficit.

On peut voir que l'équilibre extérieur du pays – étant dans une situation catastrophique en 1994 - s'est stabilisé après 1995, mais en même temps il faut souligner qu'à partir de 1998, l'année des élections parlementaires, le déficit des balances des paiements a commencé à agrandir considérablement. Pendant cette période entre 1995 et 2000 le déficit des balances des paiements hongrois a été déterminé essentiellement par la balance commerciale, mais – surtout à cause du tourisme – la balance des services aussi a joué un rôle significatif. L'importance du transfert des revenus, et avant tout le transfert du profit des investisseurs étranger, a augmenté tout au long de ces années, ce qui peut poser un problème, parce que c'est cette ligne de la balance des paiements qui est le plus difficilement prévisible.

Le financement du déficit n'a pas vraiment causé des difficultés jusqu'à 1998, car entre 1995

---

<sup>222</sup> MNB (2000a)

et 1997 – avant tout à cause de la privatisation massive - la valeur des investissements étrangers directs a dépassé le déficit extérieur. En 1998 et en 2000 ce n'était pas le cas, et la dernière année du millénaire précédent a montré des symptômes d'une crise de financement assez grave.

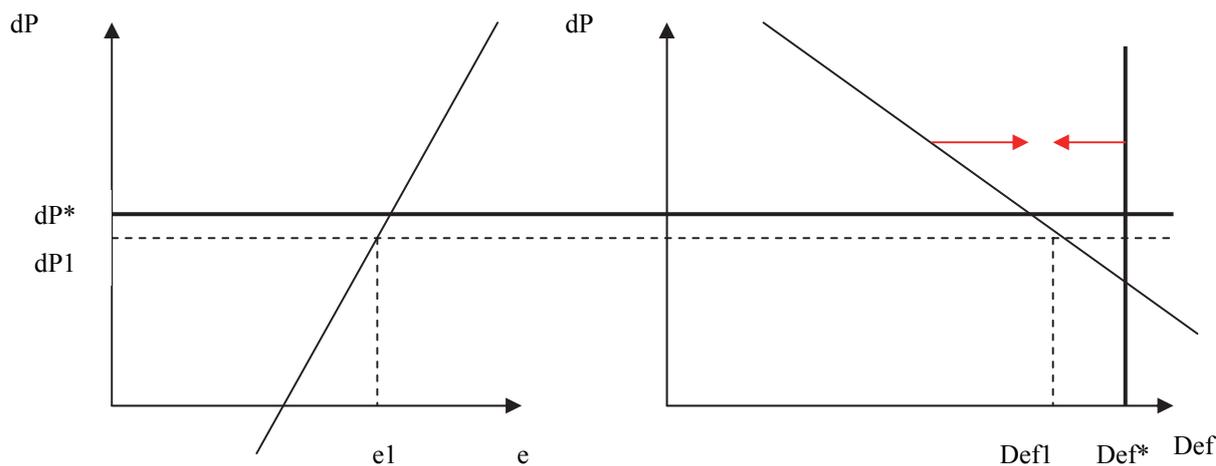
**6. Tableau - Balance des paiements courants et son financement entre 1995 et 2000**  
(En milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Balance commerciale</i>	-1,12	-1,33	-1,16	-1,68	-2,04	-3,18
<i>Services</i>	1,08	1,5	1,56	1,06	0,83	1,23
<i>Revenus</i>	-1,3	-1,08	-1,15	-1,56	-1,46	-1,54
<i>Revenus liés aux inv. Directs</i>	-0,15	-0,21	-0,42	-0,85	-0,85	-0,88
<i>Balance des paiements courants</i>	-1,24	-0,92	-0,58	-1,98	-2,30	-3,15
<i>Investissements étrangers directs</i>	3,49	1,77	2,25	1,33	2,48	0,25
<i>Réserves de la banque centrale à la fin de l'année</i>	9,37	7,85	7,64	8,01	10,87	12,06

Source : MNB

### **Le régime de change à la parité glissante au modèle DI**

Pendant la période de l'ajustement les deux grands défis de la politique de change sont la déplacement de la droite de contrainte à droite et celui de la droite de financement à gauche.



### 30. Les deux défis de la phase d'ajustement

Le déplacement des deux droites signifie que sans intervention des autorités le déficit atteint le niveau considéré excessif par les investisseurs. Pour cette raison les autorités doivent essayer de contrebalancer le mouvement des deux droites. Certains facteurs résultant le déplacement sont indépendants des autorités politiques: en ce qui concerne la droite de contrainte c'est le cas de la perte des marchés ou de l'insolvabilité des partenaires commerciaux, pour la droite de financement c'est le cas des crises de financement des autres pays. Mais pour toutes les deux droites il y a des facteurs qui peuvent être influencés par l'État: par exemple la baisse du déficit public pour la droite de contrainte et l'amélioration de la crédibilité pour la droite de financement.

On suppose que la politique de change dépend en général des préférences des autorités: si elles décident de baisser l'inflation, elles peuvent le faire, le seul coût à payer est l'augmentation du déficit commercial et vice versa. Mais la situation change si l'économie s'approche des droites de contrainte (celle d'inflation et de déficit) – les possibilités des autorités se rétrécissent car il n'est pas possible d'augmenter le déficit et l'inflation non-plus au-delà d'un niveau donné.

En ce qui concerne l'inflation, ce niveau est déterminé politiquement<sup>223</sup> et si l'inflation dépasse ce niveau, les autorités doivent payer les coûts politiques d'une telle décision (sous forme de la perte des votes). Pour le déficit commercial les coûts à payer sont différents: si le déficit dépasse le niveau considéré soutenable par les investisseurs finançant le déficit, le

<sup>223</sup> On suppose que l'inflation est loin du niveau de l'hyperinflation.

financement disparaît et le pays se trouve en situation de faillite. Les autorités ont toujours la possibilité de choisir entre la politique de change favorisant le commerce, et celle rendant possible la désinflation, et la décision doit être basée sur les coûts respectifs. Si l'accélération de l'inflation a des coûts moindres que le non-financement du déficit extérieur, les autorités vont suivre une politique de dévaluation, et si les coûts associés au non-financement sont plus modestes, la politique d'appréciation peut être le choix rationnel. Il faut voir que les coûts de ces décisions ne sont pas facilement quantifiables, donc il s'agit avant tout des coûts subjectifs du point de vue des autorités.

S'il ne s'agit pas d'une inflation extrêmement élevée, on peut supposer que l'inflation est moins coûteuse que la faillite de l'économie ce qui signifie que la décision rationnelle des autorités est d'assurer le financement de l'économie même si l'inflation s'accélère – et même si elle dépasse un niveau considéré politiquement sensible.

Une telle politique de change peut assurer le financement de l'économie même si la perte des marchés continue et si elle est crédible (donc si elle est capable de modifier les anticipations des agents économiques) elle peut résoudre le problème de non-crédibilité de la politique économique et mettre fin à la spéculation aussi.

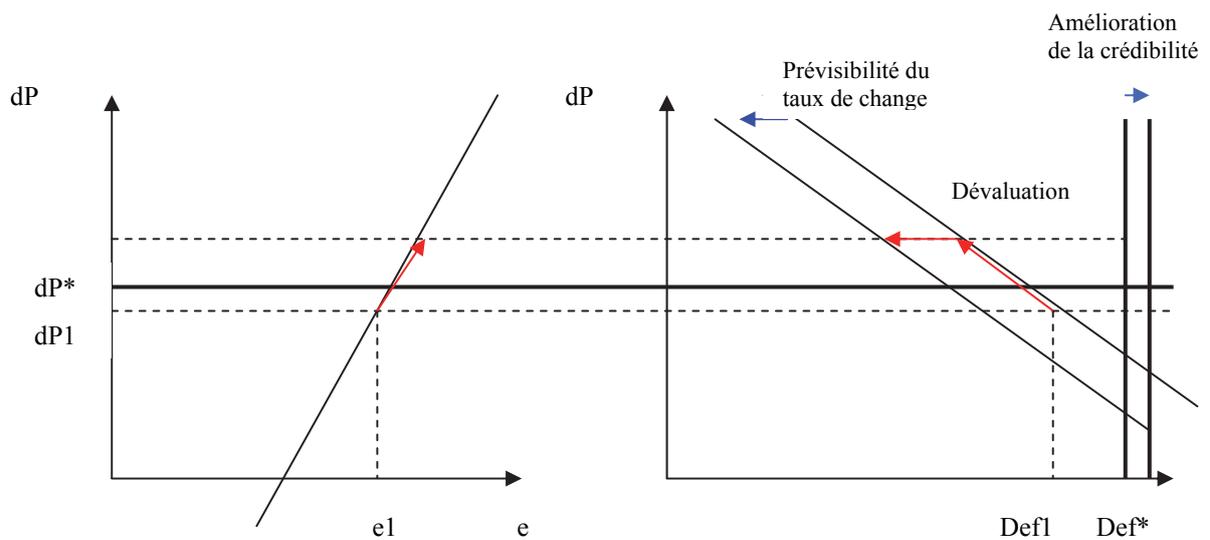
On peut voir que la politique de change ne peut pas résoudre tous les problèmes de la politique économique, surtout s'il s'agit d'une période de transition radicale.<sup>224</sup> Si l'objectif primordial des autorités politiques est d'éviter la faillite de l'économie (donc de ne pas atteindre le déficit considéré « in finançable » par les investisseurs) la politique de change doit focaliser son attention sur trois facteurs:

- la compétitivité de l'économie à la place de l'inflation ce qui nécessite la *dévaluation* de la monnaie,
- la *prévisibilité* et la stabilité du taux de change ce qui met fin à la spéculation,
- et la *crédibilité* de la gestion de la politique menée ce qui améliore les anticipations des investisseurs et ainsi augmente le niveau de déficit considéré soutenable.

---

<sup>224</sup>

La restructuration de l'économie entière peut être considérée en tant qu'une transition radicale.

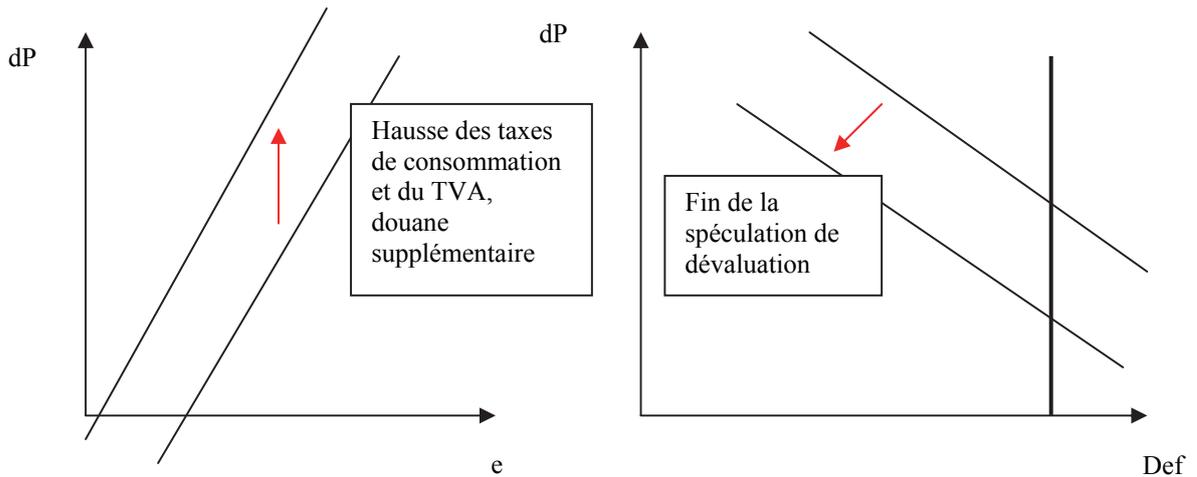


31. Le régime de change à la parité glissante

### La période 1995-2001 au modèle DI

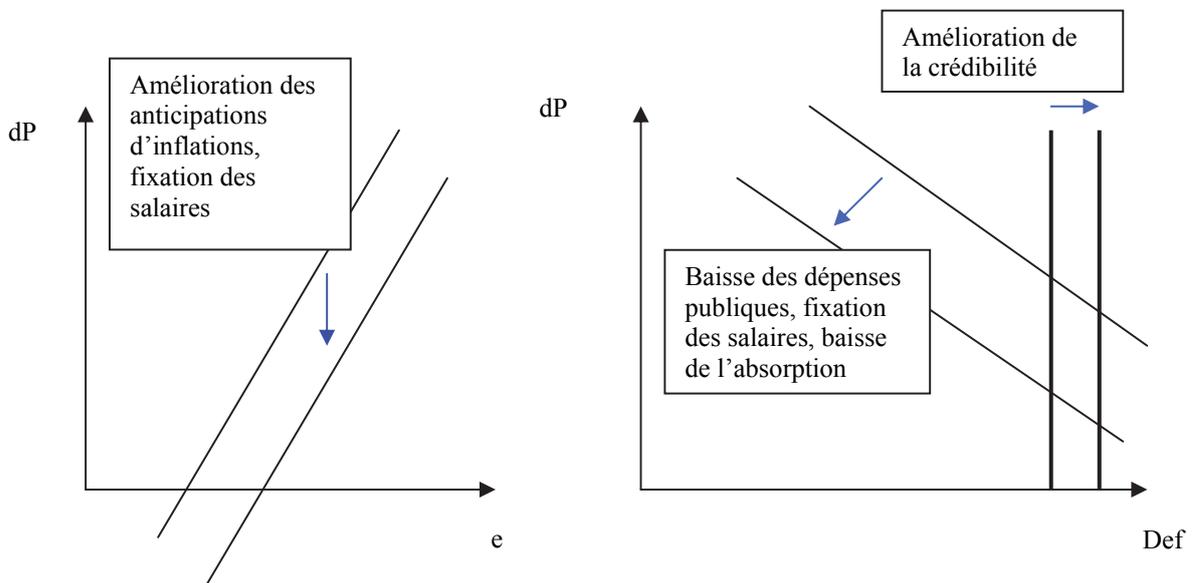
La stabilisation de 1995 a déplacé la droite „inflation-taux de change” et la droite de contrainte de la politique de change et la droite de financement aussi. Les différents effets ne se montrent pas ensemble, car il y a des effets à court et à long terme.

Les effets de court terme sont ceux qui sont causés par l’augmentation des taxes de consommation et de TVA, l’introduction d’une douane supplémentaire, les dévaluations du taux de change nominal et la fin de la spéculation.



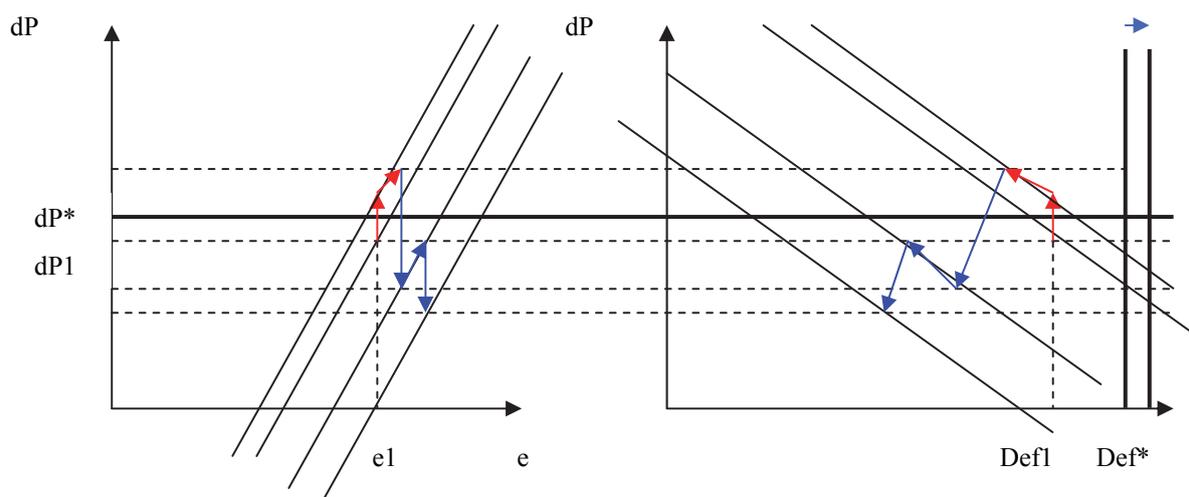
### 32. Les effets à court terme de la stabilisation de 1995

Les effets à long terme par contre proviennent de la baisse des dépenses publiques, de la fixation des salaires nominaux, l'amélioration de la crédibilité de la politique de change, celle de la prévisibilité du taux de change et celle des anticipations d'inflation (canalisées par le taux de change nominal dans le système de parité glissante).



### 33. Les effets à long terme de la stabilisation de 1995

Les effets de la stabilisation de 1995 peuvent être représentés ainsi (les flèches rouges représentent les effets immédiats, les flèches bleues les effets à long terme):



### 34. La structure de la politique de stabilisation de 1995

L'économie hongroise a été caractérisé par les points  $(e1, dP1)$  et  $(Def1, dP1)$ . La stabilisation de 1995 a causé la hausse immédiate des prix (hausse des taxes et des prix régulés, introduction d'une douane supplémentaire de 8 pour cent) ce qui a été suivi de la dévaluation immédiate de la monnaie de 9 pour cent de l'introduction d'un système de change dévaluant quotidiennement le taux de change nominal. Parallèlement avec cela, les autorités ont atteint une restriction importante de la demande domestiques (baisse des dépenses publiques, baisse des salaires réels) ce qui a contribué à l'amélioration de la balance commerciale. A cause de ces mesures, la spéculation de dévaluation des années 1992-1994 est disparue (causant ainsi la baisse du déficit commercial) et la crédibilité de la politique économique s'est améliorée (déplaçant la droite de financement vers la droite). Le coût de ces mesures a été la baisse significative de la consommation des ménages et du revenu national pendant que l'inflation s'est accéléré et a dépassé le niveau de 30 pour cent en 1995.

Il se voit sur le modèle que les points importants en ce qui concerne le succès à long terme de cette politique sont les suivants:

- la baisse des anticipations d'inflation rendant possible la baisse de l'inflation bien que la monnaie nationale se soit dévaluée,
- les importations et les exportations sont au moins en partie autonomes, donc elles ne sont pas interdépendantes: la pente de la droite de contrainte est négative suggérant qu'il est possible d'améliorer la compétitivité et ainsi la balance commerciale à l'aide de la modification du taux de change nominal,

- la politique des revenus et la politique budgétaire sont restrictives rendant possible l'amélioration de la balance commerciale et la baisse de l'inflation à long terme aussi,
- il n'y a aucun facteur macroéconomique ayant comme effet la hausse des importations autonomes.

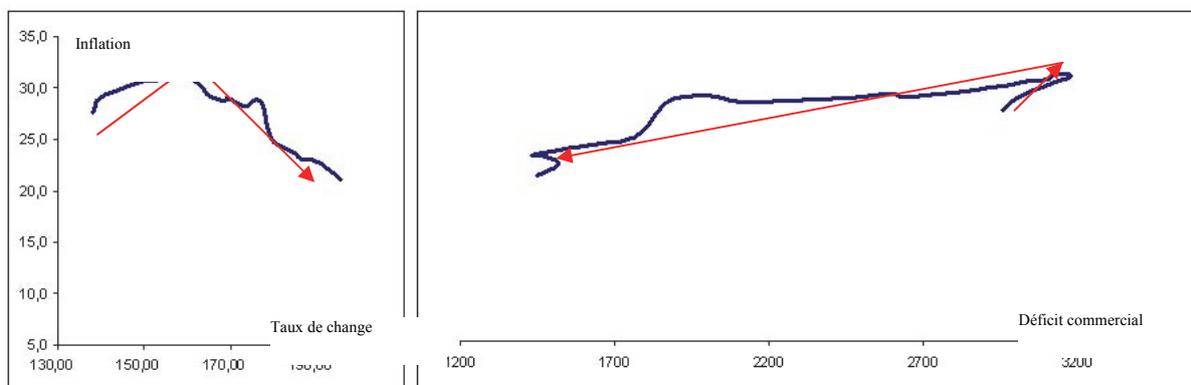
Les problèmes liés à la stabilisation proviennent justement des ces facteurs expliquant le succès d'un tel système et ces problèmes influent fortement sur le système de change et la gestion de la politique de change aussi.

Un des points forts de la parité glissante est la prévisibilité du taux de change nominal ce qui signifie que la politique monétaire n'a pas la possibilité d'intervenir au niveau du taux de change si à cause de la perte de compétitivité la balance commerciale se détériore.

L'évolution du taux de change est déterminée en avance donc la politique de change ne peut pas être modifiée même si l'environnement macroéconomique change. Supposons par exemple que la consommation des ménages ou l'investissement des firmes augmentent: comme il s'agit d'une petite économie ouverte, ces changements vont provoquer l'augmentation significative des importations (autonomes à court terme) et du déficit commercial bien que l'évolution du taux de change nominal soit fixée.

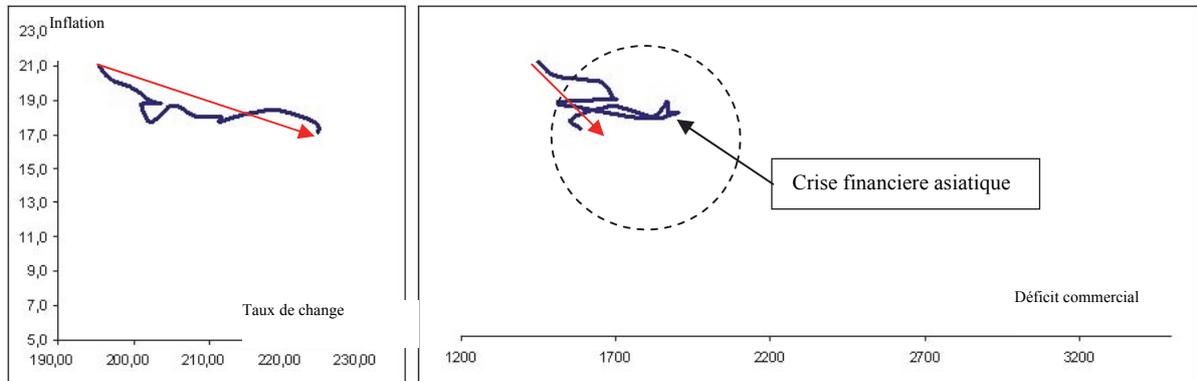
En ce qui concerne les années de la stabilisation hongroise, il faut distinguer trois périodes:

- Mars 1995 - été 1996: la croissance économique ralentit et les mesures de stabilisation augmente l'inflation et baisse significativement le déficit commercial.



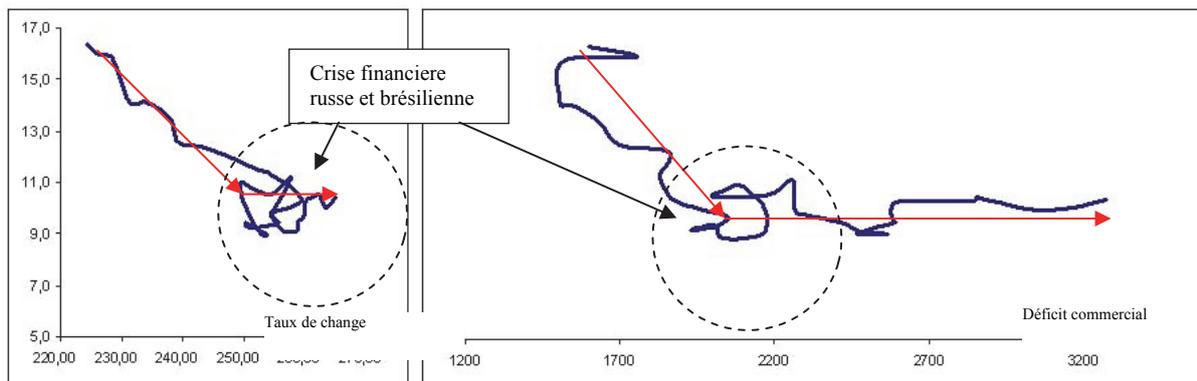
2. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (mars 1995 – aout 1996)

- Été 1996 – fin de 1997: la croissance économique s'accélère, surtout à cause de l'augmentation des investissements privés et celle du déficit budgétaire ce qui met fin à l'amélioration de la balance commerciale, mais la désinflation continue.



3. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (septembre 1996 – 1997)

- 1998 – fin de 2000: la croissance économique atteint un niveau dynamique, les salaires et les investissements augmentent, l'économie hongroise perd des positions de marché à cause de la crise financière russe.

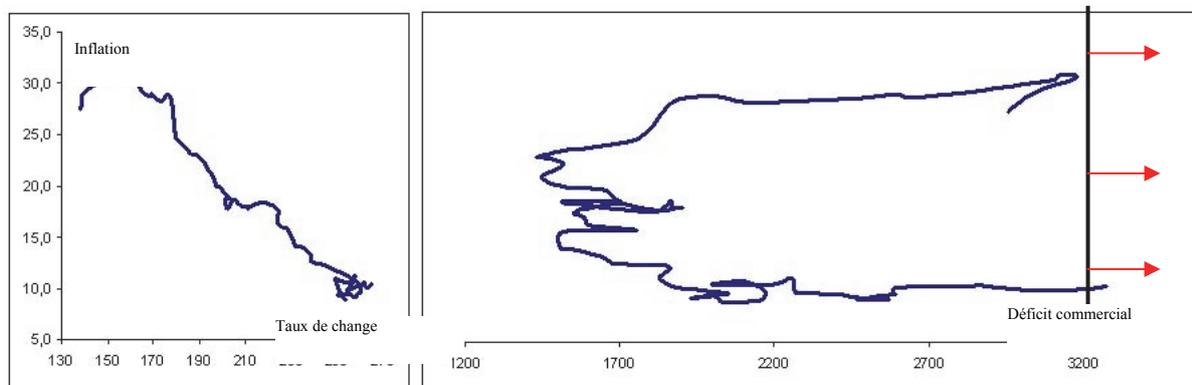


4. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (1998 – 2000)

Il y avait des périodes quand les courbes ne suivent pas la logique de modèle (encadrés en rouges) – en fait ce sont des périodes de turbulence de marché: la crise financière et bancaire asiatique qui s'est amplifiée à la fin de 1997 et la crise financière russe qui a culminé en 1998 et avait des effets sur l'économie hongroise même au début de 1999.

Il est intéressant de voir que le niveau culminé du déficit commercial a été pratiquement le même en 2000 qu'en 1995 – en prenant compte bien sur la croissance économique de ces années. Mais en 2000 le pays ne connaissait pas une crise de financement dont il était très proche en 1995: l'explication doit provenir du déplacement de la droite de financement causé

d'une part par l'augmentation de la crédibilité de la politique économique et de change de la Hongrie, et d'autre part par la modération de l'aversion au risque des investisseurs au niveau international.



5. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (mars 1995 – 2000)

En conclusion on peut dire que la période de la parité glissante peut être considérée en tant qu'une période de succès: le taux d'inflation s'est modéré considérablement, le déficit commercial a baissé, la crédibilité de la politique économique s'est améliorée et ainsi le risque de faillite est pratiquement disparu. En même temps il faut avouer que vers 2000-2001 le système a déjà montré des „signes de fatigue”. Le déficit commercial a commencé à augmenter et le taux d'inflation s'est stabilisé vers 10 pour cent – un niveau bien au-delà du niveau soutenable et représentant la stabilité des prix.

Les expériences de cette période montrent que la politique de change a des effets sur la balance commerciale et l'équilibre extérieur, mais l'évolution du solde commercial est avant tout une question macroéconomique. La politique de change ne peut que modifier graduellement et à court terme le niveau du déficit commercial. Cette possibilité de modification peut être très importante car au niveau de la canalisation des anticipations le taux de change joue un rôle significatif donc la politique de change a une importance particulière justement au niveau institutionnel de l'économie.

## SECTION 4.

### ***La période du ciblage de l'inflation (2001-2009)***

En 2001 donc une année avant les élections parlementaires la politique économique a été modifiée, y compris le système de la politique monétaire. L'objectif des autorités a été l'accélération de la désinflation par une politique monétaire restrictive et l'appréciation de la monnaie nationale. Entre 2001 et 2003 cet objectif est resté prioritaire, mais après 2003 la politique de surévaluation a été rejetée même si officiellement le ciblage d'inflation soit resté le cadre de la politique monétaire.

La période 2001-2003 a montré très bien que les vrais problèmes se présentent quand les autorités monétaires ne prennent pas en considération les conséquences commerciales de leurs actions. Il ne s'agit pas obligatoirement des conséquences macroéconomiques, mais plutôt de l'aspect institutionnel et politico-économique car les groupes d'influence contre-intéressés peuvent se mobiliser pour changer la gestion de la politique économique et s'ils sont suffisamment influents, la banque centrale doit se retirer malgré son indépendance garantie dans la législation.

### **L'évolution de la vie politique**

En 2001 le gouvernement a essayé de consolider sa position ce qui a fait que la grande partie de l'année a été occupée par des gestes et des actions politiques symboliques (la Hongrie a même déclaré de vouloir déposer la candidature pour les jeux olympiques de 2012) – après le 11 septembre la consolidation a été accompagnée d'une tendance visant la stabilisation sociale. Par conséquent Fidesz a récupéré une grande partie de ses votes perdus, et le parti étant devenu la force majeure de la droite a dépassé les 40 pour cent selon les sondages.

En 2001 la politique monétaire hongroise a été transformée significativement. Selon la banque centrale la transformation a eu lieu à cause de la nécessité de la harmonisation européenne et du ralentissement du processus de désinflation.<sup>225</sup> En 1999, l'objectif de compétitivité de la politique de change risquait de plus en plus de se heurter à celui de la politique en matière

---

<sup>225</sup> MNB (2001a)

d'inflation. Les modifications du taux de change et la politique monétaire en 2000 ont permis une appréciation significative de la monnaie nationale, atténuant ainsi les pressions inflationnistes importées. Les éléments les plus importants de la transformation étaient les suivants :

- la nouvelle loi sur la banque centrale a fixé la stabilité des prix comme objectif final de la politique monétaire, et a renforcé l'indépendance de l'autorité monétaire,
- un nouveau système de change, conforme au système monétaire européen (ERM II), a été introduit en accord avec le gouvernement,<sup>226</sup>
- le 3 mai 2001, le gouvernement et la banque centrale a élargi la bande d'intervention à +/-15 pour cent en gardant le système de change à parité glissante, qui n'a été supprimé que le 1er octobre 2001,<sup>227</sup>
- la monnaie nationale est devenue complètement convertible,
- la banque nationale a adopté une politique monétaire de ciblage de l'inflation selon laquelle l'autorité monétaire annonce en avance de 18-24 mois le taux d'inflation ciblé,
- les responsables de la banque centrale et du gouvernement ont opté pour l'adhésion la plus rapide possible<sup>228</sup> au système monétaire européen.

La transformation de la politique monétaire peut être expliquée par le changement fondamental de la conception des responsables concernant les possibilités et les tâches de la politique monétaire. Le système de change à parité glissante introduit en 1995 avait deux objectifs - l'amélioration de la compétitivité de l'économie et la baisse du taux d'inflation – mais la réalisation de la politique a indiqué que l'objectif prioritaire était plutôt celui lié à la compétitivité et à l'équilibre extérieur. Cela peut être compréhensible si on prend en considération la situation macroéconomique de 1994-1995, car à cette époque c'est la gestion des déséquilibres intérieur et extérieur qui était le problème le plus important et le plus urgent de la politique économique.

---

<sup>226</sup> L'indépendance de la banque centrale a été renforcée par la nouvelle loi sur la banque centrale, mais la détermination du système de change est resté la compétence partagée de la banque centrale et du gouvernement.

<sup>227</sup> Pour plus de détails voir MKIK Gazdasag- es Vallalkozaselemzesi KHT (2001)

<sup>228</sup> Selon une étude faite à la banque centrale la première année quand la Hongrie a la possibilité théorique de s'adhérer au système monétaire européen est 2007, ce qui voulait dire que les critères de Maastricht doivent être satisfaits en 2004-2005. Voir MNB (2001c) En 2003 la date ciblée des autorités a été modifiée pour 2010-2011.

En 2001, malgré l'aggravation de l'équilibre extérieur du pays en 2000<sup>229</sup>, c'est la désinflation qui est devenue la priorité de la politique monétaire.<sup>230</sup> Le système de change à parité glissante a contribué efficacement à la désinflation jusqu'à 1999, mais au milieu de cette année la baisse du taux d'inflation s'est arrêtée et l'indice des prix est resté autour de 10 pour cent pendant deux ans. Le ralentissement de la désinflation était causé essentiellement par des facteurs indépendants de la politique monétaire<sup>231</sup>, mais à cause de cette stagnation l'inertie inflationniste est aussi apparue surtout au niveau de salaires et des anticipations en général. Comme l'inertie rend plus chère la désinflation, la banque centrale a opté pour une politique monétaire et un système de change qui peut canaliser et calmer les anticipations des agents économiques.

Dans le nouveau système, la banque centrale ne focalise son attention que sur son objectif final, donc sur la stabilité des prix. Selon la 3. § (2) de la loi sur la banque centrale, le MNB doit supporter la politique économique du gouvernement *si et seulement si* ce support ne met pas en danger la réalisation de son objectif final.

Officiellement l'objectif final de la politique monétaire était le même entre 1995 et 2000 aussi, mais en réalité, la banque centrale a formé sa politique plutôt en prenant en considération l'équilibre extérieur du pays. La nouvelle direction de la banque centrale<sup>232</sup> a exprimé son avis plusieurs fois sur la politique monétaire selon lequel la banque centrale n'avait pas les moyens d'influencer l'économie réelle et ce n'est qu'en assurant la stabilité des prix qu'elle peut contribuer à la croissance économique du pays.<sup>233</sup> La hiérarchie de la politique monétaire a été modifiée aussi, car à la place du taux de change nominal c'est le pronostique d'inflation qui est devenu l'objectif intermédiaire de la banque centrale. Ce pronostique peut être l'objectif intermédiaire, car il est un variable économique qui est en

---

<sup>229</sup> Il faut noter que la banque centrale a changé sa méthodologie concernant la mesure du déficit de la balance des paiements courants en 2003. Ça veut dire qu'en 2001 les autorités n'ont pas disposé des mêmes statistiques que j'utilise dans mon mémoire. Selon la méthodologie ancienne le déficit de la balance des paiements courants n'était que 1,434 milliards d'euros, donc 1,7 milliards d'euros de moins que le déficit selon la nouvelle méthodologie.

<sup>230</sup> A partir de 2001 il n'y a pas de chapitre consacré à l'équilibre extérieur dans les rapports annuels de la banque centrale. Ce n'est qu'un détail, mais il montre bien le changement de conception de l'autorité monétaire. Voir MNB (1989a-2003a).

<sup>231</sup> Il s'agit avant tout de la hausse du prix de l'énergie.

<sup>232</sup> M. Suranyi a été remplacé à la tête de la banque centrale hongroise en 2001 par Zsigmond Jarai, ministre des finances du gouvernement de droite ayant gagné les élections en 1998.

<sup>233</sup> Voir MNB (2002b).

relation relativement étroite avec l'objectif final et peut être manipulé par les instruments de la politique monétaire. Depuis 2001 le principal instrument de la politique monétaire est le taux de rémunération des dépôts à deux semaines effectués par la banque centrale.<sup>234</sup>

### **Le ciblage de l'inflation**

Théoriquement les décisions monétaires – essentiellement les décisions du taux d'intérêt – sont prises quand la réalisation du taux d'inflation ciblé est en danger, et seulement dans ce cas là. Les décisions sont basées sur les conclusions des reportages sur l'inflation publiés quatre fois par an.

La crédibilité et la prévisibilité de la politique monétaire sont assurées par ce mécanisme de décision, et c'est ainsi que le pronostique d'inflation de la banque centrale peut être considéré comme un objectif intermédiaire et une ancre nominale influençant les anticipations des agents. Dans les systèmes du ciblage de l'inflation la communication de la banque centrale a une importance particulière, car les effets des décisions monétaires ne se manifestent qu'après un certain temps. Selon les estimations de la banque centrale il faut environ 12 mois pour qu'une appréciation du cours de change produise environ 40 pour cent de ses effets en termes de désinflation des prix des produits échangés, et 24 mois pour qu'elle agisse à 60 pour cent.<sup>235</sup>

Dans le système de change à parité glissante la banque centrale n'avait que des possibilités très limitées au niveau de l'évolution du taux de change et du taux d'intérêt. Avec l'élargissement de la bande d'intervention l'autorité monétaire est devenue moins dépendante du milieu international en ce qui concerne sa politique du taux d'intérêt et le taux de change est déterminé par la demande et l'offre à l'intérieur de la bande. En Hongrie – à cause du niveau relativement bas de l'endettement des ménages et des entreprises, et du pourcentage élevé des dettes en devise en ce qui concerne les entreprises – la politique du taux d'intérêt n'a pas beaucoup d'effet direct sur l'inflation. C'est en influençant l'entrée des capitaux et ainsi le taux de change qu'elle joue un rôle important.<sup>236</sup>

<sup>234</sup> OCDE (2002): Etudes économiques de l'OCDE 2001-2002. Hongrie

<sup>235</sup> *Ibidem.*

<sup>236</sup> MNB (2001a)

Comme le ciblage d'inflation utilise activement la politique monétaire, ce système entraîne l'augmentation de la volatilité du taux de change (la prévisibilité du taux était un des grands avantages du système existant entre 1995 et 2000). Il est pourtant vrai que l'inflation est devenue plus prévisible avec la nouvelle politique de ciblage de l'inflation.

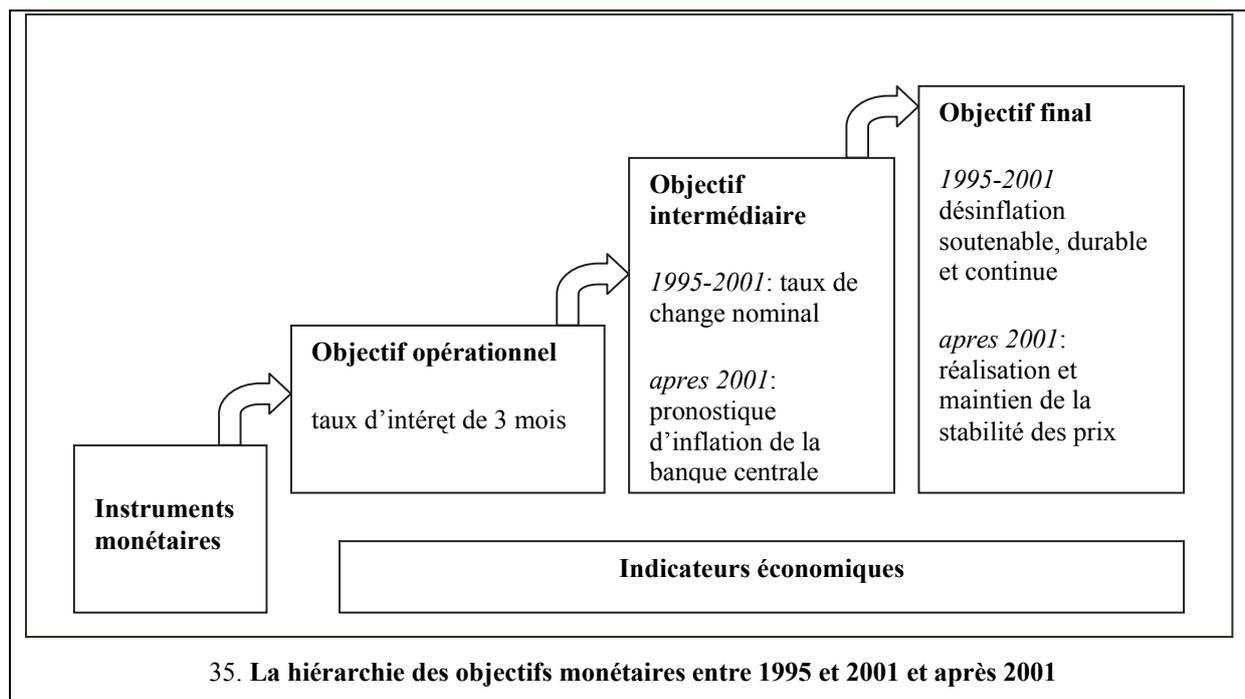
Le ciblage de l'inflation est une politique monétaire qui a été utilisée dans plusieurs pays, mais il y avait des différences au niveau de la pratique d'un pays à l'autre. Dans certains cas les autorités monétaires ont visé un taux d'inflation bien précis, dans d'autres une bande autour d'un taux central. Cibler un taux précis est mieux au niveau de la canalisation des anticipations, mais il ne faut pas oublier que la politique monétaire n'est pas capable de déterminer le taux d'inflation, car il y a des facteurs non influençables pas les instruments monétaires, donc cibler une bande est plus crédible. D'habitude la bande est de +/- 1 pour cent autour du taux d'inflation central du ciblage.

A cause des limites de la politique monétaire en ce qui concerne la détermination et la canalisation de l'inflation, il n'est pas évident non plus quel indice faut-il choisir à cibler. Dans la majorité des cas les autorités monétaires choisissent entre l'indice des prix de consommation, car c'est un indice dont l'évolution est très facilement observable pour les agents et l'indice de base, qui est moins connu devant le public, mais plus influençable par la politique monétaire.<sup>237</sup> En Hongrie les autorités ont choisi l'indice annuel des prix de consommation de décembre de chaque année avec une bande de +/- 1 pour cent autour du taux d'inflation central du ciblage.

---

<sup>237</sup>

MNB (2002b)



En 2002 les élections parlementaires et surtout le résultat de ces élections ont bouleversé la vie de la Hongrie. Au début de l'année le gouvernement a semblé de rester au pouvoir sans beaucoup de soucis, mais finalement le parti socialiste et son allié libéral ont gagné les élections – ce qui a donné naissance à une vie politique très confrontative pendant deux cycles gouvernementaux.

Au niveau budgétaire la campagne électorale a coûté cher car les deux grands partis ont essayé de gagner en promettant plus que l'autre – ce qui a fait que le gouvernement de gauche sous la direction de *Péter Medgyessy* (l'ancien ministre des finances entre 1996 et 1998) a augmenté les dépenses budgétaires sans contrebalancer cette augmentation au niveau des recettes. Le gouvernement a accepté des décisions absolument sans financement pendant les cent premiers jours: dans le secteur public le salaire a augmenté de 50 pour cent, le taxe sur le salaire minimale a été supprimé et la somme des subventions familiales a été aussi augmenté significativement.

La hausse des dépenses publiques a été renforcé par la baisse de la popularité du premier ministre aussi, causée par le scandale selon lequel le premier ministre a travaillé en tant qu'un agent secret pendant l'époque communiste, juste avant le changement de régime – Péter Medgyessy a essayé de regagner sa popularité avec des décisions populistes, ce qui a poussé

le déficit vers les niveaux inconnus depuis des décennies. La croissance économique a ralenti même malgré l'augmentation des dépenses et la hausse spectaculaire des revenus.

En 2003 le premier ministre a perdu encore plus des ses supporteurs, l'indice de popularité du ministre des finances a baissé de 18 points, et le parti socialiste a aussi perdu des positions: en janvier l'avantage des socialistes a été de 15 pour cent face à l'opposition, en décembre la popularité de Fidesz a dépassé celle du parti gouvernemental. Ce changement a été le résultat de plusieurs facteurs, parmi lesquels les plus importants ont été les suivants:

- il n'a pas été possible de tenir les promesses populistes de la campagne électorale sans mettre en danger la crédibilité de la politique économique étant importante pour les investisseurs étrangers,
- l'évolution de l'environnement macroéconomique a été pire que les années précédentes ce qui se reflétait dans la volatilité accrue du taux de change et du taux d'intérêt,
- en été un scandale de corruption a été à la une des journaux et plusieurs hommes politiques et d'affaires proches du gouvernement ont été impliqués – ce scandale est devenu le symbole de la corruption de l'élite politique, cette affaire a été semblable à *l'affaire Tocsik* de 1996.

En mai le FMI a lancé une critique très sévère concernant la politique économique du gouvernement, la hausse du déficit extérieur et la détérioration de la compétitivité des producteurs hongrois.

En été le conflit du président de la banque centrale (ancien ministre des finances du gouvernement de droite) a résulté la modification de la politique de change, la parité centrale de la bande d'intervention a été dévaluée – la réaction de la monnaie nationale était la réaction excessive du taux de change, le forint s'est déprécié significativement. C'est en 2003 que l'endettement en devise étrangère des ménages a commencé (car le gouvernement a mis fin aux programmes de crédit préférentiels du gouvernement précédent) donc la dévaluation n'a pas encore concerné les ménages, mais cela ne va pas être le cas quelques années plus tard – il s'agit de l'apparition secrète d'une des contraintes institutionnelles les plus importantes de la politique monétaire hongroise représentant même en 2010 un des défis majeur de la politique économique.

En 2004 la Hongrie est devenu membre de l'Union Européenne mais les problèmes économiques sont devenus encore plus évidents: la croissance économique n'a pas pu prendre de vitesse, l'équilibre intérieur et extérieur s'est détérioré et l'endettement a aussi augmenté. L'opposition a gagné les élections européennes et l'augmentation des dettes a été un des messages-clés de Fidesz pendant la campagne électorale ce qui montre l'importance croissante des questions économiques dans la vie de tous les jours.

Le ministre des finances a été changé déjà en janvier, un technocrate a été remplacé par un ancien bureaucrate du parti socialiste. La grande transformation du gouvernement est arrivé en août quand le premier ministre a essayé de se confronter avec le parti libéral, mais finalement c'est lui-même qui a dû quitter sa position. Son successeur a été *Ferenc Gyurcsány*, un ancien activiste du parti communiste étant devenu un homme d'affaires riche qui a dirigé le ministère du sport au gouvernement Medgyessy – et qui a pris la position de son supérieur.

En quelques mois Ferenc Gyurcsány est devenu un des hommes politiques les plus populaires du pays. En décembre un referendum a été organisé sur la double nationalité des minorités hongroises dans les pays voisins – il s'agit surtout des Hongrois vivant en Roumanie, en Slovaquie, en Serbie et en Ukraine. L'opposition a essayé de mobiliser ses sympathisants pour supporter cette proposition, mais comme le taux de participation est resté trop faible, le plébiscite pouvait être considéré en tant qu'une victoire personnelle du premier ministre – même si c'est à cause de cette campagne contre les minorités hongroises que Ferenc Gyurcsány est devenu l'homme politique le plus rejeté des électeurs de l'opposition.

En 2005 si les élections n'étaient pas encore vraiment proches, mais la vie politique a été dominée par un certain sentiment de campagne – les deux camps politiques et surtout les deux chefs politiques se sont confrontés quotidiennement. Le conflit s'est intensifié quand les partis gouvernementaux n'étaient pas capable de trouver un candidat de compromis pour l'élection du président de la république et le candidat soutenu par l'opposition, *László Sólyom* est devenu le chef d'État. C'était aussi l'année quand Ferenc Gyurcsány a unifié les électeurs socialistes et libéraux et Viktor Orbán est devenu le seul dirigeant de l'opposition – donc quand la vie politique est devenue un duel entre ces deux personnes. A la fin de l'année la popularité des deux camps était coude-a-coude.

La situation économique a déjà commencé à montrer des signes négatifs, en octobre même la Commission Européenne a averti le gouvernement de comptabiliser correctement les investissements d'infrastructure (notamment les coûts de la construction des autoroutes) ce qui a poussé vers le haut le déficit budgétaire déjà assez élevé. L'avertissement de Bruxelles signifiait d'une part que le déficit sera à un niveau plus élevé les prochaines années, et d'autre part il a montré que la réforme de l'État et l'économie est nécessaire et inévitable – même à court terme. La position budgétaire a été améliorée en décembre par l'arrivée de plus que 460 milliards de forint de la part des acheteurs de l'aéroport de Budapest (*Budapest Airport*), mais la plus grande somme de privatisation jamais réalisée en Hongrie ne pouvait représenter qu'un remède temporaire aux problèmes économiques profonds du pays.

En avril 2006 le parti socialiste a gagné tous les deux tours des élections parlementaires, et comme les libéraux ont aussi dépassé le seuil limite de 5 pour cent, le gouvernement de gauche a pu rester en place – c'était la première fois depuis le changement de régime que le gouvernement a pu passer plusieurs cycles au pouvoir. Cette deuxième victoire électorale du même parti aurait pu signifier que la vie politique se consolide – le fait que justement le contraire se soit produit a été la conséquence d'un discours qui a été tenu par le premier ministre le 26 mai devant les députés parlementaires du parti socialiste. Dans ce discours Ferenc Gyurcsány a critiqué vulgairement la politique des socialistes et de son propre gouvernement en admettant qu'il a menti aux électeurs sur l'état de l'économie hongroise pour gagner les élections. Ce discours a été tenu en secret mais le 18 septembre il a été publié par plusieurs journaux et a provoqué ainsi le colère de la grande majorité de la population et la mobilisation des masses dans la rue, y compris les sympathisants de l'extrême droite.

Le 18 septembre la Hongrie est entrée à la une des journaux partout dans le monde car une partie de manifestants sont allés devant la télévision nationale et ont mis en feu le bâtiment central. Jusqu'au début de novembre des manifestations et des confrontations entre la police et les manifestants se sont suivies sans cesse – le 23 octobre, le jour de commémoration de la révolution anticomuniste de 1956 les confrontations ont été particulièrement violentes, la police s'est trouvée en face des manifestants pacifiques de Fidesz et même des députés parlementaires ont été blessés à l'assaut de la police.

En septembre le programme de convergence du gouvernement a été accepté: la correction de l'évolution macroéconomique et les mesures restrictives ont représenté une surprise même à l'électorat de gauche car le gouvernement n'a pas parlé des problèmes économiques pendant la campagne et la réalité est restée cachée pour la grande majorité de la population. Le discours secret et les restrictions budgétaires ont baissé significativement la popularité des partis gouvernementaux.

Les élections municipales ont été organisées en octobre et l'opposition a remporté la victoire sans problèmes à l'exception de la capitale, la ville considérée comme la plus libérale du pays. Ferenc Gyurcsány a demandé une vote de confiance contre lui-même et malgré la défaite électorale et la déstabilisation totale de la vie politique, il a récupéré le soutien de tous les députés parlementaires gouvernementaux et a pu rester à sa position.

Donc le gouvernement n'a pas démissionné mais l'année 2007 a été bien-sûr déterminé par les événements de 2006. Les possibilités de la politique économique ont été limitées par le programme de convergence accepté par Bruxelles en été 2006 pendant que les efforts du premier ministre ont tenté d'améliorer son image très négatif depuis le scandale de discours. En 2007 la restriction budgétaire avait des effets positifs sur la balance intérieure, mais la croissance a ralenti significativement.

L'année a été caractérisée par la réforme de la santé, une réforme essayant de diminuer le rôle de l'État dans le secteur au niveau du financement et du fonctionnement en même temps. Cette réforme a signifié dans la pratique l'augmentation de la contribution privée et la fermeture des hôpitaux ce qui rend facilement compréhensible que ces mesures ont été massivement rejetées par la majorité de la population. L'opposition a profité de cette impopularité de la réforme de la santé et a même organisé un référendum l'année prochaine sur le sujet.

En septembre un nouveau scandale politique est né quand un jeune député socialiste a été mis en examen par la police – *l'affaire Zuschlag* était compliquée mais il était évident pour les électeurs qu'il y a des problèmes très sérieux avec le financement des partis politiques surtout autour du parti gouvernemental. Au printemps 2008 le référendum sur la réforme de la santé a été gagné par l'opposition ce qui a rendu impossible la réalisation du programme des

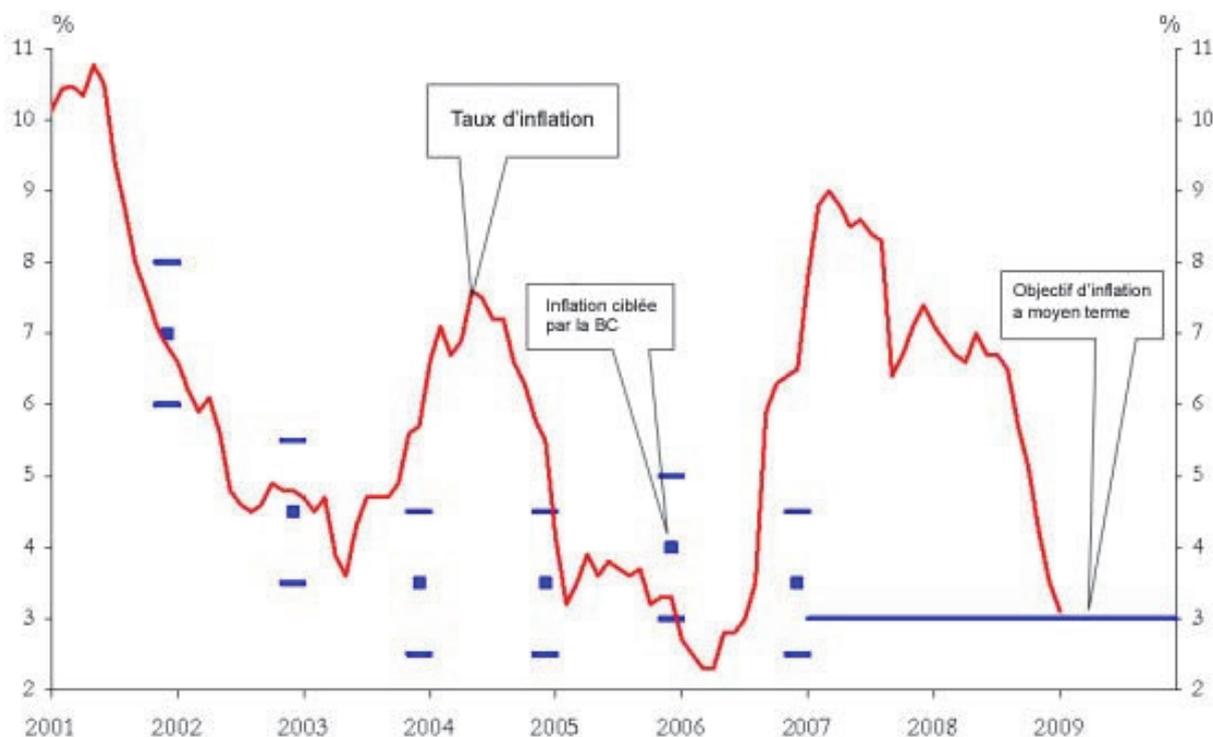
socialises visant la restructuration des systèmes de l'État. En automne la réalité économique est devenue encore plus obscure à cause de la crise économique globale.

En avril le parti libéral a quitté la coalition justement à cause des conflits provenant de la fin de la réforme de la santé. Le parti socialiste et le parti libéral ont gouverné ensemble entre 1994 et 1998 et à partir de 2002 aussi. Ils ont formé une coalition même quand le parti socialiste a eu la majorité absolue tout seul dans le parlement – ce qui montre que la signification de la rupture a été beaucoup plus qu'une simple décision politique, il s'agissait plutôt un signe montrant la crise très profonde de tout le camp de gauche. A la fin du mois d'avril un gouvernement minoritaire a été formé par Ferenc Gyurcsány avec le soutien de certains députés parlementaires du parti libéral mais le gouvernement était sûrement plus instable qu'auparavant.

En octobre la crise économique et financière a atteint la Hongrie ce qui a forcé le pays de prendre un crédit de 20 milliards d'euros provenant de la FMI, de la Banque Mondiale et de l'Union Européenne. L'objectif de ce crédit a été d'éviter la faillite de l'État ce qui montre très bien que la politique économique du gouvernement n'a pas été adéquat depuis longtemps.

### **L'environnement macroéconomique pendant les années de surévaluation**

La période du ciblage de l'inflation doit être divisée en deux sous-périodes avec des caractéristiques différents: entre 2001 et 2003 le système a fonctionné « bien » dans le sens que la politique monétaire a suivi ses principes et elle a agi suivant les règles du ciblage de l'inflation bien qu'après 2003 ce n'était plus le cas.



8. Graphique - Ciblage de l'inflation en Hongrie (2001-2009)

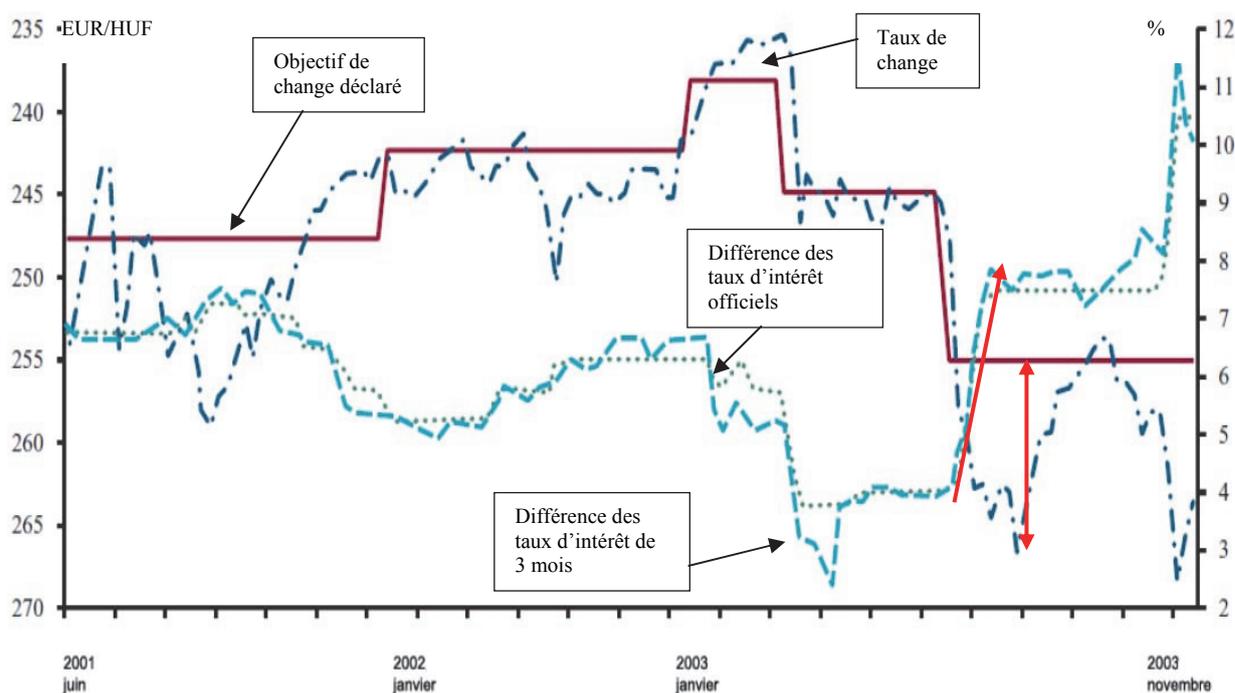
Source: MNB

La Graphique 8. montre que le taux d'inflation réalisé a été à l'intérieur de la bande ciblée par la banque centrale entre 2001 et 2003 ce qui signifie que les autorités monétaires ont pu tenir leur promesse concernant le taux d'inflation. En 2004 la situation a changé, car le taux d'inflation réalisé a été beaucoup plus élevé que le taux ciblé, et le même était vrai pour 2005 aussi. En 2006 le taux a été à l'intérieur de la bande de tolérance, mais il s'agissait d'une coïncidence presque accidentelle.

Du point de vue de modèle DI la différence la plus importante entre les deux périodes bien distinctes est liée à la gestion de la politique monétaire et de change. Juste après la modification radicale de l'environnement monétaire de 2001, la MNB a réalisé une politique monétaire ne se concentrant que sur l'évolution de l'inflation. Cela signifie que toutes les décisions de la banque centrale<sup>238</sup> ont été soumises à l'objectif de désinflation. Selon la communication officielle et quasi-officielle de l'autorité monétaire il existait des objectifs de taux de change – donc ce n'est pas que l'inflation qui a été ciblée, mais le taux de change nominal aussi.

<sup>238</sup>

A l'exception des réactions données à la spéculation en janvier 2003.



9. Graphique - Taux de change, l'objectif de change et les taux d'intérêt (2001-2003)

Source: MNB<sup>239</sup>

Sur la Graphique 9 on peut voir l'évolution du taux de change nominal, l'objectif de change déclaré quasi-officiellement (axe gauche) et les différences de taux d'intérêt entre la Hongrie et la zone euro (axe gauche). La figure montre qu'il y a une relation assez étroite entre l'objectif de change et le taux de change nominal ce qui montre que la banque centrale avait des succès concernant le ciblage du taux de change nominal. Il y avait des périodes quand les taux se sont divergés : à la deuxième moitié de 2001 à cause de la crise financière en Argentine et en été 2003 à cause de la dévaluation du Forint. Ces périodes sont des exemples très spectaculaires du ciblage du taux de change nominal car on peut voir que si le taux de change nominal a été trop faible par rapport à l'objectif de change (considéré nécessaire pour atteindre l'inflation ciblée), la banque centrale a réagi en augmentant le taux d'intérêt.<sup>240</sup>

Cette période peut être considérée donc comme un exemple classique de la désinflation par le change: la banque centrale tente de baisser le taux d'inflation par le canal du taux de change et soumet complètement la politique du taux d'intérêt aux objectifs de change.

<sup>239</sup> Péter KARÁDI: Exchange Rate Smoothing in Hungary

<sup>240</sup> Voir les fleches rouges sur la Figure.

En 2001 la croissance économique s'est ralentie en Hongrie par rapport à 2000, surtout à cause de la restriction de la demande internationale : la demande des partenaires commerciaux les plus importants du pays n'a augmenté que de 1 pour cent, contrairement à l'année précédente quand ce taux a atteint 10 pour cent. Cette baisse de la conjoncture étrangère a été partiellement contrebalancée par l'expansion fiscale et l'augmentation de la demande des ménages, mais au total le PIB hongrois ne s'est accrue que de 3,8 pour cent. La même tendance de ralentissement de la croissance a continué en 2002 aussi, mais à cause des élections parlementaires et la réalisation des promesses de la campagne électorale, le déficit budgétaire a atteint 9,4 pour cent du PIB, donc plus que le double de celui de l'année précédente.<sup>241</sup> En 2003 le déficit budgétaire a baissé à 5,9 pour cent du PIB, et la croissance économique n'était que de 2,9 pour cent.

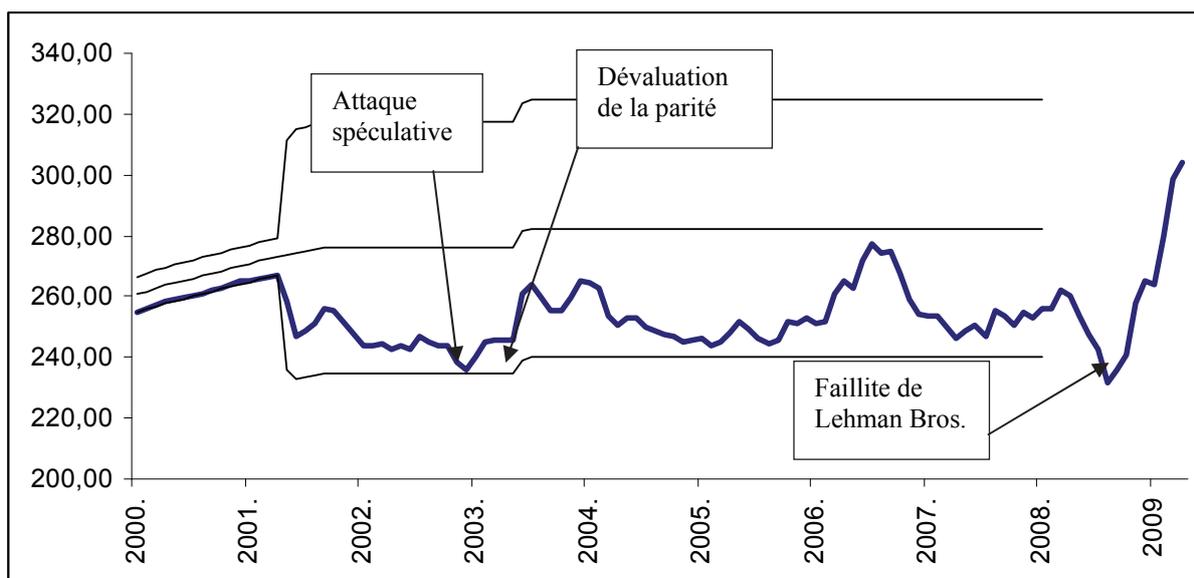
La structure de la croissance économique s'est transformée aussi, car avant 2001 c'est essentiellement l'accroissement des exportations et des investissements qui a alimenté la croissance, mais après cette année c'est de plus en plus l'augmentation de la consommation des ménages qui est devenue le moteur de l'économie.<sup>242</sup> Quand il s'agit d'un petit pays ouvert, cette transformation peut avoir comme effet la détérioration de l'équilibre extérieur et plus tard l'accélération de l'inflation.

A l'exception de quelques mois, le taux de change nominal s'est trouvé à l'extrémité forte de la bande d'intervention pendant l'existence du système de change à parité glissante, ce qui a montré qu'il y avait une forte demande pour la monnaie nationale hongroise. Le 3 mai 2001 le gouvernement et la banque centrale a élargi la bande d'intervention à +/-15 pour cent, en laissant ainsi de la place pour l'appréciation nominale du Forint. Au jour de l'élargissement de la bande, le taux de change s'est apprécié de 2 pour cent, et le 15 juin le cours s'est trouvé déjà à 10 pour cent de la parité centrale. En 2002 le taux de change s'est stabilisé vers 11-12 pour cent par rapport à la parité centrale et au début de 2003, le Forint s'est attaché à l'extrémité forte de la bande obligeant ainsi la banque centrale d'intervenir sur le marché des changes.

---

<sup>241</sup> Les élections ont été gagnées par le parti socialiste (MSZP) et le parti libéral (SZDSZ).

<sup>242</sup> Entre autre parce que le salaire minimal a augmenté de 57 pour cent en 2001. Voir MNB (2001a).



10. Graphique - Taux de change nominal et la bande d'intervention (2000-2009)

L'appréciation du Forint n'a pas surpris les investisseurs et les responsables politiques non plus, car c'était justement un des buts de la transformation de la politique monétaire en 2001. Mais il peut être surprenant que l'appréciation ait continué en 2002 aussi, quand le déficit budgétaire a atteint presque 10 pour cent du PIB.

En 2002 (année d'élections parlementaire et municipales en Hongrie) la politique fiscale est devenue très expansionniste, qui a mis en danger la réalisation des objectifs de la politique monétaire, notamment celle du taux d'inflation ciblé. La banque nationale a augmenté ses taux d'intérêt pour empêcher la dépréciation du taux de change en disant que son objectif final est fixé dans la loi sur la banque centrale et en formant sa politique monétaire elle ne peut faire attention qu'à la stabilité des prix.

Comme la politique fiscale et la politique des revenus n'ont pas soutenu la désinflation ciblée de la banque centrale, la MNB avait besoin d'un taux de change encore plus fort pour contrebalancer ces effets. Pour assurer une appréciation plus importante, la banque nationale a augmenté les taux d'intérêt. Parallèlement avec l'appréciation du cours, certains milieux politiques<sup>243</sup> et économiques<sup>244</sup> ont commencé à faire pression à la banque centrale pour qu'elle baisse ses taux d'intérêt et modifie de nouveau ses cibles d'inflation.

<sup>243</sup> Il s'agit des membres du gouvernement et des hommes politiques des partis gouvernementaux.

<sup>244</sup> Les critiques les plus sévères concernant la politique monétaire de la banque centrale ont été dites par les différentes associations des employeurs qui ont même réclamé la démission du président de la banque centrale.

A partir d'octobre 2002<sup>245</sup> on a enregistré une entrée de capitaux à long terme très important, ce qui a poussé le taux de change à la limite forte de la bande d'intervention. La banque centrale a baissé ses taux d'intérêt pour stabiliser le cours, mais le 15 janvier 2003 une attaque spéculative d'appréciation a commencé et la MNB a dû acheter 5,3 milliards d'euros dans le cadre des interventions en deux jours<sup>246</sup> : la combinaison d'une monnaie forte et de marges de taux d'intérêt importantes a déclenché une attaque spéculative.<sup>247</sup> La spéculation - qui s'est terminée relativement vite suite aux décisions du taux d'intérêt de la banque centrale – était s'un certain point de vue « irrationnelle »<sup>248</sup>, car certains spéculateurs ont supposé que la MNB avait la possibilité de modifier la bande d'intervention sans l'accord du gouvernement. Mais selon la législation hongroise il faut que les deux autorités prennent cette décision ensemble, et comme pendant la campagne électorale de 2002 les partis gouvernementaux ont été pour la dépréciation/la dévaluation de la monnaie, il était assez difficile d'imaginer qu'ils vont donner leur accord pour une telle modification de la bande. La grande partie des capitaux spéculatifs a quitté le pays jusqu'à la fin du février 2003. Après la fin de l'attaque spéculative le taux de change nominal s'est déprécié de 6 pour cent et la volatilité a augmenté considérablement reflétant l'accroissement de l'incertitude. En février le marché s'est stabilisé et le cours est revenu à son niveau moyen de 2002.

Des critiques concernant la politique monétaire – et le taux de change considéré trop fort - ne sont pas disparues après la gestion de la spéculation non plus. Finalement en juin 2003, par décision commune du gouvernement et de la banque centrale, le taux pivot du forint par rapport à l'euro a été dévalué de 2,26%. Après la modification de la bande d'intervention, la monnaie s'est dépréciée beaucoup plus que sa parité centrale et la volatilité a aussi augmenté significativement.<sup>249</sup>

Les deux premières années du système de ciblage de l'inflation était un succès: le taux d'inflation a baissé en grande partie à cause de l'appréciation de la monnaie hongroise et en même temps même l'équilibre extérieur s'est amélioré. Cette deuxième conséquence peut

---

<sup>245</sup> C'est en octobre 2003 que les Irlandais ont voté 'oui' au référendum sur le traité de Nice, rendant possible ainsi l'élargissement de l'Union Européenne.

<sup>246</sup> Gyula BARABAS (2003)

<sup>247</sup> Sur les causes de l'attaque spéculative voir Máté TÓTH (2004) et OECD (2004).

<sup>248</sup> C'est l'expression utilisée par le rapport de la banque centrale. Voir BARABAS *op. cit.*

<sup>249</sup> Finalement cette décision de dévaluation a été considérée comme une mauvaise décision par le président de la banque centrale et – au jour de sa démission – par le ministre des finances aussi.

paraître surprenante car normalement l'appréciation de la monnaie devrait causer la détérioration de la compétitivité et l'augmentation du déficit commercial.

La baisse significatif du déficit commercial n'a pas été la conséquence de la politique de surévaluation, mais celle des autres facteurs, notamment les suivants:

- l'effet de base: la baisse du déficit était spectaculaire car le déséquilibre extérieur était très important en 2000 (surtout à la fin de l'année),
- en été 2001 la conjoncture s'est terminée dans les grands partenaires commerciaux de la Hongrie ce qui a causé la baisse des exportations, mais encore plus celle des importations (cela peut être logique justement à cause de la dominance des firmes multinationales qui ont cessé d'investir et d'importer en constatant la fin de la conjoncture dans la zone euro).

Le seul risque de la politique de monétaire appliquée était lié au niveau du taux de change nominal: à la fin de 2002 la monnaie hongroise était plus forte de 15 pour cent face à l'euro qui pouvait être désavantageux pour certains agents économiques.

Au début de 2003 la stratégie défensive de la banque centrale contre l'attaque spéculative a déprécié la monnaie mais jusqu'à la dévaluation de la parité centrale (été 2003) les autorités ont pu tenir le taux de change sous leur contrôle.

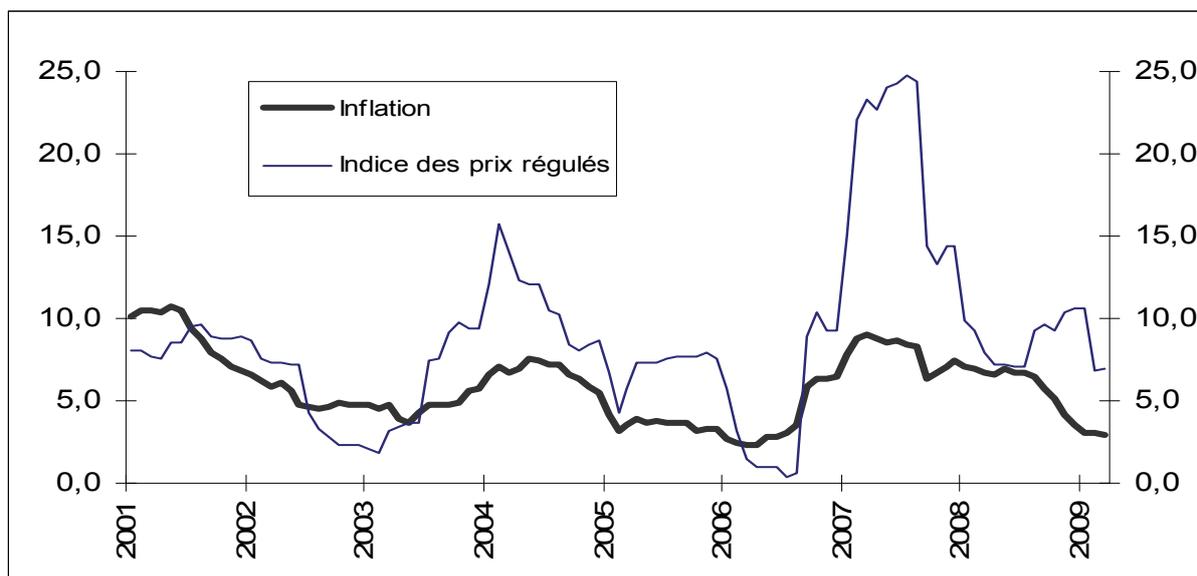
La dévaluation de la parité centrale a représenté la fin du système adopté en 2001, même si officiellement le ciblage d'inflation est resté en vigueur. La dévaluation peut être considéré comme la victoire des groupes d'intérêt perdant avec l'appréciation de la monnaie – même si au niveau macroéconomique les conséquences n'ont pas été négatives. A la détermination de la nouvelle parité, l'explication quasi-officielle des autorités était qu'il fallait „empêcher” que le taux de change nominal soit inférieur à 240 forint/euro – ce qui signifie que pour les groupes d'intérêt se mobilisant avec succès contre la politique de surévaluation c'était ce niveau de change qui a été considéré comme la limite.

L'autre protagoniste de cette attaque contre la surévaluation était le gouvernement – finalement c'était le gouvernement qui a „convaincu” la banque centrale de donner son accord à la dévaluation de la parité centrale. Les intérêts du gouvernement n'ont pas été associés au

taux de change même, mais au taux d'intérêt, mais comme ces deux sont interdépendants, les firmes réclamant une protection de change et le gouvernement voulant dépenser moins pour les intérêts<sup>250</sup> ont pu former facilement une coalition contre la banque centrale.

En 2003 l'attaque spéculative et la dévaluation de la bande en été a causé la dépréciation massive de la monnaie – et l'augmentation de la volatilité. A la suite de ces événements la politique de change a perdu son rôle primordial dans la désinflation:

- d'une part parce que la banque centrale a dû reconnaître qu'elle n'est pas capable de modérer l'inflation sans l'aide des autres branches de la politique économique (voir l'évolution des prix régulés),
- d'autre part parce la base de la stratégie monétaire a été la canalisation des anticipations d'inflation par la manipulation indirecte du taux de change nominal qui est devenu irréalizable après la dévaluation de la bande et la perte de crédibilité de la politique monétaire causée par celle-ci.



11. Graphique - L'inflation et l'indice des prix régulés (2001-2009)

Au niveau politique, l'argumentation de la banque centrale en faveur de la politique de surévaluation était basée sur les points suivants:

<sup>250</sup> L'argumentation du gouvernement était plutôt politique qu'économique car finalement le taux d'intérêt est une fonction de la demande et de l'offre sur le marché des épargnes ou le gouvernement aussi est présent.

- *Niveau légal*: la loi sur la banque centrale ne donne pas la possibilité de choix à la banque nationale car l'objectif primordial est la désinflation donc il faut prendre les décisions monétaires en faisant attention à l'inflation.
- *Niveau de la théorie économique*: selon l'école néo-classique et les expériences historiques la politique monétaire n'est pas capable d'influer à long terme sur les variables réelles de l'économie, donc la banque centrale ne doit pas prendre en considération les effets réels de ces décisions.
- *Niveau de la politique économique*: le pays à l'intérêt d'entrer le plus tôt possible à la zone euro car rester en dehors a des coûts donc il faut satisfaire les critères de Maastricht le plus tôt possible y compris la modération de l'inflation.
- *Niveau de la structure économique*: la position de devise de l'économie hongroise a été presque neutre à cet époque car les firmes se sont endettées largement en devise et l'importance des firmes multinationales a aussi augmenté à cause de la restructuration de l'économie suite à la privatisation (après 1995) et aux investissements étrangers directs.

L'argumentation de la banque centrale était importante car la loi sur la banque centrale de 2001 a donné une autonomie et indépendance très large à la banque dans toutes les questions monétaires. La politique de change est resté une compétence divisée entre la banque centrale et le gouvernement, mais la gestion de la politique de change est restée dans les mains de l'autorité monétaire (c'est pour cette raison que le seul moyen du gouvernement pour atteindre la dépréciation de la monnaie était la dévaluation de la parité centrale donc la restructuration du système de change entier).

La conséquence de la loi sur la banque centrale et de l'indépendance de la banque nationale était donc que la politique monétaire a suivi ses objectifs de désinflation même quand la politique budgétaire et de revenu n'ont pas soutenu de tout le processus de désinflation. Cette combinaison des politiques économiques (*policy mix*) est sûrement sous-optimale - du point de vue de la politique monétaire on a:

- politique de désinflation sans l'appui de la politique budgétaire (insoutenable à long terme)
- la banque centrale doit contrebalancer l'expansion fiscale ce qui signifie la

- hausse supplémentaire du taux d'intérêt et l'appréciation supplémentaire de la monnaie.

Il est difficile de déterminer le taux de change d'équilibre mais il est sûr que si la banque centrale est forcée d'apprécier sans cesse la monnaie pour contrebalancer les effets inflationnistes de la politique fiscale, ce niveau d'équilibre va être atteint plus tôt ce qui représente l'augmentation des risques d'une telle politique économique.

A partir de la fin de 2003 la politique de change ne pouvait pas jouer le rôle qu'il a joué – d'une façon ou d'une autre – depuis 1995 car la banque centrale a perdu la capacité (et de la volonté) de contrôler le taux de change. La volatilité du taux de change a augmenté significativement et la politique de désinflation a aussi perdu de son importance: depuis 2003 les décisions de la banque centrale concernant le taux d'intérêt ne suivent pas l'évolution la différence du taux d'inflation ciblé et anticipé.

La crédibilité déjà presque disparue du système du ciblage de l'inflation a été réduite de nouveau en 2005 quand la banque centrale et le gouvernement se sont décidés de cibler un „taux d'inflation à moyen terme” à la place du taux d'inflation du décembre de chaque année. L'inflation n'a baissé en dessous de ce niveau qu'en 2009, mais ce n'était pas la politique monétaire qui a joué le rôle primordial dans la désinflation, mais la crise globale et la récession qui a atteint la Hongrie aussi.

En février 2008 la banque centrale et le gouvernement ont annoncé la suppression de la bande de fluctuation de Forint donc la Hongrie a introduit un système de change flexible. La décision a surpris les marchés, mais la réaction des investisseurs est resté modeste.

La transformation du système de change pouvait être considéré comme une action rendant possible l'appréciation de la monnaie hongroise car ainsi la banque centrale pouvait apprécier le taux de change sans devoir compter avec les frontières de la bande de fluctuation. Cela signifie que si le taux d'inflation ciblé suppose un taux de change plus fort que le taux de change maximal à l'intérieur de la bande, les autorités ont la possibilité d'aller jusqu'au niveau nécessaire.

Il est à noter quand même qu'au début de 2008 le forint était assez loin de la frontière de la bande de fluctuation – le taux de change de l'euro était autour de 260 forint, bien que la frontière forte de la bande était à 240 forint. Dans un tel environnement économique, la suppression de la bande peut sembler sans beaucoup de raison, car ce n'est pas la bande qui a empêché l'appréciation de la monnaie. Il est aussi vrai que le potentiel d'appréciation des actifs hongrois a été limité par l'existence de la bande – donc sa suppression pouvait baisser la prime demandée par les investisseurs étrangers.

La suppression de la bande de fluctuation a augmenté les possibilités de la banque centrale, car hypothétiquement la monnaie nationale a pu s'apprécier sans obstacles et ainsi la désinflation est devenue plus facile. Cela signifie que les autorités voulant baisser l'inflation, peuvent augmenter le taux d'intérêt et apprécier le taux de change sans devoir intervenir aux frontières de la bande.

Le point intéressant de la décision était l'accord donné par le gouvernement car celui-ci empêchait une telle décision pendant des mois – en accentuant que la monnaie nationale est déjà trop forte pour les exportateurs.

### **Le système du ciblage de l'inflation au modèle DI**

Selon le modèle DI il y a plusieurs contraintes que les autorités monétaires doivent prendre en considération parmi lesquels les suivants sont ceux qui sont importants au cas d'une banque centrale effectuant une politique de surévaluation (désinflation par le change):

1. *le niveau d'inflation d'équilibre*: la politique de change ne peut baisser le niveau d'inflation sous un niveau appelé d'équilibre que si le taux de change est dévalué d'une façon permanente,
2. *le niveau de déficit commercial considéré soutenable par les investisseurs*: si l'appréciation de la monnaie détériore autant la compétitivité internationale de l'économie que la balance commerciale atteint un niveau considéré insoutenable pas les investisseurs, ils vont cesser de financer le déficit extérieur du pays,
3. *le niveau de change considéré soutenable par les firmes exportatrices et les firmes étant en compétition avec les importations*: la politique de change doit prendre en

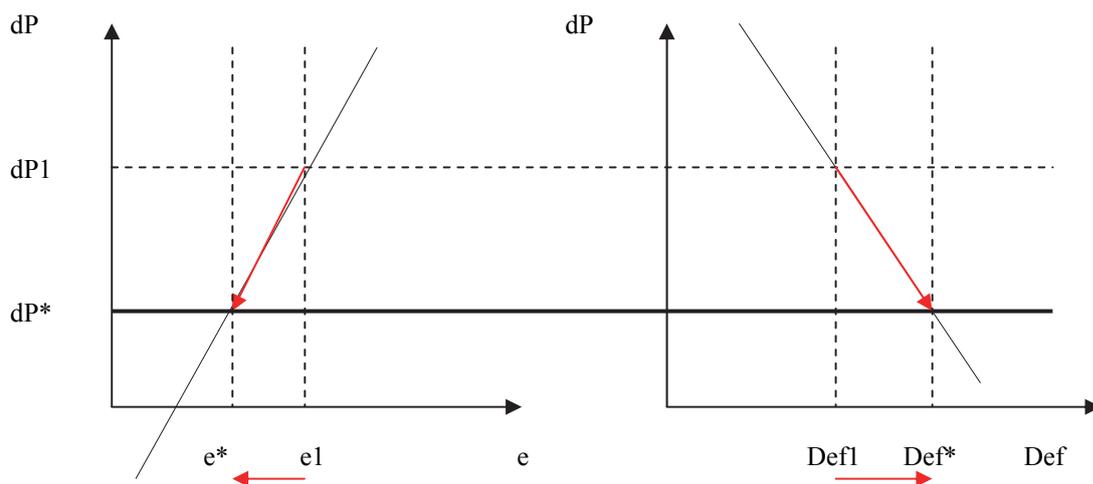
considération que même si l'appréciation de la monnaie ne cause pas de problème au niveau macroéconomique. Il est bien possible que la situation de certaines firmes se détériorent considérablement, donc la monnaie peut s'apprécier jusqu'au niveau où les groupes d'intérêt étant contre une telle évolution du taux de change ne soient pas encore majoritaires au niveau de la prise des décisions. Si les perdants d'une politique de surévaluation sont les firmes influentes au niveau politique, la politique de désinflation peut échouer même si au niveau macroéconomique les avantages dépassent les désavantages.

4. *le niveau de l'endettement en devise des agents économiques et surtout des ménages*: ce facteur n'est pas important au moment de l'appréciation de la monnaie, mais au cas d'un réajustement de l'économie se réalisant sous forme de la dépréciation massive de la monnaie. Comme il existe un niveau de taux de change nominal au-dessus duquel les ménages se déclarent en faillite en masse, la politique de change doit compter avec cette contrainte déjà pendant la phase d'appréciation.
5. *la gestion de la politique budgétaire et de revenu*: comme il n'est pas possible de modérer l'inflation à long terme sans l'appui de la politique budgétaire et de revenu, faute duquel la politique de change ne peut baisser l'inflation qu'en appréciant sans cesse la monnaie ce qui peut avoir des conséquences néfastes pour les secteurs des biens échangeables et toute l'économie nationale.
6. *la conjoncture des marchés étrangers*: la politique de change doit compter avec le fait que l'équilibre extérieur peut se détériorer à cause de la déconjoncture des marchés étrangers ce qui peut renforcer l'influence des perdants de la politique de surévaluation et de la libéralisation donc le risque du protectionnisme augmente.
7. *la situation de liquidité et de confiance sur les marchés de crédit internationaux*: le déficit extérieur du pays est financé par les investisseurs internationaux ce qui suppose que le fonctionnement des marchés de crédit est normal. Mais s'il y a des problèmes de liquidité et de confiance (les coûts de transaction des prêts et le risque de non-remboursement des dettes augmente considérablement) ces marchés peuvent même cesser de fonctionner ce qui signifie que les déficits extérieurs deviennent infinançables.

Les possibilités de la politique de change sont fortement limitées par les contraintes provenant des facteurs institutionnels. Si les autorités monétaires ne prennent pas en considération ces

contraintes, la politique de change et la politique monétaire suivie peut très facilement échouer même si au niveau macroéconomique cela ne serait pas nécessaire.

La politique de monétaire (la politique de change) d'une époque de désinflation par le change peut être représentée ainsi:



6. Figure - La politique de désinflation par le change

Supposons que la situation initiale peut être décrite par les points  $(e1, dP1)$  et  $(Def1, dP1)$ , et l'inflation ciblée soit  $dP^*$ . Pour atteindre  $dP^*$  la banque centrale a besoin d'atteindre le taux de change  $e^*$  représentant un niveau de change apprécié par rapport à  $e1$ . L'appréciation de la monnaie (causée par l'augmentation du taux d'intérêt) a pour conséquence l'augmentation du déficit commercial mais comme la banque centrale a un seul objectif (celui de la désinflation) cette conséquence n'est pas prise en considération.

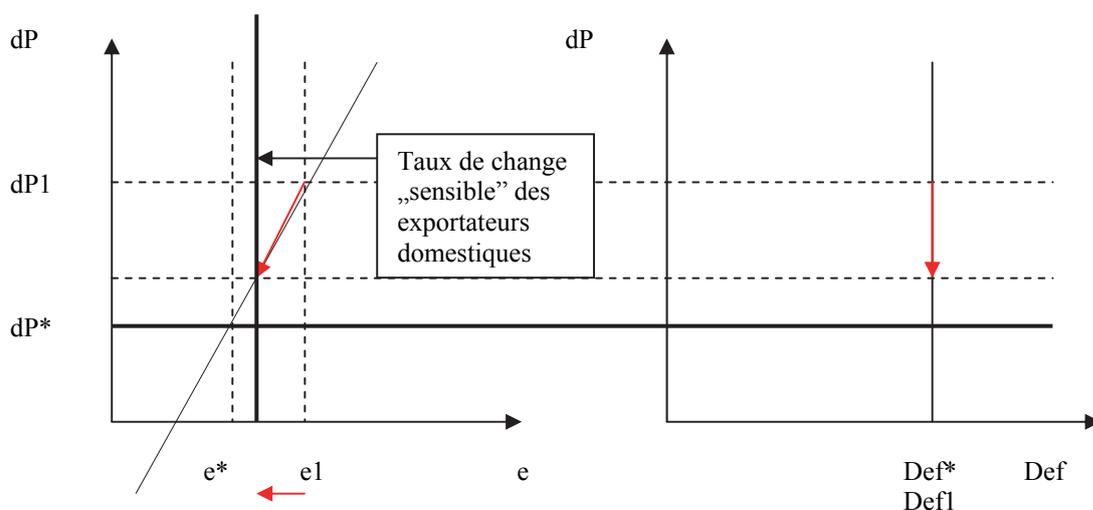
Le système de ciblage de l'inflation suppose que la banque centrale agit en fonction de la différence du taux d'inflation *anticipé* et le taux d'inflation *ciblé*. Cela signifie que la banque centrale peut refuser la prise en considération des facteurs n'influant pas sur le niveau des prix y compris l'évolution de la balance commerciale. Il est vrai que selon la loi sur la banque centrale il faut que l'objectif primordial de la banque (la stabilité des prix) soit atteint d'une façon *soutenable*, mais les critères de soutenabilité ne sont pas toujours évidentes. En ce qui concerne par exemple le déficit commercial, les effets inflationnistes ne se montrent que rarement et indirectement. La seule raison de la prise en considération de l'évolution de la

balance commerciale provient des contraintes institutionnelles du commerce donc du fait que si la banque centrale ne prend pas en considération les conséquences sur le commerce, les perdants de sa politique de change peuvent se mobiliser et faire échouer la politique de surévaluation. Si la politique de surévaluation ne peut pas être continuée à cause de la résistance des groupes d'intérêt perdants, la politique monétaire et de change suivie n'a pas contribué à la stabilité des prix.

Il faut accentuer que la mobilisation des groupes d'intérêt perdants ne signifie pas nécessairement la détérioration de la balance commerciale, mais seulement la détérioration de la position compétitive des groupes influents.

On peut aussi supposer même la stagnation de la compétitivité des firmes concernées (les firmes exportatrices nettes) du point de vue du taux de change, car si leur compétitivité s'est déjà détériorée pour des autres raisons, elles peuvent se mobiliser pour la dévaluation de la monnaie (pour un certain protectionnisme monétaire).

Cette mobilisation peut être soutenue et aidée par d'autres agents économiques perdant avec soit l'appréciation de la monnaie, soit la hausse du taux d'intérêt étant souvent (surtout si la politique budgétaire est expansive) une condition nécessaire de l'appréciation. Il peut s'agir des agents avec des dettes en monnaie nationale: les firmes et les ménages domestiques et avant tout le gouvernement finançant son déficit avec des dettes domestiques et étrangères.



**36. Le ciblage de l'inflation avec la dominance des firmes multinationales et la résistance des firmes domestiques**

La banque centrale tente de baisser l'inflation de  $dP_1$  à  $dP^*$  ce qui nécessiterait le passage de  $e_1$  à  $e^*$ , mais comme le taux de change considéré comme le plus fort mais encore supportable par les firmes domestiques est moins fort que  $e^*$ , la politique de désinflation peut échouer (cela suppose que la coalition contre la politique de surévaluation est assez forte et influente).

Si la politique de surévaluation échoue, l'inflation ciblée ne peut pas être atteinte ce qui détériore la crédibilité de la politique de désinflation. Cela peut augmenter les anticipations d'inflation et ainsi l'accélération de l'inflation aussi.

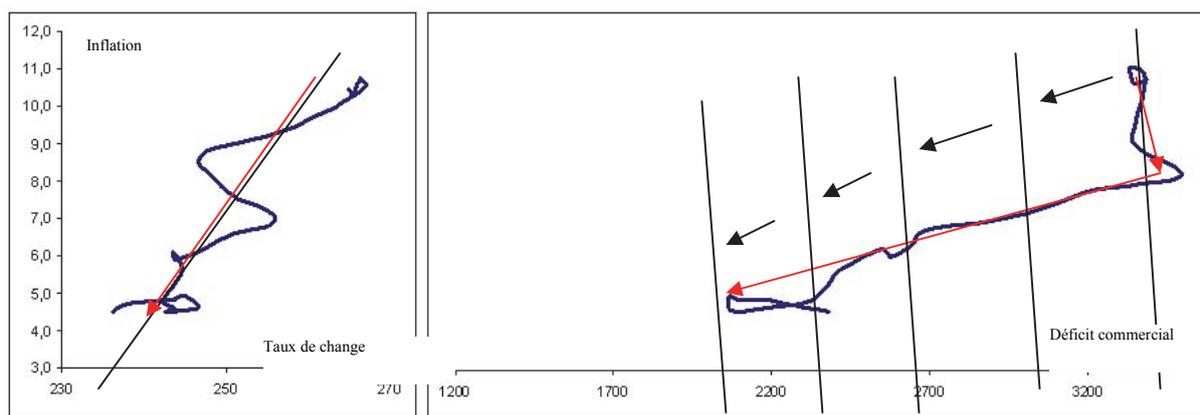
### **La période 2001-2009 au modèle DI**

Le système monétaire du ciblage d'inflation a été lancé en 2001 et officiellement même en 2010 un tel système détermine les cadres de la politique monétaire – mais il serait faux de considérer ces années en tant qu'une période homogène.

Le ciblage de l'inflation et la politique de désinflation par le change n'a été observable qu'au début de cette période. En 2001 et en 2002 la banque centrale a pu suivre sa stratégie, entre autres à cause du fait que le gouvernement ait donné son support à l'autorité monétaire. Mais au printemps de 2002, le gouvernement a été changé et comme un des messages centraux de l'opposition a été la critique de la politique monétaire de la banque centrale, la politique suivie depuis 2001 a été aussi modifiée.

Pour cette raison, la période du ciblage de l'inflation peut être divisée en trois sous-périodes:

1. En 2001 et 2002 la politique de désinflation par le change a été la stratégie de la banque centrale et elle a été suivie – même si les opposants (avant tout les exportateurs non-multinationaux hongrois) d'une telle stratégie ont commencé à se mobiliser.



7. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (2001 – 2002)

La Figure 7 montre que cette période peut être caractérisée par les points suivants:

- appréciation massive de la monnaie nationale (le taux de change de l'euro est allé de 270 jusqu'au 235 forint en moins de deux ans),
- baisse de l'inflation spectaculaire (de 11 à moins de 5 pour cent)
- amélioration de la balance commerciale, le déficit commercial cumulé a baissé d'approximativement 1 milliard d'euros.

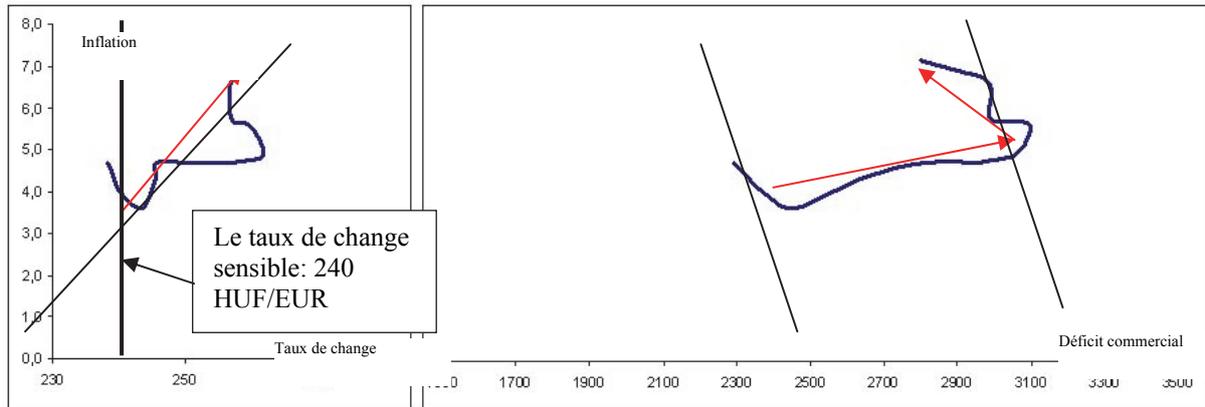
Le premier et le deuxième points sont les caractéristiques de la stratégie monétaire appliquée mais le troisième est justement l'opposé de ce qui vient des modèles. Comme la désinflation est soutenue par l'appréciation continue de la monnaie (et de l'amélioration des anticipations d'inflation), la balance commerciale doit se détériorer – toutes choses égales par ailleurs. Cette amélioration surprenante de la balance commerciale pouvait être le résultat des effets de base, de la fin de la conjoncture internationale causant la baisse des importations des firmes multinationales<sup>251</sup>.

Les expériences de 2002 montrent très bien que même si la situation macroéconomique s'améliore (l'inflation et le déficit commercial a baissé en même temps), la politique monétaire peut échouer – à cause des groupes d'intérêt influents ayant des intérêts différents.

2. L'année 2003 était une des années les plus intéressantes des deux décennies après le changement du régime du point de vue de la politique monétaire et de change à cause de l'attaque spéculative et de la modification de la parité centrale de la

<sup>251</sup> Pour plus de détails voir la page 243.

bande d'intervention de la monnaie.

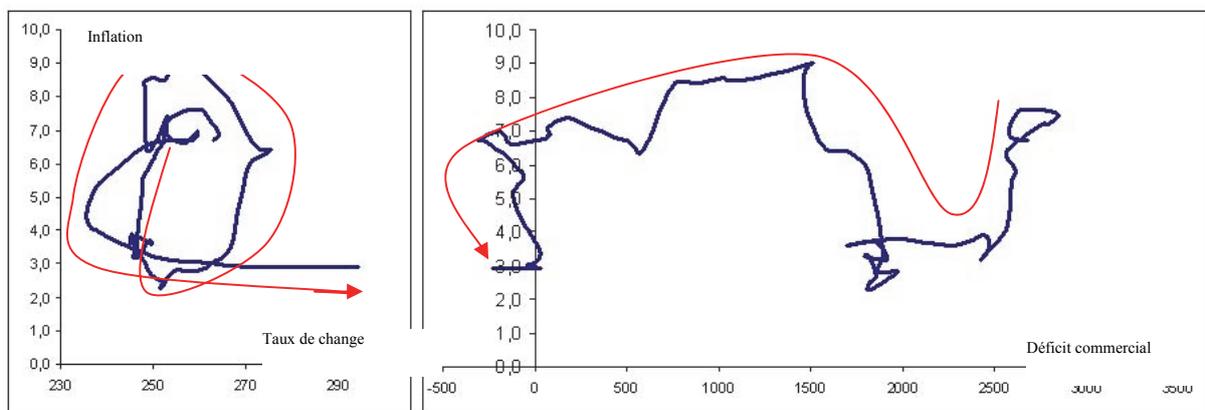


8. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (2003)

La Figure 8 montre que la dévaluation de la parité de la bande de fluctuation (étant la conséquence concrète de l'intervention des groupes d'intérêt) a entraîné une dépréciation massive de la monnaie hongroise – le taux de change a repris sa valeur de 2001.

La dépréciation de Forint est allé en pair avec la hausse de l'inflation et la dégradation de l'équilibre extérieur. Cette fois-ci il s'agissait du phénomène de la courbe J, mais avant tout de la modification des facteurs structurels de l'économie: la conjoncture étrangère s'est détériorée et la demande domestique a augmenté à cause des promesses de la campagne électorale. A la fin de 2003 la dévaluation a eu déjà ses premiers effets directs sur la balance commerciale – le déficit a commencé à baisser.

3. A partir de 2004 le taux de change nominal ne pouvait pas jouer son rôle d'orientation concernant l'inflation.



9. Figure - Inflation, taux de change et déficit commercial (2004-2009)

On ne peut pas dire que le taux de change n'a pas influé sur le niveau des prix (on peut supposer qu'il l'a fait), mais il est sur que le taux de change ne pouvait pas canaliser l'inflation.

Le taux de change a perdu son importance du point de vue de la politique monétaire d'une part à cause de la disparition de son influence sur l'inflation et d'autre part à cause du fait que les autorités aient perdu la capacité de manipuler le taux de change. A cause de la spéculation accrue, c'est la stabilité du taux de change qui est devenu la priorité de la politique monétaire: selon les expériences même cet objectif était difficilement réalisable

L'évolution du taux de change a perdu son importance en ce qui concerne la balance extérieure aussi. A partir de 2004 le déficit cumulé n'a pas augmenté malgré que la monnaie se soit appréciée à un niveau record contre l'euro en été 2008. L'appréciation de la monnaie n'avait pas d'influence sur la balance commerciale car les effets provenant de l'environnement macroéconomique étaient beaucoup plus importants.

#### *Le grand défi institutionnel : les dettes en devise*

La Figure 9 montre qu'à la fin de 2008 la monnaie nationale a commencé à se déprécier intensivement à cause de la crise financière globale. Cette dépréciation a concerné beaucoup plus les Hongrois que n'importe quelle modification du taux de change jusqu'ici car à partir de 2003 les ménages hongrois se sont tournés vers les prêts en devise étrangère – car les prêts préférentiels en Forint ont été supprimés, la politique de dévaluation par le change et la détérioration de la crédibilité de la politique économique ont résulté la stabilisation du taux d'intérêt de Forint à un niveau relativement élevé.

En 2003 l'endettement en devise ne paraissait pas une mauvaise idée car il a rendu possible que :

- les ménages puissent avoir accès à des crédits bon marchés,
- le gouvernement pouvait se débarrasser de l'augmentation des coûts liés aux crédits préférentiels,
- les banques pouvaient utiliser les capacités administratives qu'elles ont développé à

cause du programme de crédit préférentiel.

L'endettement en devise étrangère peut causer des problèmes si l'économie nationale subit des problèmes d'équilibre et l'ajustement devrait se faire par le change. Si le déficit commercial atteint un niveau considéré insoutenable par les investisseurs, le financement du déficit peut s'arrêter ce qui rend nécessaire l'ajustement „radical” du taux de change nominal. Le problème apparaît si pendant la période de surajustement les ménages et les autres agents non-couverts contre le risque de change se sont endettés en devise étrangère (la politique monétaire était restrictive pour baisser l'inflation ce qui signifie des taux d'intérêt domestiques élevés et un taux de change apprécié donc des prêts étrangers compétitifs). L'endettement en devise étrangère est dangereuse car même si le commerce avait besoin d'un taux de change plus dévalué pour être en équilibre, si ce taux est plus faible que le taux de seuil des emprunteurs, les autorités doivent choisir entre deux possibilités néfastes: soit le financement du déficit n'est pas assuré, soit les ménages endettés font faillite en masse.

Si la politique monétaire appliquant le système de ciblage veut rester crédible (et elle veut car sans crédibilité une telle politique est sans résultats), la banque centrale doit cibler le taux de change et doit déterminer le taux d'intérêt de telle façon que ce soit compatible avec le taux de change nominal à atteindre. Dans la pratique il s'agit d'une politique monétaire déterminant le taux d'intérêt en fonction du taux de change nécessaire pour atteindre un niveau donné de l'inflation (le taux de change ciblé est un objectif „implicite”).

Si la banque centrale constate que l'économie est surchauffée<sup>252</sup>, elle doit restreindre les conditions monétaires, donc augmenter le taux d'intérêt et ainsi par l'intermédiaire du la hausse du différentiel du taux d'intérêt atteindre l'appréciation de la monnaie. Le taux de change apprécié baisse artificiellement, automatiquement et à court terme le taux d'inflation à son niveau préféré. L'augmentation du différentiel de taux d'intérêt et la conviction que les autorités monétaires n'ont pas la possibilité de permettre la dépréciation de la monnaie a la conséquence que les agents économiques se tournent vers les dettes en devise étrangère: plus le différentiel de taux d'intérêt est élevé, plus les crédits en devise étrangères sont bons marchés relativement aux crédits domestiques.

---

<sup>252</sup> Soit a cause de l'expansion fiscale, soit a cause de l'entrée extensives des capitaux.

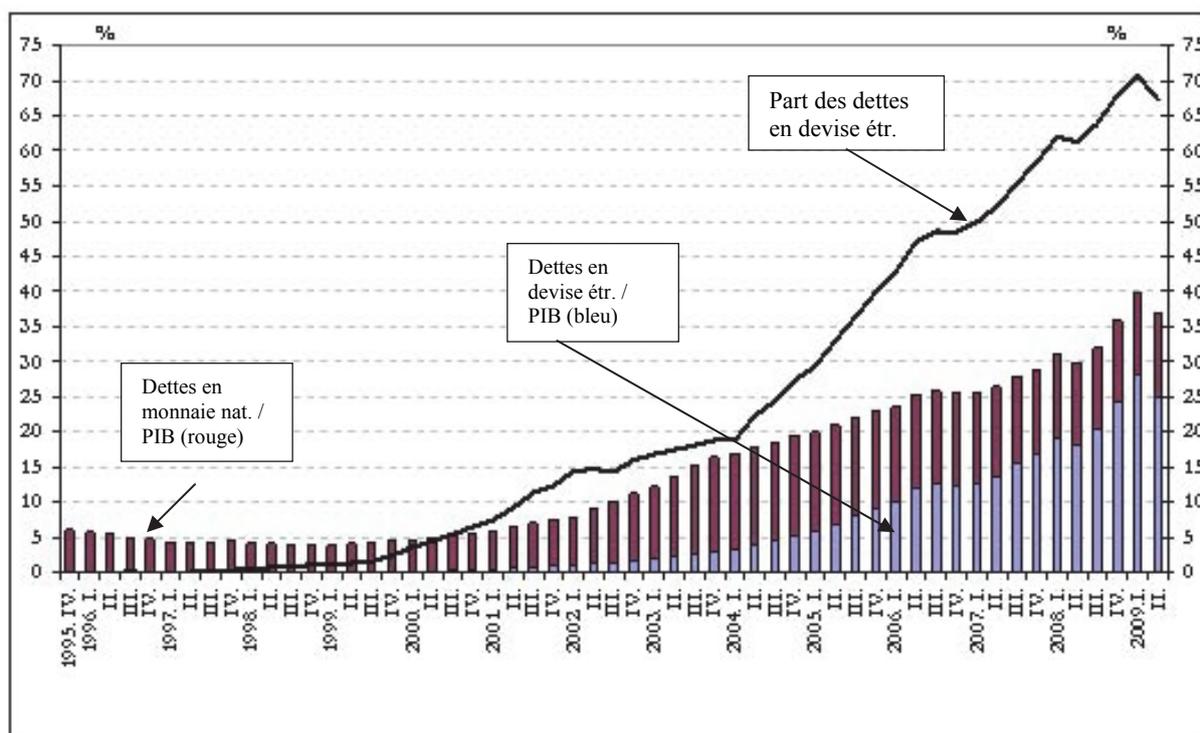
Cela veut dire que quand la banque centrale augmente le taux d'intérêt pour contrebalancer l'augmentation de la demande et elle veut restreindre les conditions monétaires, le résultat sera justement l'opposé de ce qu'elle veut: plus la banque centrale veut être restrictive, plus elle donne l'incitation à prendre des crédits en devise étrangère. On peut voir qu'ainsi la banque centrale veut ralentir le surchauffement de l'économie, mais elle contribue à son accélération, aussi qu'à la détérioration de la position vis-a-vis les agents économiques étrangers et à l'entrée des capitaux étrangers. De plus elle met en danger la stabilité du taux de change et ainsi – involontairement – atteint l'accélération de l'inflation au moins à moyen terme.

L'endettement en devise étrangère des agents économiques et même des ménages peut être considéré comme une décision rationnelle – même si la possibilité de la fluctuation du taux de change représente des risques.<sup>253</sup> Ceci est encore plus vrai si on accentue que les crédits les plus populaires étaient des crédits de logement (des crédits hypothécaires), donc des produits financiers à longue maturité (10-25 ans): pendant une période si longue il est rationnel de supposer qu'à cause de l'appréciation réelle de la monnaie, les clients peuvent même bénéficier des gains de change.<sup>254</sup>

---

<sup>253</sup> Il faut voir que pas seulement l'endettement en devise, mais l'endettement en monnaie nationale aussi représente des risques pour les emprunteurs: dans le premier cas le risque le plus important est celui qui est associé au taux de change, dans le deuxième cas c'est celui qui est lié au taux d'intérêt.

<sup>254</sup> L'appréciation réelle de la monnaie est un processus d'équilibre ce qui peut se faire sous la forme soit de l'appréciation nominale de la monnaie soit de la hausse des prix (l'inflation). Si les pays en question sont en train de s'intégrer à une zone plus développée (comme c'est le cas des pays de l'Europe Centrale et la zone euro) l'inflation doit baisser, donc la seule possibilité d'ajustement est l'appréciation nominale ce qui représente des gains de change pour les emprunteurs.



12. Graphique - L'endettement des ménages (1995-2009)

Source: MNB

La Graphique 12 montre la popularité des prêts en devise étrangère, la part de ces dettes par rapport à la totalité des dettes a atteint 70 pour cent au début de 2009.

On peut voir sur la Figure 9 que le déficit commercial hongrois n'a pas augmenté entre 2004 et 2009, et à cause des restrictions budgétaires et de la crise de 2008-2009 il a même baissé considérablement. Dans un tel environnement le problème de l'endettement en devise étrangère peut se manifester mais pas à cause du creusement du déficit commercial mais à cause des facteurs suivants:

- le déficit de la balance des paiements courants peut augmenter même si le déficit commercial baisse,
- le financement extérieur peut disparaître pour des raisons non-domestiques ce qui peut aussi rendre nécessaire l'ajustement du taux change nominal.

C'est justement ce deuxième facteur qui a causé la dépréciation massive du Forint à la fin de 2008 et au début de 2009. L'ajustement n'était pas le résultat de la détérioration des anticipations des investisseurs concernant le déficit commercial hongrois, mais de la

disparition de la liquidité sur les marchés internationaux après la faillite de la banque américaine *Lehman Brothers*.

### **Résumé du chapitre**

Le chapitre a présenté l'histoire économique de la Hongrie après le changement de régime de 1989 - du point de vue de la relation entre la politique de change et le commerce en mettant l'accent sur les facteurs institutionnels. Le modèle DI présenté au chapitre précédent est appliqué au cas de la Hongrie.

Avant le changement de régime la planification économique a rendu impossible le fonctionnement du marché y compris le système de prix et des incitations – la structure économique a été formée en suivant la logique politique de l'époque. Pendant l'époque de l'économie planifiée, la Hongrie a appliqué un système de change fixe, mais comme le taux de change ne pouvait pas être considéré comme un taux d'équilibre, les autorités devaient dévaluer la monnaie pour améliorer la compétitivité internationale et soulager les problèmes au niveau de la balance extérieure.

Avec l'ouverture des frontières la politique de change devait faire face à la grande question de la politique de change, notamment qu'il n'est pas possible de mener une politique de change de désinflation et une politique de change visant l'amélioration de la position compétitive en même temps. Selon les expériences les autorités n'ont pas été capables de prendre une décision avec toutes ses conséquences : la politique de change a essayé d'éviter l'accélération de l'inflation et la dégradation de la compétitivité internationale aussi ce qui a fait que aucun des deux objectifs n'a été suivi efficacement.

Après le changement de régime la structure politique du pays a radicalement changé, mais la politique de change a fait exception : le nouveau gouvernement a aussi choisi un régime de taux de change fixe avec la possibilité des dévaluations éventuelles en fonction des tendances d'inflation et de la balance des paiements. Entre 1990 et le début de 1995 la modification de la parité n'a pas été de tout exceptionnelle ce qui a rendu tout le système peu crédible. En 1995 toute la politique économique a été modifiée car à cause de la baisse radicale du soutien du gouvernement, la crise de Mexique, l'intensification de la spéculation et l'hésitation du gouvernement le pays s'est trouvé proche de la déclaration de la faillite de l'État. La situation

de crise de 1995 a été la conséquence du fait que les autorités aient donné plus d'importance à la contrainte politique de l'inflation qu'à la contrainte macroéconomique de financement du déficit extérieur.

En 1995 un programme de stabilisation a été accepté dans le cadre duquel le système de change à la parité glissante a été introduit. Ce système a été en vigueur jusqu'au début de 2001.

Le nouveau système de change a amélioré significativement la crédibilité de la politique monétaire et économique et la prévisibilité du taux de change même s'il faut admettre que la baisse des dépenses publiques et la fixation des salaires nominaux ont aussi contribué au succès. La baisse des anticipations d'inflation ont rendu possible la baisse de l'inflation pendant que la dévaluation a amélioré la situation compétitive des producteurs domestiques et ainsi le solde de la balance extérieure. Le déficit commercial a augmenté à un niveau élevé en 2000 mais à cause de l'amélioration de la crédibilité, ce déficit n'a pas été considéré insoutenable par les investisseurs et ainsi il a été possible de le financer sur le marché.

Le risque de faillite est pratiquement disparu à la suite de la stabilisation et du système de change à la parité glissante, mais en 2000-2001 le système a déjà montré des „signes de fatigue”, notamment concernant la désinflation. Les expériences de cette période montrent que la politique de change ne peut modifier que graduellement le niveau du déficit commercial car celui-ci dépend des facteurs macroéconomiques.

La période du ciblage de l'inflation a commencé en 2001 et même maintenant c'est le système de change appliqué en Hongrie. L'objectif des autorités a été l'accélération de la désinflation par une politique monétaire restrictive et l'appréciation de la monnaie nationale. Entre 2001 et 2003 cet objectif est resté prioritaire, mais après 2003 la politique de surévaluation a été rejetée (même si officiellement le ciblage de l'inflation est resté en vigueur) – le rejet avait des raisons essentiellement institutionnels car même si le solde de la balance commerciale s'est amélioré, la dégradation de la position compétitive des exportateurs influents a causé le rejet de ce système.

Depuis 2003 les autorités suivent une politique visant à stabiliser le taux de change ce qui a fait que le taux de change a perdu son rôle canalisateur concernant les anticipations d'inflation. L'année 2003 a été le début des l'endettement des agents économiques

domestiques en devise étrangère aussi ce qui a représenté déjà la contrainte institutionnelle la plus importante de la politique monétaire et de change – à cause de l'endettement en devise des ménages l'ajustement par le change de l'économie est devenue quasi impossible. Cela peut être un des grands défis de la politique économique hongroise si le crédit de 20 milliards d'euros provenant de la FMI, de la Banque Mondiale et de l'Union Européenne ne peut plus assurer le financement extérieur du pays.

## Conclusion générale

Au cours de ce travail de thèse, j'ai cherché à formaliser les relations entre les politiques monétaire et de change et les caractéristiques institutionnelles provenant essentiellement des relations commerciales dans le cas d'une petite économie ouverte. Pour cette formalisation, j'ai construit un modèle représentant les contraintes institutionnelles auxquelles les autorités monétaires doivent faire face je l'ai appliqué au cas de la Hongrie après le changement de régime de 1989.

Le modèle déficit-inflation (le modèle DI) et les expériences hongroises montrent que la politique monétaire et de change ne peut pas réussir si elle ne prend pas en considération les contraintes institutionnelles car même si au niveau macroéconomique elle a des effets positifs, la politique peut être rejetée à cause des groupes d'intérêt étant contre une telle politique. La politique de libéralisation commerciale suppose aussi une politique monétaire et de change adéquate faute de laquelle elle ne peut pas être un succès, au point que la libéralisation peut être renversée.

Le chapitre 1 présente le développement de l'institutionnalisme, une approche intégrant les éléments institutionnels formels et informels de l'économie et de la société aux sciences économiques. Cette intégration ne représente pas le rejet des bases théoriques de l'approche néoclassique mais plutôt l'élargissement du champ d'action des sciences économiques. L'importance des institutions est le résultat du fait que l'économie n'est pas capable de fonctionner sans coûts de transaction et que les institutions peuvent diminuer considérablement ces coûts – donc un environnement institutionnel adéquat peut faciliter les échanges.

L'environnement institutionnel regroupe toutes les institutions capables de réduire l'incertitude des transactions économiques ce qui fait que la politique économique peut être aussi considérée en tant qu'une institution spéciale – la politique économique déterminant les règles à respecter, elle fait aussi partie des institutions. Du point de vue institutionnelle le rôle le plus important de la politique économique est justement de développer les meilleures institutions

possibles et ainsi contribuer à la formation d'un environnement économique stable et prévisible.

L'environnement institutionnel dépend en grande partie des groupes influents de la société car ces groupes ont la possibilité de déterminer les institutions qui les entourent. Le choix de ces groupes dépend de leurs intérêts ce qui signifie que le développement de l'environnement institutionnel peut se faire sans que ce soit avantageux pour la majorité de la société. Le succès d'un changement institutionnel dépend aussi de l'importance du soutien de la part des organisations et des groupes d'influence. Il faut aussi prendre en considération qu'outre le contenu des changements, leur perception a aussi une importance, et la perception peut même déterminer la réaction des différents groupes.

L'environnement institutionnel est un facteur déterminant du développement, de la croissance et de la performance économique. De ce point de vue, les institutions de stabilisation ont un rôle particulier. Comme elles sont capables de minimiser la volatilité macroéconomique et d'écarter les crises financières, elles peuvent aussi contribuer à la stabilité économique en étant une condition importante du développement. Pour être un succès, même la réforme commerciale suppose un environnement institutionnel de haute qualité, y compris une politique monétaire et de change bien définie et adéquate.

Le chapitre 2 montre que la libéralisation commerciale et de la politique économique sont deux domaines interdépendants. D'une part plus l'activité commerciale est importante, plus élevée sera la croissance économique ; d'autre part les chocs macroéconomiques se transmettent sur le marché des changes et les marchés financiers et ainsi peuvent influencer sur les exportations et les importations. Au niveau des prix, le commerce influe sur le prix des biens importés, mais aussi sur les prix relatifs et ainsi sur la structure de l'économie.

Les institutions influent sur le commerce de deux façons : d'une part sur les flux commerciaux et d'autre part sur l'acceptation des réformes commerciales. L'évolution des flux commerciaux suppose la stabilité des institutions et de l'environnement institutionnel formel et informel de l'économie. L'acceptation des réformes commerciales peut se faire en

créant des gagnants et en minimisant les pertes de ceux qui souffrent de l'adaptation imposée par l'ouverture des frontières – les institutions peuvent contribuer aux deux sortes d'acceptation.

La conduite de la politique macroéconomique est un des éléments centraux déterminant le succès de la politique de libéralisation commerciale. La politique fiscale, la politique des revenus, la politique de crédit, l'évolution de la balance des paiements et la crédibilité de la politique économique jouent un rôle déterminant, mais c'est la politique de change qui a une importance particulière de ce point de vue : si la politique de change n'est pas appropriée, la politique de libéralisation peut échouer sans que ses effets positifs puissent se faire sentir.

La politique monétaire optimale – même s'il est difficile de la définir - réduit les risques, les incertitudes et les coûts de transaction, et assure un environnement monétaire stable et prévisible. L'optimisation est difficile car les attentes des groupes d'influence et des secteurs différents sont diverses, et la politique monétaire influe sur plusieurs variables en même temps – avec des effets à court et à long terme différents. Le chapitre 3 montre que, dans les petites économies ouvertes en transition, la réaction aux décisions monétaires se fait essentiellement par les prix, et le canal de transmission efficace est celui du taux de change ce qui donne une importance particulière à la politique de change. À part les effets d'inflation, la politique monétaire et de change influe sur la compétitivité internationale des firmes domestiques et, au moins à court terme, il y a une contradiction entre l'objectif anti-inflationniste et l'objectif concernant la compétitivité, ce qui rend difficile la détermination de la politique de change optimale.

Une des difficultés de la politique économique dans les pays de transition – comme la Hongrie – a été que ces pays devaient faire face à des problèmes macroéconomiques tout en mettant en œuvre des politiques de réforme microéconomique en même temps. Les réformes sont toujours coûteuses, mais elles peuvent être soutenables : le succès suppose entre autres que les autorités soient crédibles et que la structure politique de la société soit telle que les groupes d'influence pour les réformes puissent les protéger contre ceux qui sont contre. Cette dualité des objectifs a rendu difficile la détermination de la stratégie de la politique économique et essentiellement celle de la politique monétaire et de change.

Le chapitre 4 a été consacré à la présentation de l'antagonisme entre les objectifs de désinflation et de compétitivité et présente les politiques ayant l'objectif de manipuler le taux de change : le protectionnisme monétaire visant à défendre les producteurs domestiques contre la compétition internationale et la politique de surévaluation visant l'accélération de la désinflation. Ces deux politiques sont particulièrement importantes du point de vue de l'analyse du cas de la Hongrie car, après le changement de régime en 1989, les deux stratégies ont pu être testées.

La manipulation du taux de change nominal peut affecter les prix relatifs et ainsi peut répliquer certains effets de la politique commerciale. Mais contrairement à la politique commerciale, il est difficile de déterminer s'il s'agit d'une politique de manipulation du taux de change ou de l'évolution normale du taux de change. Cette difficulté provient du fait que le niveau de référence du taux de change (le taux de change d'équilibre) est aussi difficilement définissable. La manipulation du taux de change est souvent détectable seulement à l'aide de ses effets, et selon les expériences les Etats utilisent assez souvent des mesures manipulatives.

L'objectif du protectionnisme monétaire est de défendre les producteurs domestiques et ainsi d'améliorer le solde de la balance commerciale : la politique de surévaluation peut renforcer la politique de désinflation et augmenter le revenu réel à court terme. Les deux sortes de manipulation représentent des dangers à long terme, car soit elles ne sont pas soutenables, soit elles sont coûteuses ; et de plus elles reflètent souvent la dominance des intérêts politiques par rapport aux bénéfices économiques.

Malgré ses effets négatifs à long terme, les mesures protectionnistes et la politique de surévaluation peuvent être attractives du point de vue politique : le premier à cause du fait que les groupes bénéficiant de la protection sont facilement identifiables bien que les agents souffrant des effets indirects ne le soient pas ; le deuxième parce que les effets à court terme sont en général positifs en ce qui concerne le revenu réel des ménages ce qui peut aussi augmenter la popularité du gouvernement.

Il est difficile de déterminer la politique de change optimale pour des périodes de libéralisation, car la capacité de la politique de change d'améliorer la balance commerciale dépend de plusieurs facteurs. Il faut aussi prendre en considération que les groupes d'intérêt peuvent influencer les responsables et changer la stratégie monétaire – donc même si la politique de change optimale est déterminée, il faut que ce soit soutenable politiquement. Les groupes d'intérêt les plus importants à prendre en compte sont les producteurs domestiques, les ménages et les investisseurs internationaux - des agents économiques avec des intérêts fondamentalement différents à court terme.

Le chapitre 5 présente un modèle représentant les contraintes de la politique de change provenant du commerce, en soulignant les facteurs qui ont été déterminants en Hongrie après le changement de régime en 1989. Ce modèle lie les décisions des autorités monétaires concernant le taux de change à l'évolution de l'inflation et de la balance commerciale. Le modèle déficit-inflation (DI) suppose que les autorités monétaires sont capables de contrôler le taux de change nominal et ainsi influencer sur l'inflation, et que l'évolution du taux de change nominal ne se reflète pas complètement dans les prix, donc que la politique de change peut modifier la compétitivité du pays et le solde commercial. Ces hypothèses rendent possible la représentation des effets de la modification du taux de change sur l'inflation et le solde commercial. Et comme le modèle intègre aussi les facteurs institutionnels, il est possible de déterminer les contraintes institutionnelles que les autorités doivent respecter.

Il s'agit de quatre contraintes institutionnelles limitant les possibilités des autorités monétaires. La contrainte provenant des firmes exportatrices domestiques représente une limite à la possibilité pour l'appréciation de la monnaie et ainsi de la politique de surévaluation et de désinflation. La contrainte des investisseurs internationaux est une limite à l'augmentation du déficit commercial car s'ils considèrent le niveau de déficit insoutenable, le financement du déficit peut devenir impossible – cette contrainte limite les possibilités même si le déficit est soutenable en réalité. La contrainte des ménages sensibles à l'inflation limite l'accélération de la hausse des prix car les autorités doivent prendre en considération le niveau d'inflation pas seulement pour des raisons économiques mais aussi politiques car, si l'inflation dépasse un certain niveau, les électeurs peuvent se retourner contre le gouvernement en grand nombre – et comme le gouvernement est supposé de tenter de maximiser le nombre de ses électeurs, cette contrainte d'inflation peut être très importante. La

dernière contrainte du modèle est celle de l'endettement des ménages en devise étrangère ce qui n'est pas typique pour tous les pays en transition. Mais comme en Europe Centrale cette pratique a été assez répandue, elle fait partie du modèle. Cette contrainte est particulièrement importante car elle rend pratiquement impossible la dépréciation de la monnaie après un certain niveau – ce qui signifie qu'au cas d'une situation de déséquilibre extérieur l'ajustement par le change ne peut pas se réaliser.

Ces contraintes déterminent le cadre dans lequel la politique monétaire et de change peut opérer : si ces limites ne sont pas respectées, la politique de change ne sera pas soutenable – les groupes d'intérêt influents vont atteindre le rejet d'une telle politique. Le modèle DI montre que la politique monétaire et de change ne se focalisant que sur la désinflation est insoutenable – justement à cause du non-respect des limites provenant des contraintes institutionnelle car la politique essayant de modérer l'inflation à tout prix a intérêt à maintenir un taux de change surévalué, ce qui peut causer la contre-attaque des exportateurs et des prêteurs en devise.

Le chapitre 6 applique le modèle DI à la Hongrie d'après 1989 et montre que les expériences soutiennent la conclusion théorique du modèle : la politique de change ne prenant pas en compte les contraintes institutionnelles ne peut pas être soutenable.

Le changement de régime a représenté une vraie rupture au niveau politique et économique et au niveau de la relation entre ces deux sphères sociales. Avant 1989 la structure économique a été formée en suivant la logique politique, et la planification économique a rendu impossible le fonctionnement du marché y compris le système de prix et des incitations. Pendant l'époque de l'économie planifiée, la Hongrie a appliqué un système de change fixe avec la possibilité de dévaluer la monnaie pour améliorer la compétitivité internationale et soulager les problèmes de la balance extérieure. Comme la compétitivité hors-prix de l'économie a été faible, la dévaluation n'a pas été exceptionnelle mais faisait plutôt partie du système dont les bases et la structure ont été gardées même après le changement de régime.

Après 1989, la politique de change a essayé d'éviter l'accélération de l'inflation et la

dégradation de la compétitivité internationale en même temps, ce qui a fait qu'aucun des deux objectifs n'a été suivi efficacement – les dévaluations n'ont pas pu améliorer significativement la compétitivité et l'inflation s'est accélérée. Entre 1990 et le début de 1995, la modification de la parité n'a pas été exceptionnelle non-plus ce qui a détérioré vite la crédibilité du système de change et de la politique monétaire. En 1994, les partis du gouvernement conservateur a perdu les élections, mais le nouveau gouvernement de gauche n'a pas commencé une stabilisation non-plus – en 1995 l'équilibre extérieur (et intérieur) s'est dégradé autant que le financement du déficit est devenu douteux, ce qui a rendu une correction de la politique économique inévitable.

En 1995, toute la politique économique a été modifiée car, à cause de la chute du soutien apporté du gouvernement, la crise du Mexique, l'intensification de la spéculation et l'hésitation du gouvernement, le pays s'est trouvé proche de la déclaration de la faillite de l'Etat. Le programme de stabilisation de 1995 a abaissé les dépenses de l'Etat, a fixé les salaires nominaux, et a mis en place un nouveau système de change, celui d'une parité glissante, et même des droits de douane supplémentaires ont été introduits. Ce système a été en vigueur jusqu'au début de 2001, et même s'il a des coûts sociaux significatifs, il a réussi à stabiliser la situation macroéconomique.

Le succès du nouveau système de change a été avant tout la conséquence de l'amélioration de la crédibilité de la politique monétaire et la prévisibilité du taux de change – le système des dévaluations éventuelles a été rejeté justement à cause de la perte totale de crédibilité et de la non-prévisibilité du taux de change. La modération des anticipations d'inflation ont rendu possible la baisse de l'inflation pendant que la dévaluation a amélioré la situation compétitive des producteurs domestiques et ainsi le solde de la balance extérieure – temporairement la politique de change pouvait réconcilier les deux objectifs de la politique de change. Le déficit commercial a augmenté à un niveau aussi élevé en 2000 qu'en 1995 mais il n'a pas été considéré comme insoutenable, donc il a été possible de le financer sur le marché.

Malgré les résultats et la stabilisation macroéconomique, en 2000-2001 le processus de désinflation s'est arrêté ce qui a causé la modification du système de change : en 2001 le ciblage de l'inflation a été introduit avec l'objectif d'atteindre la désinflation la plus rapide

possible et ainsi l'introduction de l'euro le plus tôt possible. Selon la stratégie annoncée et réalisée en 2001-2003, l'accélération de la désinflation a été assurée par une politique monétaire restrictive et l'appréciation de la monnaie nationale. L'appréciation du taux de change a été significative et l'inflation a baissé. De plus, à cause de la modification de l'environnement macroéconomique, même le déficit commercial a baissé. En 2002, la politique de change suivie par la banque nationale est devenue un des sujets centraux de la campagne électorale. Comme le parti gagnant les élections a été contre la politique de surévaluation, il n'a pas été surprenant qu'en 2003 – sous la pression du gouvernement – la parité centrale ait été dévaluée. Officiellement le ciblage de l'inflation est resté en vigueur, mais en pratique la dévaluation a signifié la fin de la période ayant commencé en 2001. Après 2003, les autorités ont commencé à suivre une politique visant à stabiliser le taux de change, ce qui a fait que le taux de change a perdu son rôle canalisateur concernant les anticipations d'inflation – donc l'élément central du système de 2001 a ainsi été mis à côté.

L'année 2003 a été le début de l'endettement des agents économiques domestiques en devises étrangères, un changement qui ne paraissait pas dangereux à l'époque mais qui représente déjà la contrainte institutionnelle la plus importante de la politique monétaire et de change. A cause de l'endettement en devise des ménages la dépréciation de la monnaie et l'ajustement par le change de l'économie est devenue quasi impossible.

### **Mise en perspective des résultats**

La relation entre commerce et politique de change est un sujet dont plusieurs modèles macroéconomiques s'occupent : il suffit de penser à l'approche d'élasticité et d'absorption, à l'approche monétariste, au modèle de Mundell-Fleming, au modèle de surajustement de Dornbusch ou aux diagrammes de Salter-Pearce. Ces modèles sont centrés sur les effets économiques de la variation ou de la manipulation du taux de change et montrent comment les variables macroéconomiques, y compris le solde de la balance commerciale, peuvent réagir.

L'objectif de ma thèse a été l'intégration des facteurs institutionnels à ces relations pour

démontrer qu'à part les effets macroéconomiques, les effets institutionnels aussi peuvent avoir une importance en ce qui concerne la formation de la politique économique et en particulier de la politique monétaire et de change. Mon point de départ a été que, sans prendre en considération l'environnement institutionnel, la politique économique ne peut pas être un succès car les groupes d'intérêt peuvent facilement renverser la politique même si elle est avantageuse selon les modèles économiques.

L'intégration des facteurs institutionnels a des conséquences à deux niveaux : d'une part la politique monétaire et de change ne peut pas réussir si elle ne prend pas en compte les contraintes institutionnelles provenant essentiellement du commerce, et d'autre part la libéralisation commerciale peut aussi échouer si elle n'est pas soutenue par une politique monétaire et de change adéquate.

En ce qui concerne le premier point, la politique monétaire et de change ne se focalisant que sur l'évolution des prix (la désinflation) peut échouer même si on accepte qu'à long terme la politique monétaire ne peut influencer que sur les variables nominales. L'explication de cette constatation est que, dans une petite économie ouverte, la politique monétaire peut contribuer à la désinflation en appréciant la monnaie nationale ce qui peut causer la dégradation de la compétitivité des producteurs domestiques. Si ces producteurs sont assez influents (plus influents que les gagnants à une telle politique), la politique de désinflation peut être rejetée, même si l'environnement économique général profite d'une telle politique de surévaluation. En ce qui concerne le deuxième point, il faut que l'environnement institutionnel soit adéquat à la politique commerciale appliquée. S'il s'agit d'une libéralisation commerciale causant à court terme la hausse du déficit commercial, il faut que la politique monétaire puisse contrebalancer ces effets négatifs en améliorant la compétitivité, car autrement l'augmentation du déficit peut représenter la fin de la libéralisation.

Les expériences hongroises donnent des exemples aux deux sortes d'échec : la libéralisation commerciale a été suivie de l'introduction d'une protection supplémentaire pour les biens industriels en 1995 quand les investisseurs internationaux ont commencé à considérer le déficit commercial hongrois insoutenable ; et la désinflation a été rejetée en 2003 sous la pression des exportateurs hongrois. La situation de crise de 1995 a été la conséquence du fait

que les autorités ont donné plus d'importance à la contrainte politique de l'inflation qu'à la contrainte macroéconomique de financement du déficit extérieur. Quant à 2003, c'est la contrainte des exportateurs qui n'a pas été prise en considération. Le rejet du système du ciblage de l'inflation avait des raisons essentiellement institutionnelles car, même si le solde de la balance commerciale s'est amélioré, la dégradation de la position compétitive des exportateurs influents a causé finalement la modification de la stratégie monétaire et de change. L'histoire économique de la Hongrie montre aussi que la perception des événements est aussi importante que les faits : le déficit commercial a augmenté à un niveau aussi élevé en 2000 qu'en 1995, mais le déficit a été jugé insoutenable seulement en 1995, alors que cinq ans plus tard, la politique économique a été considérée crédible par les investisseurs.

La politique monétaire n'étant centrée que sur la désinflation peut présenter d'autres risques aussi au niveau institutionnel si elle est accompagnée de la libéralisation des marchés de change et de la convertibilité de la monnaie. Si la politique monétaire tente d'abaisser l'inflation en appréciant la monnaie, cela suppose un niveau du taux d'intérêt relativement élevé – ce qui rend les crédits domestiques moins attractifs que les crédits en devises étrangères. Si les autorités donnent la possibilité aux agents économiques ne disposant pas des revenus en devise étrangère de s'endetter en devises étrangères, une nouvelle contrainte institutionnelle importante peut apparaître : celle de l'endettement en devises. Si une partie suffisamment grande des ménages est endettée en devises étrangères, la dépréciation de la monnaie nationale représente des problèmes quotidiens à une partie suffisamment grande des électeurs – ce qui rend difficile ou même impossible au niveau politique la dévaluation de la monnaie. Ce fait peut être une contrainte très importante si le déséquilibre extérieur de l'économie exige l'ajustement du taux de change : c'est le cas de la Hongrie actuelle qui doit faire face à ce défi.

Du point de vue de la politique de désinflation par le change, même l'indépendance de la banque centrale peut représenter des risques. Selon Barro et Gordon (1983) et Kydland et Prescott (1977) pour être crédible et réussir la banque centrale doit être indépendante du gouvernement faisant face régulièrement aux challenges des élections et ne doit suivre que l'objectif de la stabilité des prix. Il est vrai que l'intégration directe des objectifs de croissance et d'emploi peut détruire la crédibilité de la politique monétaire et ainsi lancer la dérive inflationniste. Mais en même temps il faut aussi voir qu'une politique monétaire ne se

focalisant que sur les prix peut être facilement rejetée à cause des conséquences secondaires sur la compétitivité des exportateurs.

Pour cette même raison, les critères de convergence du traité de Maastricht peuvent aussi représenter des dangers pour les pays de transition proches d'entrer dans la zone euro, comme la Hongrie. Comme un des critères est que le taux d'inflation ne doit pas dépasser de plus de 1,5 points celui des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix, les autorités sont incitées à réduire l'inflation le plus vite possible – ce qui peut prendre la forme d'une politique de dévaluation avec tous les problèmes institutionnels déjà mentionnés.

### **Voies de recherches futures**

La formalisation de la relation du commerce, de la politique économique et de l'environnement institutionnel a été faite à l'aide d'un modèle, mais cette thèse ne permet pas de préciser totalement le fonctionnement du modèle. Le modèle DI peut être considéré plutôt comme un point de départ pour l'analyse des facteurs institutionnels provenant du commerce et des autres branches de l'économie et de la société.

Les possibilités d'application du modèle DI sont limitées par la construction du modèle : d'une part il ne représente que le cas des petites économies ouvertes, et les expériences hongroises montrent bien que si la structure de l'économie et l'environnement international changent vite et de façon radicale, le modèle devient plus difficilement utilisable. Le modèle suppose que le canal de transmission monétaire le plus important (voire l'unique) est le taux de change, que le pass-through est loin d'être complet et que l'économie nationale n'est pas dominée par les firmes multinationales (donc des firmes exportatrices avec des importations importantes).

Il serait possible d'améliorer le modèle en déterminant la position et la forme exacte des droites de contrainte et des droites représentant la relation du taux de change, de l'inflation et de la balance commerciale. Une telle amélioration suppose des recherches empiriques très

détaillées pour chaque pays. La détermination de la droite « inflation-taux de change » et la droite de contrainte de la structure de l'économie suppose l'analyse statistique des variables macroéconomiques. Mais celle des droites de contrainte de l'inflation sensible, du taux de change des exportateurs, de l'endettement en devise et de financement extérieur exige une approche fortement inductive.

Dans les pays en transition – comme en Europe Centrale - pour les années à venir, l'une des préoccupations majeures des responsables politiques sera la détermination des limites politiques et institutionnelles de la politique économique car la représentation des intérêts des différents groupes de la société seront de plus en plus forte. L'implication pratique de mon travail peut être justement l'intégration de cette approche dans les modèles macroéconomiques ce qui rend évident qu'il n'est pas possible de prendre les décisions de la politique économique sans l'appui des différentes branches de la société et des agents économiques étrangers. Même si la politique économique agit à long terme, elle doit toujours tenir compte des conséquences secondaires à court terme et de la force des groupes d'intérêt.

## **Annexe**

## L'approche d'élasticité<sup>255</sup>

Selon l'approche d'élasticité la demande et l'offre de la monnaie sont déterminées par la balance commerciale. Les résidents domestiques ne font attention qu'aux prix exprimés en monnaie domestiques, donc la demande pour les biens d'importation ne dépend que du prix des importations exprimé en monnaie domestique et l'offre des firmes domestiques du prix des exportations exprimée en monnaie domestiques. Il est de même pour les résidents étrangers aussi, qui ne s'intéressent qu'aux prix exprimés en devise étrangère. Les effets du changement du revenu concernant la demande sont ignorés, et l'offre est supposée infiniment élastique. Dans de telles circonstances la production est déterminée par la demande.

$$M = M(EP^*)$$

$$X = X(P/E)^{256}$$

Une dévaluation de la monnaie domestique, donc une augmentation de E, baisse le prix des exportations pour les étrangers, donc augmente la quantité demandée, et augmente le prix des importations pour les domestiques, donc baisse la quantité demandée.

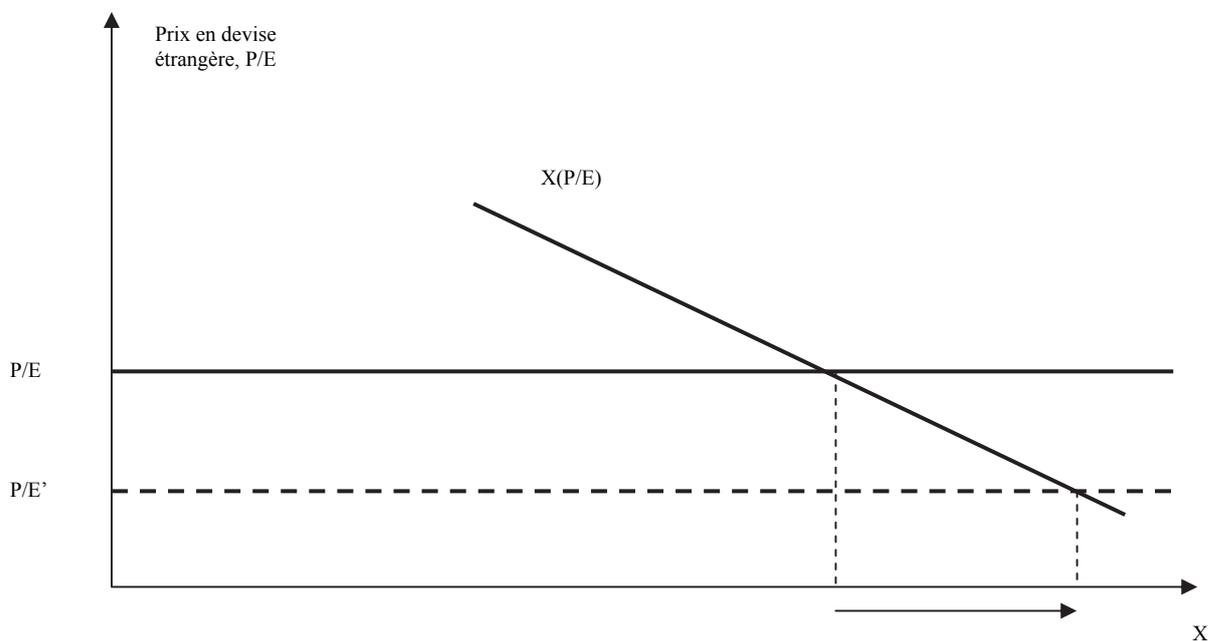
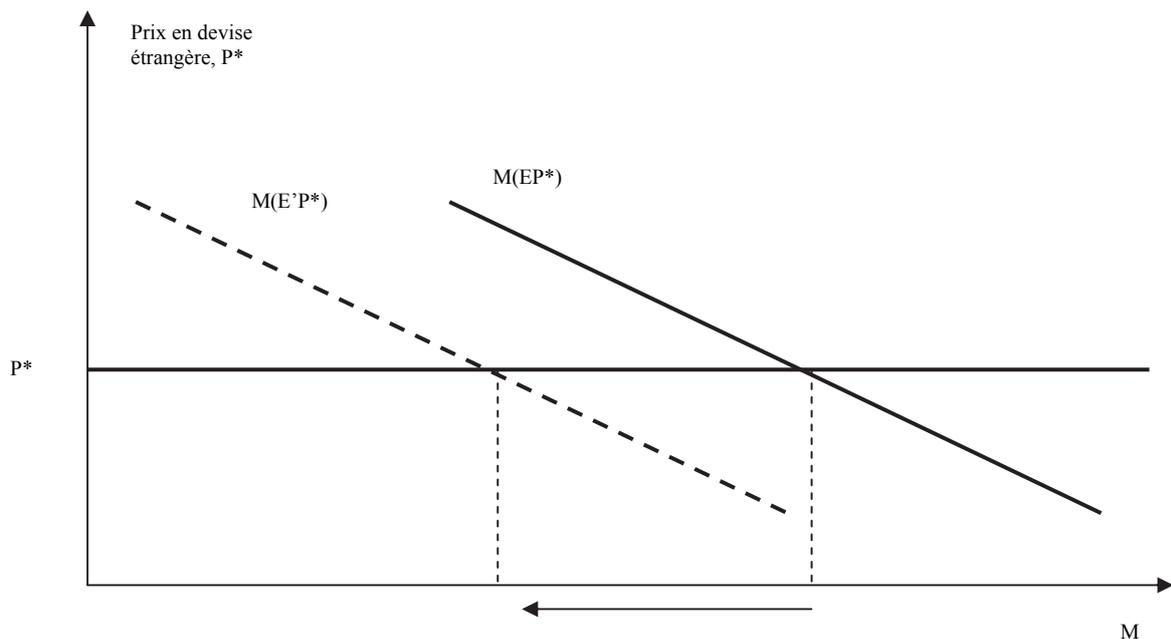
Les effets d'une dévaluation sur la balance commerciale peuvent être décomposés en trois facteurs :

- la dévaluation diminue la quantité des biens importés, et comme le prix exprimé en devise étrangère est fixe, il est certain que les dépenses liées aux importations vont se réduire aussi,
- la dévaluation augmente la quantité des biens exportés, ce qui tend à améliorer la balance commerciale,
- chaque bien exporté va générer moins de recettes en devise étrangère, car le prix est supposé fixe en monnaie domestique, ce qui détériore la balance commerciale.

---

<sup>255</sup> Dans la description des différentes approches théoriques concernant les effets de la modification du taux de change j'utilise Richard CAVES, Jeffrey FRANKEL, Ronald JONES: World Trade and Payments: An Introduction.

<sup>256</sup> M est la demande pour les biens d'importations, X est la demande pour les biens d'exportations, E est le taux de change nominal, P\* est le niveau des prix étrangers, P est celui des prix domestiques. Les prix – P et P\* - sont supposés fixes dans ces modèles, donc les prix relatifs ne dépend que du taux de change nominal.



Cela veut dire que la conséquence d'une dévaluation sur la balance commerciale n'est pas prévisible. Si on suppose que l'économie était dans une situation d'équilibre extérieur avant la dévaluation, la condition nécessaire et suffisante pour que la dévaluation améliore la balance commerciale est la condition connue sous le nom de la condition Marshall - Lerner :

$$\epsilon_x + \epsilon_m > 1^{257}$$

Si la balance commerciale est mesurée en monnaie domestique, la condition nécessaire et suffisante pour l'amélioration de la balance commerciale est plus sévère que la condition Marshall – Lerner. Cette approche a été critiquée avant tout parce qu'elle suppose que les prix sont fixes, et ne s'intéresse qu'à la balance commerciale n'étant actuellement qu'un des déterminants de la balance des paiements courants.

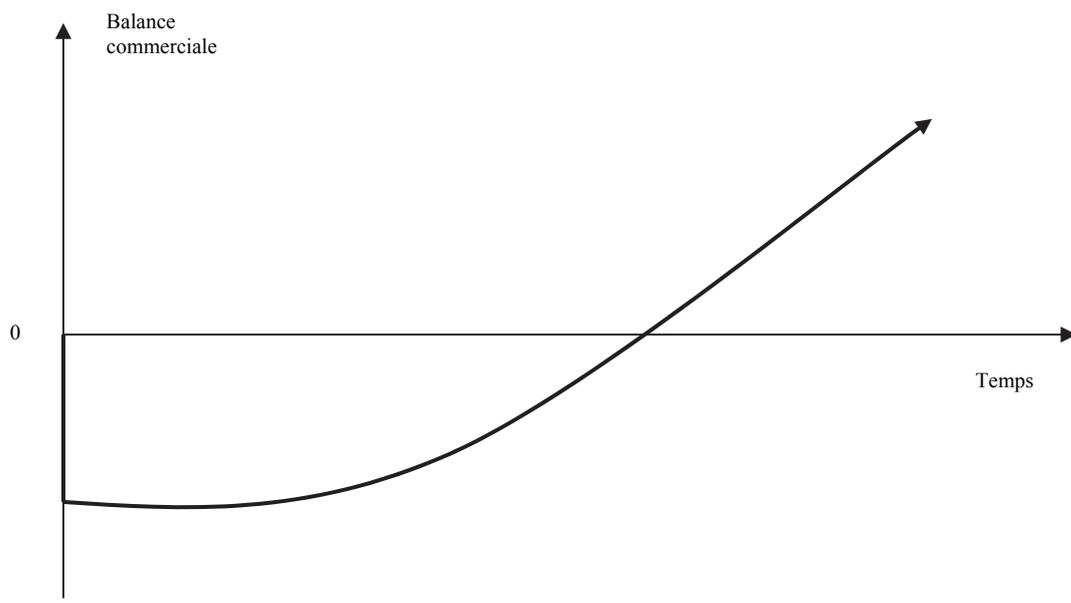
Il est à noter que même si la condition Marshall – Lerner est satisfaite, la réaction de la balance commerciale à la dévaluation peut prendre du temps. Selon certaines études<sup>258</sup> c'est 50 pour cent de l'ajustement des quantités qui apparaissent pendant les trois premières années, et 90 pour cent au bout de cinq ans. Les raisons les plus importantes de ce retard sont les suivantes :

- les informations ne sont pas parfaites, donc les agents n'aperçoivent pas tout de suite que les prix relatifs ont changé,
- la modification des ordres prend du temps,
- même si les ordres sont modifiés, il peut y avoir un retard au niveau de la livraison,
- il est possible que la réaction des producteurs soit le déménagement des usines dans les pays qui disposent d'un avantage de change.

Ce phénomène est décrit par la courbe-J : au moment de la dévaluation la condition Marshall –Lerner n'est pas satisfaite à cause des retards présentés ci-dessus, mais après un certain temps la demande pour les biens d'exportation commence à augmenter et les importations baissent en améliorant la balance commerciale.

---

<sup>257</sup>  $\epsilon_x$  et  $\epsilon_m$  sont les élasticités des demandes pour les exportations et les importations respectivement.  
<sup>258</sup> Voir CAVES– FRANKEL– JONES *op. cit.*



## L'approche d'absorption

Cette approche d'inspiration keynésienne - les prix sont supposés fixes et la variation de la demande se reflète au niveau des quantités et non à celui des prix – peut être considérée comme la version développée de l'approche d'élasticité. Les hypothèses du modèle sont acceptables à court terme, et surtout dans les économies avec du chômage et des capacités non utilisées. La différence la plus importante par rapport à l'approche d'élasticité est que celle-ci reconnaît que la demande dépend du revenu et pas seulement des prix relatifs.

$$M = M(E, Y)$$
$$X = X(E, Y^*)^{259}$$

Dans les modèles keynésiens la demande et l'offre s'égalisent au niveau macroéconomique :

$$Y = C + I + G + (X - M)$$
$$Y = C' + cY + I' + G' + X' - (M' + mY)$$
$$Y = (A' + X' - M')(s + m)^{260}$$

$$C + S + T = C + I + G + (X - M)$$
$$S + (T - G) - I = (X - M) = TB$$

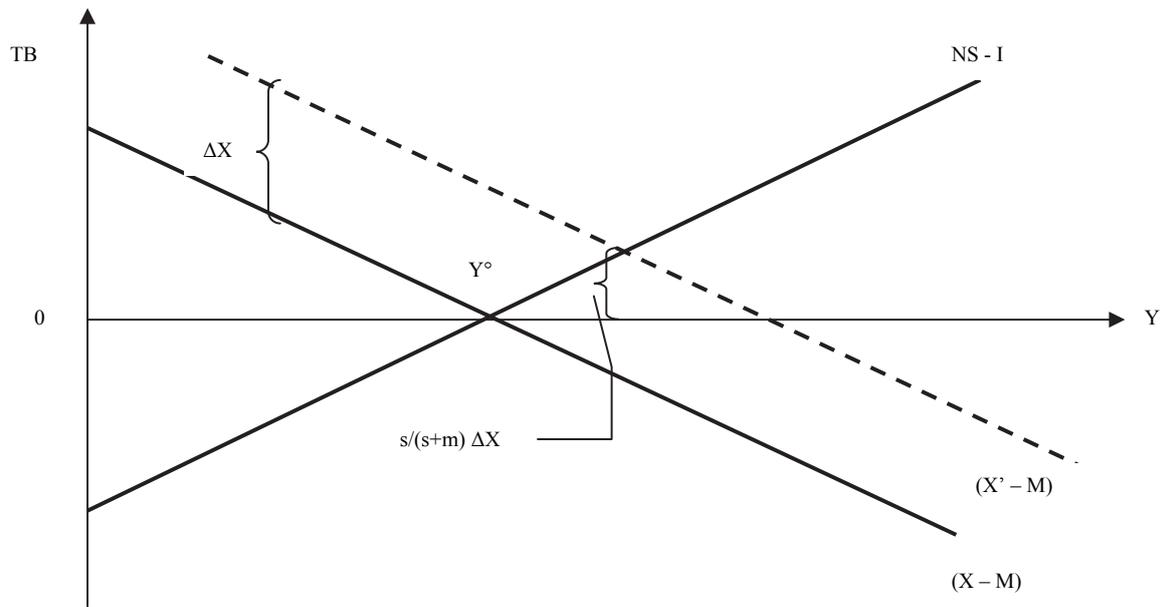
Si on définit les épargnes macroéconomiques comme la somme des épargnes des entreprises, des ménages et le surplus du gouvernement on a :

$$NS = S + (T - G)$$
$$NS - I = TB$$

---

<sup>259</sup> Y symbolise le revenu nominal.

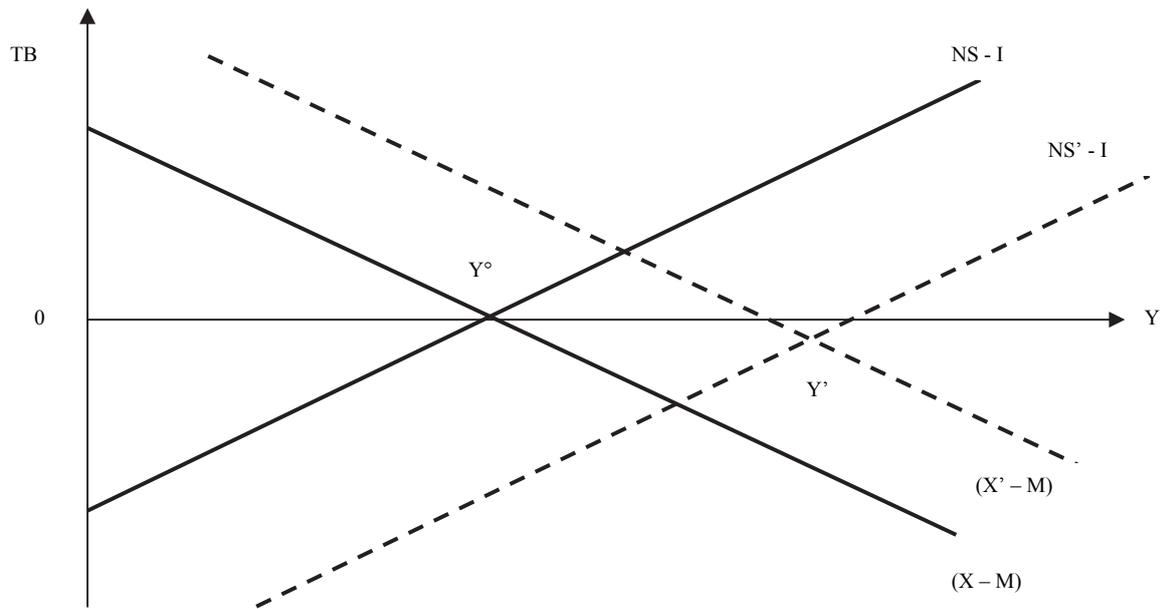
<sup>260</sup> Les indices ' indiquent qu'ils s'agit des variables exogènes, s est la propension marginale à épargner et m est la propension marginale à importer.



Si la condition Marshall – Lerner est satisfaite et il y a des capacités libres dans l'économie, une dévaluation a des effets sur les exportations nettes, mais en même temps modifie le revenu disponible aussi. Mais cela veut dire que les importations vont augmenter et ainsi les effets positifs de la dévaluation ne seront pas si importants que sans la prise en considération des effets de revenu aussi, car  $\Delta X < s/(s+m)\Delta X$ .

A part cet effet lié au revenu, il y a un effet lié aux termes de change aussi. Si on mesure le revenu en déterminant les épargnes, la consommation et les importations au moins en partie en devise étrangère, il ne faut pas oublier que la dévaluation modifie les termes de change, et baisse ainsi le revenu réel. Autrement dit, si le revenu réel baisse à cause de la modification des termes de change, cela veut dire que les agents économiques vont épargner moins pour maintenir le même niveau de vie qu'avant la dévaluation.<sup>261</sup> Dans la littérature scientifique cet effet s'appelle l'effet Laursen – Metzler – Harberger.

<sup>261</sup> Dans les modèles keynésiens la baisse du revenu est accompagnée d'une baisse moins importante au niveau de la consommation, donc si le revenu réel se réduit à cause de la détérioration des termes de change, les épargnes vont baisser aussi.



Graphiquement cela veut dire qu'au cas d'une dévaluation ce n'est pas que la droite \$(X-M)\$ qui va glisser vers le haut, mais en même temps la droite \$(NS-I)\$ va glisser vers le bas. Ainsi il est possible que le nouveau point d'intersection des deux droites \$(Y')\$ donne une situation avec une balance commerciale déficitaire, donc la dévaluation peut détériorer le solde extérieur. La nouvelle condition nécessaire et suffisante pour l'amélioration de la balance commerciale après une dévaluation est la suivante :

$$\epsilon_x + \epsilon_m > 1 + m + m^* \text{ }^{262}$$

Cette équation reflète qu'à côté des effets de prix, les conséquences de la dévaluation dépendent de la variation des revenus réels domestique et étranger. Suite à la dévaluation le revenu réel domestique augmente à cause de l'augmentation des exportations, et cela va accroître les importations en fonction de la propension marginale à importer. La dévaluation réduit le revenu réel étranger en baissant les exportations étrangères, ce qui va réduire les importations des étrangers dépendant de la propension marginale des étrangers.

<sup>262</sup> Dans cette équation \$m\$ et \$m^\*\$ signifient les propensions marginales des importations par rapport au revenu domestique et étranger.

## L'approche monétariste

L'école monétariste représente une vision complètement nouvelle par rapport aux deux précédentes. Les économistes de l'approche d'élasticité parlent de la balance commerciale et celle des services, car la notion de l'élasticité n'est pas utilisable en parlant des autres balances extérieures. En ce qui concerne l'école d'absorption, la balance utilisée n'est pas définie précisément, mais on peut supposer qu'elle est un peu plus large que celle utilisée par l'école d'élasticité, mais elle ne contient sûrement pas les mouvements des capitaux. Les économistes monétaristes définissent la balance extérieure encore plus largement, car eux, ils prennent en considération toutes les opérations de la balance des paiements sauf la variation de la position nette du secteur bancaire face à l'étranger.

Pour les monétaristes la balance des paiements est un phénomène monétaire. Contrairement aux keynésiens, les monétaristes supposent que les prix sont parfaitement flexibles et la parité du pouvoir d'achat se tient :

$$P = EP^*$$

Si la parité du pouvoir d'achat se tient, cela veut dire qu'une dévaluation se reflète tout de suite au niveau des prix domestiques qui augmentent de la même proportion. La fonction de demande de la monnaie peut être décrite à l'aide de la fonction de Cambridge :

$$M = kPy$$

Les agents adaptent leurs encaisses monétaires actuelles aux encaisses monétaires désirées en épargnant. L'ajustement des encaisses peut être décrit par la fonction suivante :

$$H = \delta(M - M^a) = \delta(kPy - M^a)^{263}$$

L'approche monétariste suppose que les autorités monétaires ne stérilisent pas après les différents mouvements de capitaux, donc le taux de croissance de la masse monétaire est égal

---

<sup>263</sup> H désigne les épargnes et ainsi du changement des encaisses monétaires dans le temps,  $M^a$  représente les encaisses monétaires actuelles – donc autrement dit l'offre de la monnaie - et  $\delta$  la vitesse de l'ajustement.

au taux d'accumulation des réserves internationales de la banque centrale déterminé par le solde de la balance des opérations monétaires.

$$MB = Res + NDA$$

$$BP = \Delta Res$$

$$BP = H = \delta k P_y - \delta M^a \text{ }^{264}$$

Comme les monétaristes supposent la flexibilité parfaite des prix et des salaires, l'offre globale est complètement inélastique. Le solde extérieur ne dépend que du niveau des prix, car la production est toujours à son niveau de plein-emploi, donc pour chaque  $M^a$  donné on peut déterminer la relation entre le solde extérieur et le niveau des prix. La pente de l'équation  $H = \delta k P_y - \delta M^a$  est positive, car un niveau de prix plus élevé augmente la demande de la monnaie qui ne peut être satisfaite qu'à l'aide du surplus de la balance extérieure.<sup>265</sup>

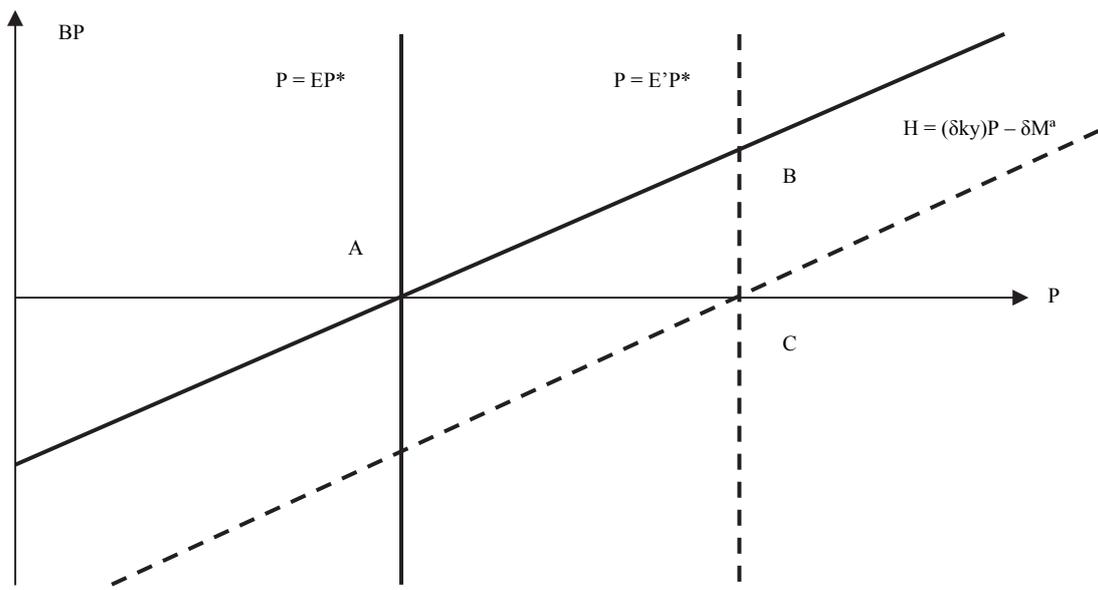
La dévaluation augmente le niveau des prix domestiques, donc la ligne verticale représentant les prix glisse vers la droite et le nouveau point d'équilibre est le point B : la hausse des prix a augmenté la demande de la monnaie, donc les agents réduisent leurs dépenses et/ou augmentent leurs épargnes. La balance des opérations monétaires montre un surplus, mais cette fois-ci, ce n'est pas l'augmentation des exportations nettes stimulée par la modification des prix relatifs qui explique cette amélioration de la balance, mais l'accroissement de la demande de la monnaie.

Mais le point B n'est pas un équilibre à long terme, car si la balance extérieure a un surplus, cela veut dire que l'offre de la monnaie augmente, et on va se trouver au point C où la demande de la monnaie est de nouveau égale à l'offre. Le nouveau point d'équilibre représente une situation avec un niveau de prix et une quantité de monnaie en circulation plus élevés, mais l'amélioration de la balance extérieure n'était que temporelle.

---

<sup>264</sup> MB représente la base monétaire, Res les réserves internationales, NDA les crédits domestiques et BP le solde de la balance des opérations monétaires.

<sup>265</sup> On suppose que les crédits domestiques n'augmentent pas.



## Le modèle IS/LM/BP de Mundell-Fleming

Le modèle de Mundell-Fleming a été développé au début des années 1960<sup>266</sup> et applique le schéma IS/LM à une économie ouverte. Le modèle donne une réponse aux questions suivantes:

- Comment sont ils déterminés, les variables macroéconomiques – le PIB, l’inflation, balance des paiements, les taux de change et les taux d’intérêt – dans une économie ouverte avec des transactions financières et des échanges internationaux ?
- Comment sont les effets de la modification de la politique monétaire et fiscale dans un tel pays ?

Le modèle Mundell-Fleming peut être considéré en tant que le modèle macroéconomique standard, mais en même-temps il faut reconnaître que certaines suppositions du modèle le rend assez irréaliste surtout au cas des pays en voie de développement et en transition.

Les modèles macroéconomiques s’occupent traditionnellement de trois aspects de l’activité économique:

- la demande agrégée (les courbes Is et LM représentant les marchés des biens et de la monnaie),
- l’offre agrégée (la fonction de production et le marché de travail),
- la balance des paiements (la balance des paiements courants et celle des capitaux).

Le modèle Mundell-Fleming donne une combinaison des aspects (1) et (3) ce qui veut dire que dans sa version la plus simple ce modèle n’a pas de contrainte concernant l’offre agrégée. Ce modèle suppose que le capital et le travail sont sous-employés dans l’économie en question donc un stimulus de la demande va plutôt augmenter le PIB que causer la hausse généralisée des prix.

---

<sup>266</sup> Robert Mundell et Marcus Fleming ont travaillé ensemble au Fonds Monétaire International (FMI) au début des années 1960, leur article formalisant ce modèle a paru en 1962. Mundell a reçu le prix Nobel des sciences économiques en 1999 partiellement à cause du développement de ce modèle.

Le modèle de Mundell-Fleming de base étudie une économie ouverte en prenant les performances des autres économies comme des données ce qui veut dire qu'un tel modèle est applicable avant tout aux petites économies ouvertes. Il existe des versions du modèle qui prend en considération l'interdépendance des économies nationales, mais comme les pays de l'Europe Centrale ne représentent pas des une telle importance économique, on n'aura pas besoin des versions du modelé développées dans cette direction.

En ce qui concerne la courbe IS du modelé de Mundell-Fleming on aura les équations suivantes<sup>267</sup>:

1.  $Y + IM(Y,E) = C(Y) + I(r) + G + X(Y^*, E)$
2.  $BC = X(Y^*,E) - IM(Y,E)$
3.  $E = eP^*/P$ <sup>268</sup>

Il faut accentuer que BC reprend l'ensemble des opérations sur biens et services entre le pays et le reste du monde, et les variables ci-haut sont des variables réels (ils sont donc corrigés avec le niveau des prix domestiques, „P”). On suppose aussi que l'augmentation de „E” représente la dépréciation réelle de la monnaie domestique.

On a les suppositions suivantes concernant ces équations:

4.  $IM_1 > 0, IM_2 < 0, X_1 > 0, X_2 > 0, C_1 > 0, I_1 < 0$ <sup>269</sup>

Cette hypothèse suppose explicitement que la condition Marshall-Lerner est satisfaite<sup>270</sup>, donc la dépréciation réelle de la monnaie améliore la balance courante si les autres variables sont inchangés.

---

<sup>267</sup> Pour la description du modèle voir entre autre [http://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture\\_F/lec08.htm](http://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture_F/lec08.htm)

<sup>268</sup> Dans ces équations: „Y” représente le revenu national distribué, „IM” les importations, „C” la consommation privée, „I” les investissements, „G” les dépenses publiques, „X” les exportations, „BC” la balance courante, Y\* le revenu du reste du monde, „r” le taux d'interet „e” le taux de change nominal et „E” le taux de change réel. „P” et „P\*” sont les niveaux des prix domestiques et étranger respectivement.

<sup>269</sup> „IM1” représente le dérivé partiel des importations par rapport au premier variable explicatif. La meme notation s'applique aux autres variables aussi.

<sup>270</sup> Cette condition exige que les volumes des produits échangés répondent suffisamment a la modification des prix relatifs.

Ces équations différentielles déterminent la pente et les possibles déplacements de la courbe IS lorsque  $G$ ,  $Y^*$  et  $E$  varient dans le référentiel  $(r, Y)$  du schéma IS/LM. La pente de IS est négative dans le plan  $(r, Y)$ , et elle glisse à droite si  $G$ ,  $Y^*$  ou  $E$  augmente (si les dépenses publiques augmentent, s'il y a une conjoncture à l'étranger ou si la monnaie domestique se déprécie en termes réels).

La courbe LM représentant l'équilibre sur le marché de la monnaie est la même dans le modèle de Mundell-Fleming que dans la version originale du modèle IS/LM. Il faut reconnaître que le modèle Mundell-Fleming ne s'occupe de la question de la substitution de la monnaie domestique par une monnaie étrangère donc du phénomène appelé „dollarisation” ou „euroisation”<sup>271</sup>. Dans les pays développés cette supposition peut être considérée comme réelle, mais dans les pays en voie de développement la substitution de la monnaie peut être un facteur important influençant la demande de la monnaie.

La courbe LM s'écrit de la façon suivante:

$$5. M^s/P = M^D(r, Y)$$

et

$$6. M^D_1 < 0, M^D_2 > 0^{272}$$

Cette courbe a une pente positive dans le plan  $(r, Y)$  et elle glisse vers la droite au cas de l'augmentation de  $M^s$ . Il est important à noter que dans cette formule le niveau de prix ( $P$ ) est supposé fixe ce qui peut être irréaliste dans une petite économie ouverte où l'effet *pass-through* (donc les effets de la modification du taux de change nominal sur le niveau des prix) peut être important.

### **Modèle de Mundell-Fleming en changes flexibles**

La balance des paiements définit l'équilibre externe de l'économie et elle enregistre trois catégories d'opérations:

---

<sup>271</sup> La substitution de la monnaie peut être la conséquence du fait que les agents économiques aient plus de confiance dans la monnaie étrangère et à cause de cela ils augmentent leurs réserves de monnaie étrangère et du fait que les autorités déclarent officiellement la substitution de la monnaie nationale par une monnaie étrangère. Du point de vue du modèle Mundell-Fleming la première définition est la plus utilisable car la deuxième représente la disparition de la politique monétaire indépendante.

<sup>272</sup> „ $M^s$ ” représente l'offre de la monnaie et „ $M^D$ ” la demande de la monnaie domestique.

- a. les transactions courantes,
- b. les mouvements de capitaux et
- c. la variation des réserves de change.

Le solde des transactions courantes est représenté par l'équation de la balance courante (BC). Les mouvements de capitaux correspondent aux flux financiers qui font varier les dettes et les créances du pays vis-à-vis du reste du monde (BK). Les variations des réserves de change (dRC) représentent l'évolution de la position en devises de la banque centrale.

Comme la balance des paiements est un document comptable on a :

$$7. BC + BK + dRC = 0^{273}$$

Un des grands avantages du modèle Mundell-Fleming est qu'il rend possible de contraster les différences des régimes de change. En change flexible on suppose que  $dRC = 0$  (donc le taux de change nominal, „e” est une variable endogène), par contre, en change fixe dRC est une variable endogène („e” est une variable choisie et déterminée par les autorités).

En change flexible donc on a :

$$8. BC + BK = 0$$

Pour décrire l'équation déterminant BK on admet que les agents déterminent leur comportement en matière des prêts et des emprunts en fonction des rendements attendus. Le rendement dépend de deux éléments, notamment du différentiel d'intérêt et de l'évolution attendue du taux de change nominal.

$$9. BK = BK (r - r^* - de/e)^{274}$$

---

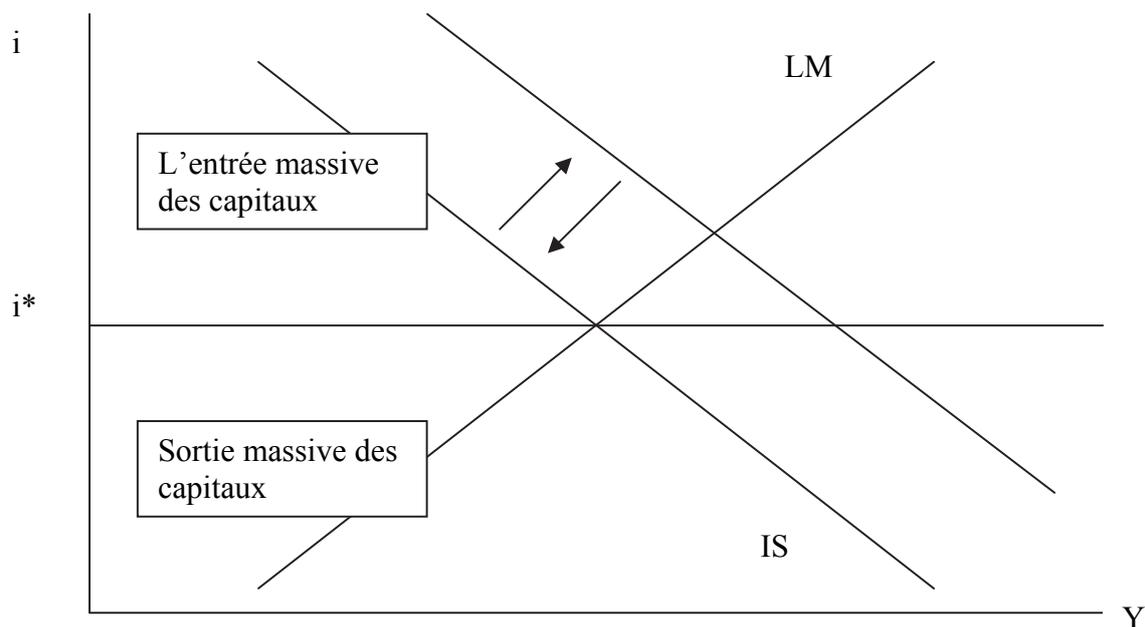
<sup>273</sup> Selon le modèle un solde négatif des réserves de change signifie une augmentation des réserves.

<sup>274</sup> Dans ce modèle „r” est le taux de change domestique et „R\*” représente le taux de change étranger. Il s'agit de la parité découverte des taux d'intérêt.

Dans la version classique du modèle les anticipations des agents concernant l'évolution du taux de change ne sont pas prises en considération (anticipations statiques) ce qui fait que BK ne dépend que du différentiel d'intérêt. En change flexible on a:

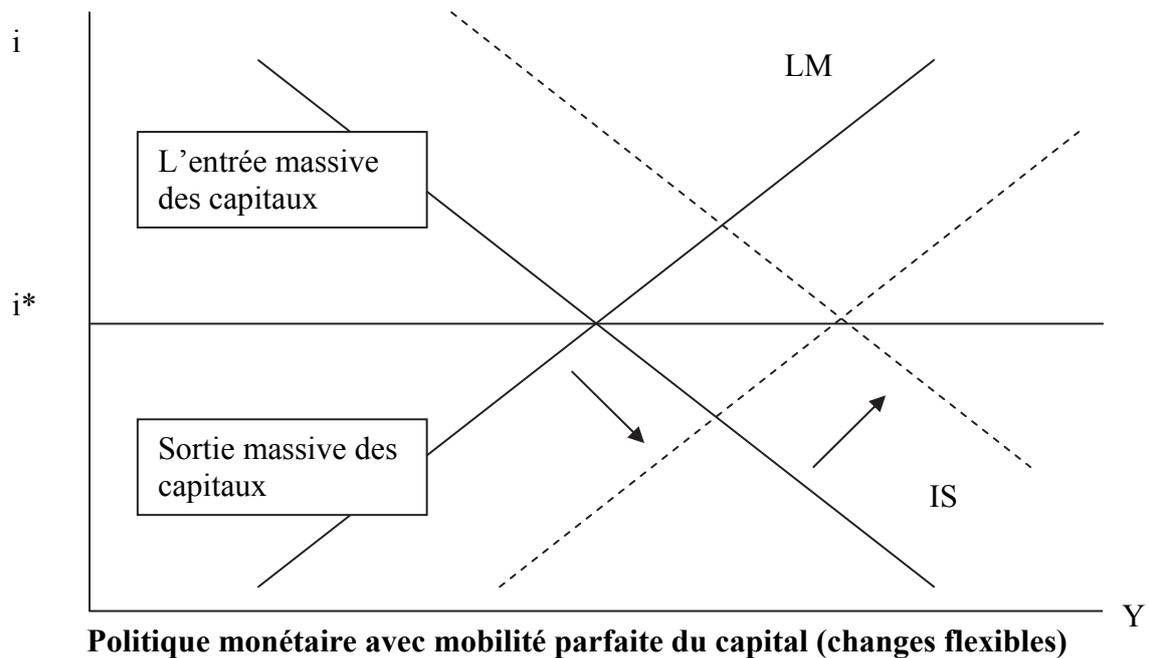
$$10. BC(Y^*, Y, e) + BK(r - r^*) = 0$$

Cette équation (10) définit la courbe de la balance des paiements (BP) dans le référentiel ( $r$ ,  $Y$ ). Tous les points se situant sur cette courbe de pente positive<sup>275</sup> définissent des équilibres externes, les points se situant à gauche de la courbe représentent des situations d'excédent de la balance des paiements, comme des points se situant à droite des situations de déficit. En situation d'excédent on va avoir une entrée massive des capitaux, et par contre, en situation de déficit on va voir une fuite des capitaux vers l'étranger avec des implications pour le taux de change aussi.



**Politique fiscale avec mobilité parfaite du capital (changes flexibles)**

<sup>275</sup> La pente de la courbe est positive s'il s'agit d'une imparfaite mobilité des capitaux. Si la mobilité des capitaux est parfaite la courbe BP est horizontale, si elle est absente, la courbe BP est verticale.



La position de BP dans l'espace  $(r, Y)$  dépend de trois paramètres:  $Y^*$ ,  $e$  et  $r^*$ . La courbe va se déplacer vers le bas si  $Y^*$  et  $e$  augmentent ou si  $r^*$  diminue.

Du point de vue de la politique de change il faut constater qu'en changes flexibles:

- les prix sont supposés fixes, donc  $e = E$  (donc il n'y a pas d'effets de *pass-through*)
- le taux de change nominal ( $e$ ) est une variable d'ajustement,
- les ressources sont sous-employés,
- la condition Marshall-Lerner est satisfaite,
- pas de substitution de monnaie,
- les anticipations de change sont statiques,
- pas de prime de risque,
- $P^*$ ,  $Y^*$  et  $r^*$  sont donnés.

Dans ce modèle de change flexible le taux de change nominal et réel sont des variables endogènes (comme  $Y$  et  $r$  aussi) donc des variables dont la valeur est déterminée à partir des valeurs exogènes ( $G$  et  $M^s$ ) du modèle.

En cas d'expansion fiscale c'est justement l'appréciation de la monnaie qui garantit l'ajustement et c'est pour cela qu'en changes flexibles la politique fiscale n'est pas capable d'augmenter le revenu si la mobilité des capitaux est parfaite. En cas de relance monétaire c'est aussi le taux de change qui joue un rôle important car c'est la dépréciation de la monnaie qui amplifie les effets expansionnistes de l'augmentation de la masse monétaire en déplaçant la courbe IS à droite.

### **Modèle de Mundell-Fleming en changes fixes**

Dans une économie ouverte en changes fixes l'efficacité des politiques économique est largement différente par rapport aux pays appliquant un système de changes flexible: si les taux de change nominaux peuvent s'ajuster la politique fiscale est inefficace et la politique monétaire est capable d'influencer la production nationale, mais au cas contraire c'est justement la politique fiscale qui est utilisable.

Le modèle classique de Mundell-Fleming ne peut traiter que les cas extrême concernant le régime de change appliqué ce qui veut dire que pour les arrangements intermédiaires<sup>276</sup> il ne peut pas donner de réponses évidentes. De plus on peut voir que le régime de change déclaré et pratiqué n'est pas toujours le même<sup>277</sup>.

La différence la plus importante entre les régimes de change est qu'en changes fixes l'offre de la monnaie est fixe bien qu'en changes flexibles elle soit endogène (déterminée par le modèle). Dans le modèle l'offre de la monnaie est déterminée par la base monétaire et le multiplicateur monétaire avec la base monétaire étant la somme des réserves internationales et les crédits domestiques.

$$11. M = mH$$

$$12. H = IR + DC^{278}$$

---

<sup>276</sup> Il peut s'agir de la parité glissante, du glissement passif (adaptatif), du glissement actif (pré-annoncé) etc.

<sup>277</sup> Il est possible de faire la distinction entre le régime de change de jure et de facto: il est possible que le taux de change soit plus fixe au cas d'un système de change de jure flexible qu'au cas d'un système de jure fixe.

<sup>278</sup> „M” représente l'offre de la monnaie, „m” le multiplicateur de la monnaie, „H” la base monétaire, „IR” les réserves internationales et „DC” les crédits domestiques.

Si le multiplicateur monétaire est supposé fixe, la banque centrale a deux possibilités pour contrôler l'offre de la monnaie:

1. la banque centrale achète/vend des actifs domestiques (typiquement les obligations d'État) ce qui augmente/baisse DC et H (opérations d'open market)
2. la banque centrale achète/vend des actifs étrangers ce qui augmente RC et H (intervention sur le marché de change).

En changes fixes la banque centrale doit tenir fixe le taux de change nominal, donc elle doit intervenir sur le marché de change pour contrebalancer les opérations privées sur le marché de change. Cela veut dire que dans une telle situation RC n'est pas sous contrôle bien que DC le soit.

D'après l'équation (7) nous avons que  $BC + BK + dRC = 0$ , donc on a:

$$13. BC(e, Y, Y^*) + BK(r - r^*) - dRC = 0$$

$$14. T_1 > 0, T_2 < 0, T_3 > 0, K_1 > 0$$

D'après (13) la banque centrale doit intervenir en achetant de la devise étrangère (augmenter RC et ainsi H) si  $BC + BK > 0$ , et elle doit vendre une partie de ses réserves au cas contraire.

Si la mobilité du capital n'est pas assurée au niveau international on a  $BK = 0$  et  $BP = 0$  si  $BC = 0$ . Comme le taux de change réel est supposé fixe<sup>279</sup> ainsi que la revenu étranger ( $Y^*$ ) il n'y a qu'un seul niveau du revenu domestique ( $Y$ ) qui fait que  $BC = 0$ . Pour cette raison la courbe de BP est verticale au plan  $(r, Y)$ . A droite de cette courbe la balance commerciale est déficitaire, donc la banque centrale doit vendre de la devise étrangère (RC et H baissent). A gauche de cette courbe la situation est inverse. Si, par contre, la mobilité du capital est complète au niveau international nous avons  $r = r^*$ , donc la courbe de BP est horizontale. Si la mobilité du capital est imparfaite la courbe de BP va avoir une pente positive, mais pas infini.

Même au régime de change fixe la banque centrale a la possibilité de contrôler l'offre de la monnaie, car même si  $dRC$  est incontrôlable, DC est encore utilisable pour tenir H constant. Il est possible de stériliser les effets des interventions sur les marchés de change en modifiant la

---

<sup>279</sup> Les prix sont fixes au moins a court terme et on est en changes fixes.

grandeur des crédits domestiques.

Le succès de la stérilisation dépend essentiellement du degré de la mobilité du capital. Si les mouvements de capital est contrôlé par les autorités, la stérilisation est utilisable seulement pour un certain temps (en fonction de la grandeur des réserves internationales).

*En changes fixes sans mobilité du capital on a les équations suivantes:*

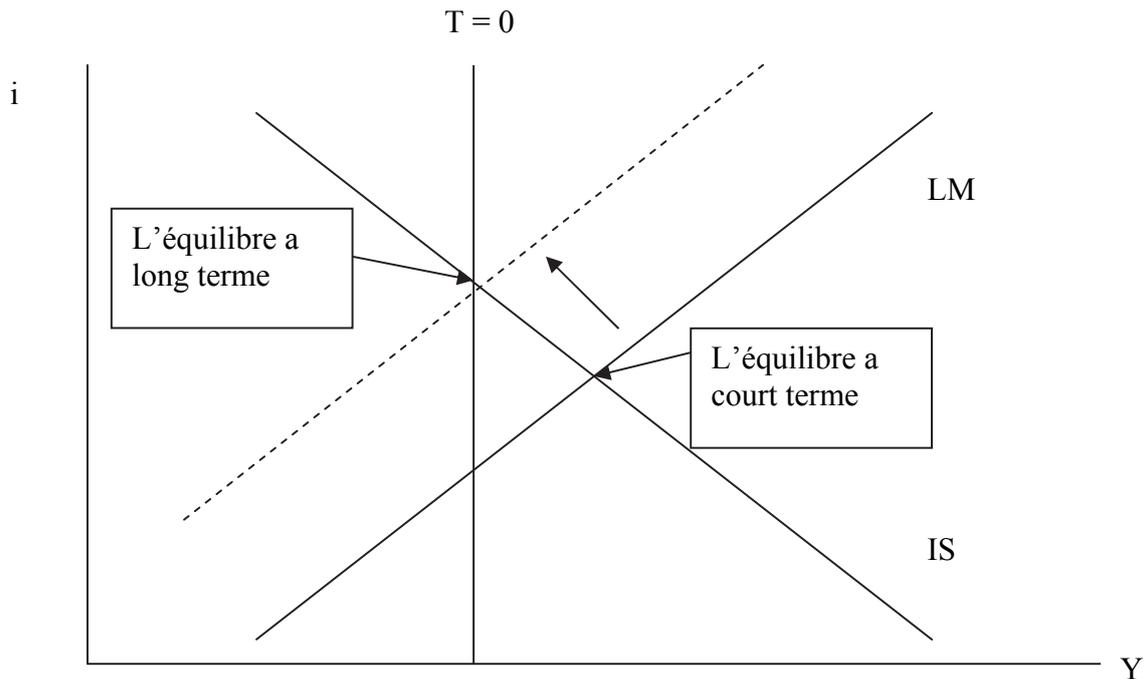
$$\text{IS: } Y = f(r, E; G) \quad f_1 < 0, f_2 > 0, f_3 > 0$$

$$\text{LM: } M^s/P = M^D(r, Y) \quad M^D_1 < 0, M^D_2 > 0$$

$$\text{BP: } BC(E, Y) = 0 \quad T_1 > 0, T_2 < 0$$

On suppose que le taux de change réel est donné (taux de change nominal et niveau des prix constants). Comme  $BC = 0$ ,  $Y$  et  $r$  sont déterminés par IS et LM – le point d'intersection des deux courbes donnent *le point d'équilibre à court terme*.

*Le point d'équilibre à long terme* doit être sur la courbe verticale BP aussi donc la banque centrale doit intervenir (varier RC) de telle façon que l'offre de la monnaie change dans la direction exigée (à gauche au cas du déficit commercial, à droite au cas du surplus commercial).



### La situation quand la mobilité du capital n'est pas assurée

Il est possible de stériliser (donc au cas du déficit commercial intervenir sur le marché de change, mais tenir constant  $M^s$  à l'aide d'une expansion de crédit) mais cette stratégie n'est suivable que jusqu'à ce que les autorités disposent des réserves internationales.

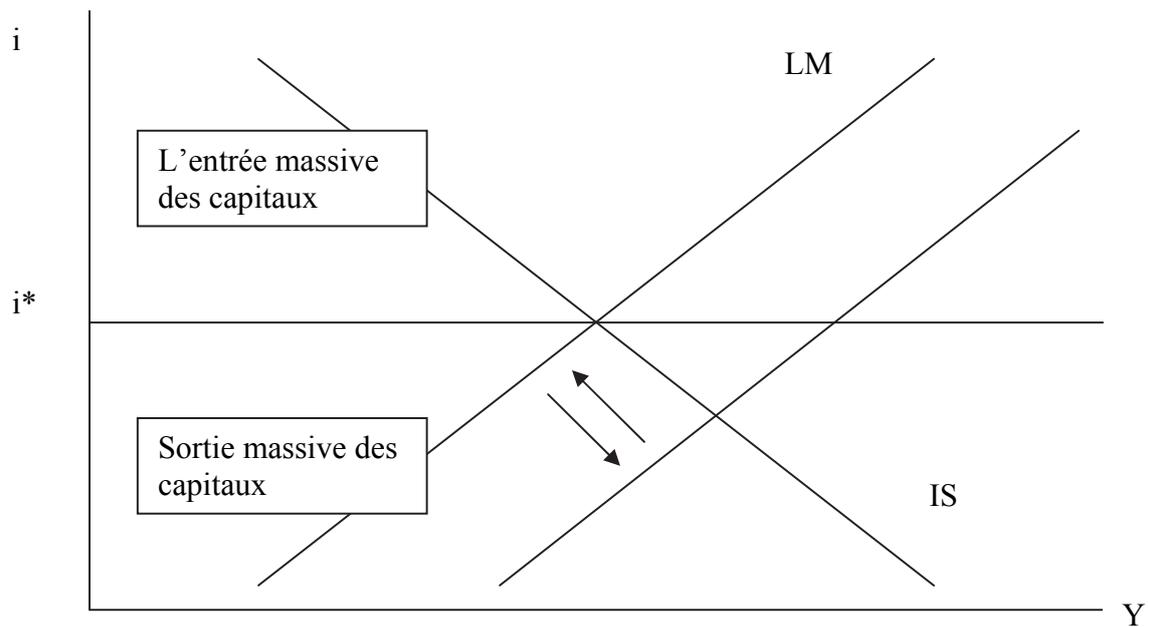
*En changes fixes avec mobilité parfaite du capital on a les équations suivantes:*

$$\text{IS: } Y = f(r, E; G) \quad f_1 < 0, f_2 > 0, f_3 > 0$$

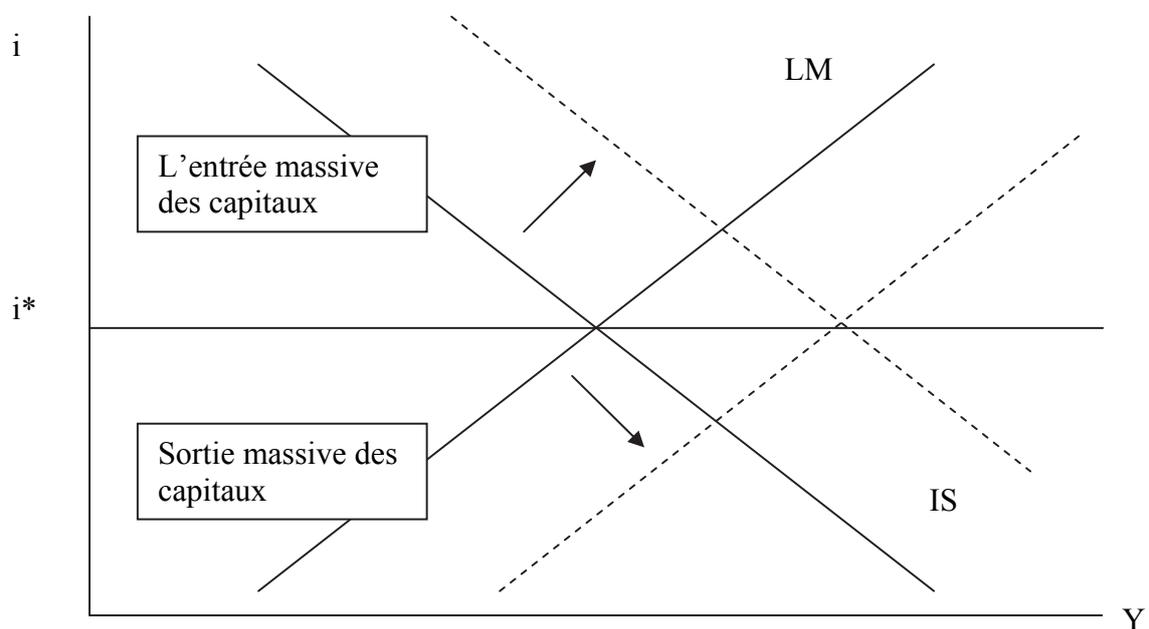
$$\text{IS: } M^s/P = M^D(i, Y) \quad M^D_1 < 0, M^D_2 > 0$$

$$\text{BP: } r = r^*$$

S'il s'agit d'une expansion monétaire à l'aide d'une opération d'open market, la courbe LM va glisser à droite, mais simultanément la sortie du capital va commencer – une réaction qui va baisser RC et ainsi baisser  $M^s$  ce qui va tenir H constant. (La politique monétaire est inefficace en changes fixes avec mobilité parfaite des capitaux –Triangle d'impossibilité)



**Politique monétaire avec mobilité parfaite du capital (changes fixes)**



**Politique fiscale avec mobilité parfaite des capitaux (changes fixes)**

## Le modèle de surajustement de Dornbusch

Dans le modèle de Dornbusch on a les suppositions suivantes:

- il s'agit d'une petite économie ouverte,
- la mobilité du capital est parfaite,
- le prix des importations est déterminée sur le marché global et ainsi il est donné,
- la production domestique et les importations sont des substituts imparfaits, donc les prix relatifs sont déterminés par la demande des biens domestiques.

Selon le modèle on a les équations suivantes:

$$1. r = r^* + x$$

$$2. x = \Theta(\bar{e} - e)^{280}$$

L'équation (1) signifie la mobilité parfaite des capitaux en présence des anticipations, l'équation (2) exprime que l'évolution du taux de change nominal est proportionnelle à la différence du taux de change nominal actuel et du taux de change à long terme.

Le taux d'intérêt domestique est déterminé par les conditions du marché monétaire domestique, donc on a:

$$3. -\lambda r + \phi y = m - p^{281}$$

A partir des équations (1-3) on a:

$$4. p - m = -\phi y + \lambda r^* + \lambda \Theta(\bar{e} - e)$$

A long terme on peut supposer que les taux d'intérêt s'égalisent car les taux de change actuel et le taux de change à long terme sont les mêmes.

---

<sup>280</sup> Dans ces équations  $r$  est le taux d'intérêt domestique,  $r^*$  le taux d'intérêt étranger,  $x$  l'évolution anticipé du taux de change domestique,  $\Theta$  une variable d'ajustement,  $\bar{e}$  le taux de change nominal à long terme et  $e$  le taux de change nominal actuel (le prix de la devise étrangère exprimée en devise domestique). Les variables des équations sont des valeurs logarithmiques.

<sup>281</sup>  $\lambda$  et  $\phi$  sont des paramètres,  $y$  le revenu réel,  $m$  l'offre nominale de la monnaie et  $p$  le niveau général des prix.

$$5. p^- = m + (\lambda r^* - \phi y)^{282}$$

D'après les équations (4-5) nous avons l'équation suivante:

$$6. e = \bar{e} - (1 / \lambda \Theta)(p - p^-)$$

Selon l'équation (6) il est possible de déterminer le taux de change actuel à partir du niveau des prix actuels si le niveau de prix et le taux de change à long terme sont donnés. A chaque taux de change à long terme il n'y a qu'un seul taux de change actuel qui assure que la dévaluation ou l'appréciation anticipée de la monnaie et la différence des taux d'intérêt soient identiques. Si le niveau des prix augmente, cela va entraîner la hausse du taux d'intérêt selon l'équation (3) ce qui va causer l'entrée des capitaux dans le pays. Cette entrée des capitaux va apprécier la monnaie jusqu'au niveau d'où sa dévaluation anticipée va exactement contrebalancer la hausse du taux d'intérêt. Donc:  $p \uparrow \rightarrow r \uparrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow x \uparrow$

Sur le marché domestique des biens on a l'équation suivante concernant la demande des biens domestiques:

$$7. \ln D = u + \delta(e - p) + \gamma y - \sigma r^{283}$$

Selon l'équation (7) la demande des biens domestiques dépend du prix relatif, du taux d'intérêt domestique et du revenu réel. On peut déterminer l'évolution du niveau des prix domestiques,  $p'$ , une variable qui dépend de l'excédent de demande:

$$8. p' = \pi \ln (D/Y) = \pi (u + \delta(e - p) + (\gamma - 1)y - \sigma r)^{284}$$

A long terme on peut supposer que  $p' = 0$  et  $r = r^*$  donc on a l'équation suivante déterminant le taux de change à long terme:

$$9. \bar{e} = p^- + (1/\delta)(\sigma r^* + (1 - \gamma)y - u)$$

Selon le modèle les prix et le taux de change se convergent vers leurs niveaux à long terme.

La devise s'apprécie si les prix sont en dessous de leur niveau à long terme, et elle se déprécie

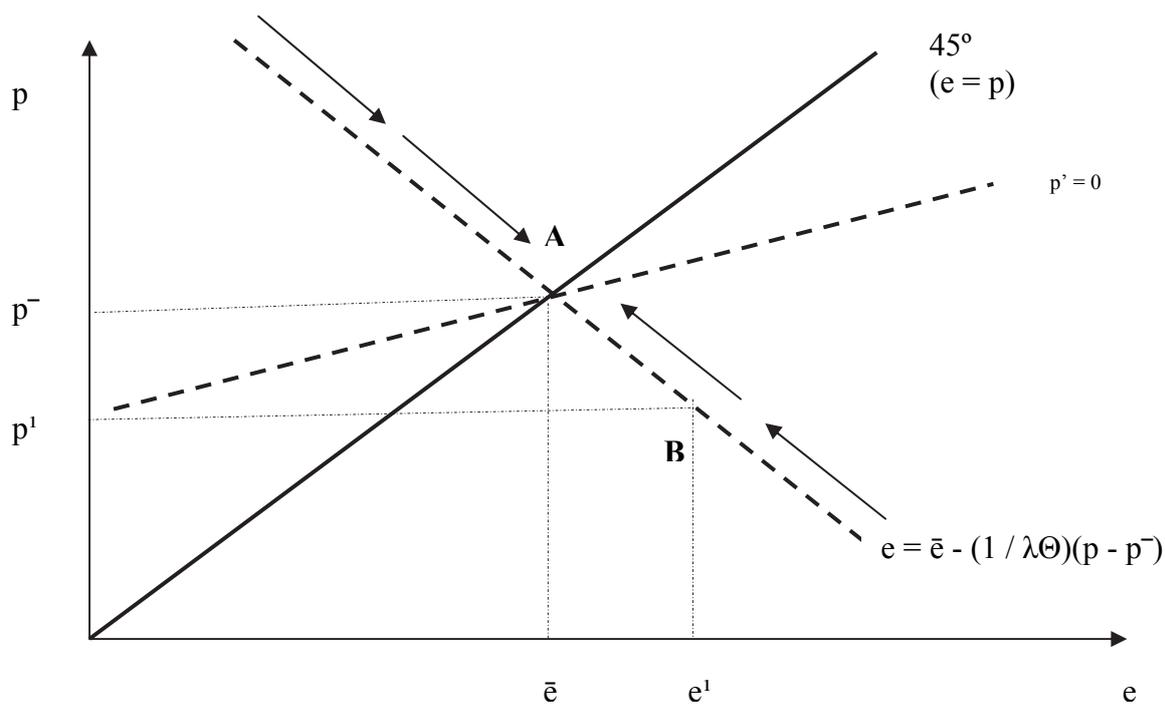
<sup>282</sup> Avec  $p^-$  représentant le niveau de prix à long terme.

<sup>283</sup> Avec  $D$  étant la demande des biens domestiques,  $u$  un paramètre représentant le retard des réaction du secteur réel,  $\delta$ ,  $\gamma$ ,  $\sigma$  sont des paramètres,  $(e - p)$  est le prix relatif (plus précisément  $(e - p^* - p)$  est le prix relatif, mais  $p^* = 0$  car  $c'$  est le niveau de prix étranger qui est considéré comme unité.

<sup>284</sup>  $\Pi$  est un paramètre d'ajustement.

s'ils sont au dessus de leur niveau à long terme.

Le marché monétaire s'ajuste immédiatement mais le marché des biens réagit en retard ce qui veut dire que l'équilibre du marché des biens ne se réalise qu'à long terme.



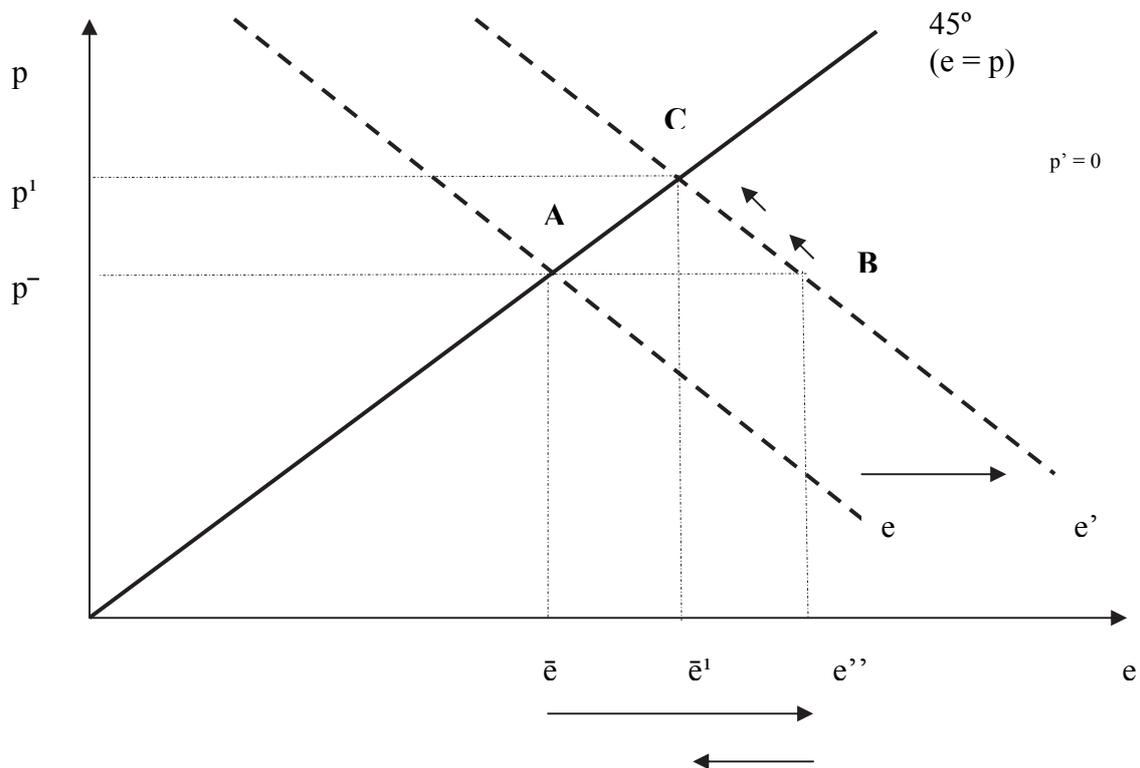
La courbe  $e = \bar{e} - (1 / \lambda \Theta)(p - p^-)$  représente la relation entre le taux de change nominal et les prix, la courbe  $p' = 0$  est l'ensemble des combinaisons de  $p$  et de  $e$  qui représentent des situations d'équilibre sur le marché des biens et sur le marché de la monnaie aussi (points d'équilibre à long terme).

A droite de la courbe  $p' = 0$  on a des points qui représentent un excédent d'offre (les prix ne sont pas assez élevés pour être à l'équilibre), à gauche on a un excédent de demande. La courbe  $p' = 0$  a une pente positive mais elle est sous la courbe  $e = p$ .

Si  $e$  augmente (la monnaie se déprécie) il va y avoir une augmentation de la demande des biens domestiques (les prix relatifs changent causant un excédent de demande), et on a besoin d'une augmentation des prix domestiques pour retrouver l'équilibre. Mais cette augmentation des prix ne doit pas être si importante que la dépréciation de la monnaie car la hausse des prix a des effets sur la demande en augmentant le taux d'intérêt aussi.

Comme le marché monétaire s'ajuste immédiatement on est toujours sur la courbe  $e = \bar{e} - (1 / \lambda\Theta)(p - p^-)$ . Si la situation initiale est représentée par le point B (taux de change surévalué et niveau de prix relativement bas) il y a un excédent de demande pour les produits domestiques. Cet excédent va causer la hausse des prix, l'augmentation du taux d'intérêt et ainsi le taux de change va s'approcher de son niveau à long terme. Comme on ne peut pas quitter la courbe de l'équilibre monétaire, on va bouger du point B au point A.

Au cas d'une expansion monétaire les positions d'équilibres originaux changent sur les marchés monétaire et réel aussi. Sur le marché monétaire si  $m$  augmente,  $p^-$  va augmenter aussi ce qui pousse vers le haut soit  $p$ , soit  $\bar{e}$  (donc l'augmentation de  $m$  va causer soit l'inflation soit la dépréciation du taux de change à long terme). L'expansion monétaire déplace la courbe  $e$  vers la droite ( $e \rightarrow e'$ )



L'augmentation de la masse monétaire baisse le taux d'intérêt ce qui génère des anticipations de dépréciation à long terme. Tous ces deux facteurs rendent les actifs domestiques moins attractifs causant la fuite des capitaux et ainsi la dépréciation de la monnaie. Cette

dépréciation effective doit être de telle ampleur que des anticipations d'appréciation puissent se former et contrebalancer les effets de la baisse du taux d'intérêt.

L'effet immédiat de l'expansion monétaire est donc la dépréciation massive de la monnaie ce qui pousse le taux de change au-delà de son niveau à long terme (on passe du point A au point B avec  $e'' > \bar{e}$ ). Ce phénomène s'appelle la réaction excessive ou réaction de surajustement (*overshooting*). Selon Dornbusch l'ampleur du surajustement du taux de change nominal dépend négativement de la capacité d'ajustement du système ( $\Theta$ ). Le point B est point d'équilibre à court terme.

Au point B il y a une demande excessive pour les produits domestiques à cause de la baisse du taux d'intérêt et de la dépréciation de la monnaie. Entre ces deux canaux de transmission de la politique monétaire concernant la demande agrégée le modèle de Mundell-Fleming ne prend en considération que le canal du taux de change – ce canal est d'autant plus important que l'élasticité de prix de la demande est grande par rapport à l'élasticité de taux d'intérêt des dépenses agrégées.

La baisse du taux d'intérêt et la dépréciation de la monnaie causent donc la hausse des prix domestiques. L'inflation cause la baisse de la demande monétaire, l'augmentation du taux d'intérêt et ainsi l'appréciation de la monnaie. On passe du point B au point C.

En bref l'expansion monétaire a les conséquences suivantes:

- à court terme elle cause la dépréciation excessive de la monnaie domestique, modifie les termes de l'échange, pousse le taux d'intérêt vers le bas et augmente la demande agrégée pour les produits domestiques,
- à long terme elle cause la hausse de même ampleur des prix et la dépréciation de la monnaie,
- le processus d'ajustement dépend essentiellement des caractéristiques de l'économie en question: moins la vitesse de l'ajustement ( $\Theta$ ) est importante, plus la modification des termes de change va persister.

On peut aussi supposer que l'offre peut s'ajuster à la nouvelle situation de la demande.

Jusqu'ici on a supposé que  $y$  est à son niveau de plein emploi : à court terme l'expansion

monétaire cause la hausse de la masse monétaire nominale qui cause la hausse des prix. Cette inflation va causer la baisse de la valeur réelle des encaisses monétaires jusqu'à leur valeur initiale. Finalement l'augmentation de la masse monétaire va être contrebalancée par la hausse des prix et la production retombe à son niveau en plein emploi.

La situation change pourtant si la production peut augmenter. L'augmentation du revenu à son tour va augmenter la demande de monnaie – cette augmentation de la demande monétaire peut être si importante que les taux d'intérêt peuvent même augmenter. Si les taux d'intérêt augmentent, ce phénomène exige qu'il y ait des anticipations de dévaluation – donc il n'y a pas de besoin de surajustement du taux de change.

Contrairement au modèle de Mundell-Fleming, selon le modèle de Dornbusch l'expansion monétaire n'a pas d'effets permanents sur le revenu car finalement la hausse des prix baisse la valeur réelle des encaisses monétaires, donc le taux d'intérêt, les prix relatifs et le revenu réel vont reprendre leurs valeurs initiales.

## L'effet de Balassa-Samuelson

Balassa et Samuelson ont démontré parallèlement à la fin des années 1960 que si la productivité augmente plus dans le secteur concurrentiel que dans le secteur non concurrentiel<sup>285</sup> – et en période de transition on peut supposer cela – le prix relatif des biens non concurrentiels augmente aussi et le taux de change réel est déterminé par la différence de productivité. Cette différence de productivité est accompagnée d'une appréciation réelle de la monnaie du pays moins développé, car l'augmentation de la productivité du secteur concurrentiel entraîne la hausse des salaires dans toute l'économie et la hausse des prix du secteur non concurrentiel, essentiellement des services.

Si la parité du pouvoir d'achat tient, le taux de change nominal est déterminé par le ratio des prix ( $P$  et  $P'$ ). En réalité on peut supposer que ce ne sont que les prix des secteurs concurrentiels –  $P_t$  et  $P'_t$  - qui comptent et déterminent le taux de change nominal effectif.<sup>286</sup>

$$P = aP_t + (1-a)P_n$$

$$P' = aP'_t + (1-a)P'_n$$

$$E_{PPP} = P/P'$$

$$E = P_t/P'_t$$

On suppose que la mobilité de la main d'œuvre est parfaite à l'intérieur de tous les deux pays caractérisés par deux secteurs, donc que les salaires sont égaux dans le secteur concurrentiel et non concurrentiel d'un pays donné.

$$W = P_t \cdot Q_t$$

$$W = P_n \cdot Q_n$$

$$W' = P'_t \cdot Q'_t$$

$$W' = P'_n \cdot Q'_n$$

---

<sup>285</sup> Le secteur concurrentiel est celui qui fait face à la concurrence internationale contrairement au secteur non concurrentiel.

<sup>286</sup> Dans ce modèle de deux pays et de deux secteurs  $a < 1$ , les indices 't' représentent les secteurs concurrentiels, les indices 'n' représentent les secteurs non concurrentiels et les indices ' font référence au pays étranger.  $W$  est le signe du salaire,  $Q$  est celui de la productivité,  $P$  désigne l'indice des prix,  $E$  le taux de change effectif et  $E_{PPP}$  le taux de change correspondant à la parité du pouvoir d'achat.

Si la productivité –  $Q_n$  et  $Q_n'$  - des secteurs non concurrentiels est supposée identique dans les deux pays, et on suppose que le pays étranger est plus productif dans le secteur concurrentiel, cela veut dire que le taux de change nominal est sous-évalué, car :

$$\text{Si } Q_n = Q_n'$$

$$Q_t'/Q_t = (P_n'/P_n)E$$

$$\text{Si } Q_t' > Q_t$$

$$(P_n'/P_n)E > 1$$

$$E > (P_n'/P_n)$$

$$E > E_{ppp} = P/P'$$

Comme une certaine partie – dans le modèle présenté cette partie est égale à  $(1-a)$  - de l'indice des prix est composée des biens et des services des secteurs non concurrentiels, le taux de change effectif est sous-évalué par rapport au taux de change correspondant à la parité du pouvoir d'achat. Dans le pays plus développé les prix et les salaires sont plus élevés à cause de cette différence de productivité. Mais si la productivité augmente dans le pays moins développé, ça va entraîner la hausse des salaires et du niveau des prix des secteurs non concurrentiels, donc l'appréciation du taux de change réel.

L'existence de cet effet Balassa-Samuelson veut dire que l'appréciation réelle de la monnaie peut être un processus d'équilibre et nécessaire dans les pays en transition et il est possible que cette appréciation ne représente guère une perte de compétitivité au niveau international. On ne fait face à un problème que si l'appréciation réelle de la monnaie dépasse la différence de productivité existant entre les deux pays.

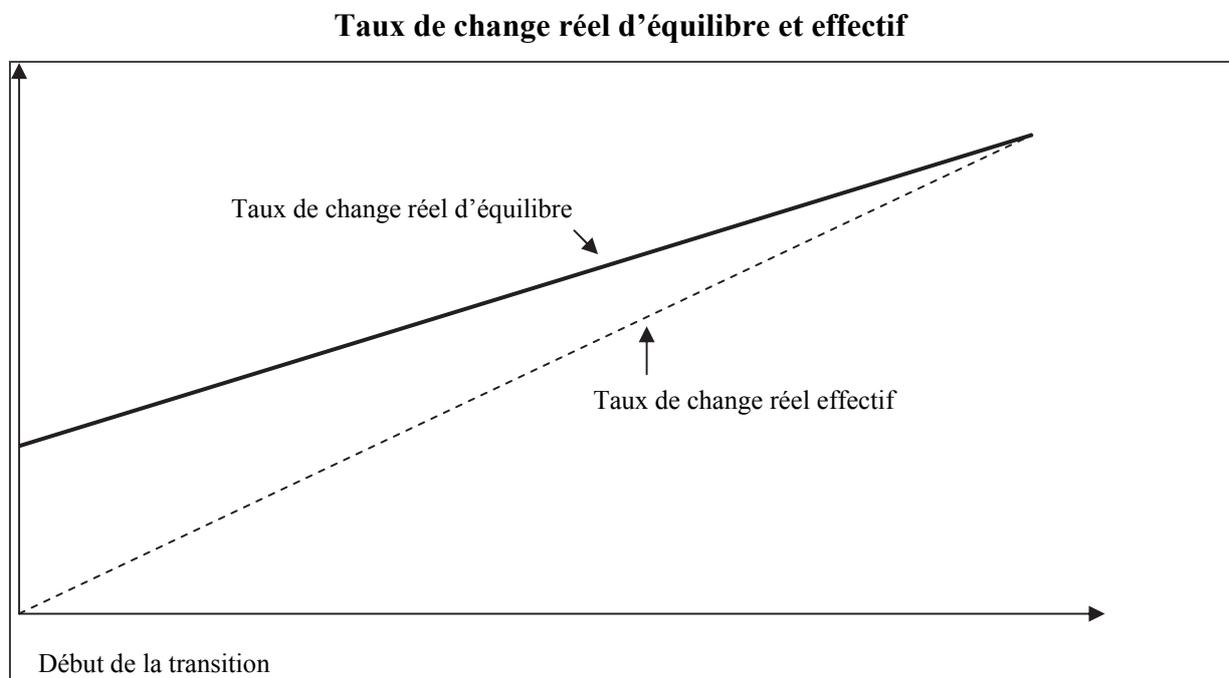
En examinant le processus d'appréciation réelle des monnaies des économies en transition, il ne faut pas oublier que ce n'est pas que le taux de change réel effectif qui doit s'apprécier, mais le taux de change réel d'équilibre<sup>287</sup> aussi.

Les chocs d'offre et de demande que l'économie en question doit supporter modifie le taux de change réel d'équilibre : l'augmentation du PIB potentiel de l'économie ou un choc de

---

<sup>287</sup> La définition du taux de change réel d'équilibre n'est pas évidente. Selon la majorité des économistes c'est le taux de change réel à côté duquel les équilibres extérieur et intérieur du pays s'accomplissent, donc l'économie croît à son taux potentiel et l'évolution de la balance des paiements suit un chemin considéré soutenable à long terme. Pour plus de détails voir Mihaly Andras KOVACS (2001).

demande positif sont équivalents avec un taux de change réel d'équilibre plus apprécié. Du point de vue du taux de change réel, le processus de transition peut être représenté par le graphe suivant<sup>288</sup>.



<sup>288</sup> Voir HALPERN-WYPLOSZ (1996)

## Le modèle de l'indépendance des banques centrales

L'indépendance de la banque centrale est cruciale pour la stabilité économique car les cycles politiques sont relativement courts par rapport aux cycles monétaires et à cause de cela une institution indépendante peut travailler plus efficacement qu'une institution avec des intérêts politiques.<sup>289</sup> Pour qu'une banque centrale puisse être appelée indépendante, il faut qu'à côté de l'indépendance juridique, la banque centrale soit indépendante au niveau du financement, du personnel et du fonctionnement aussi. Dans les pays avec des systèmes juridiques stables, l'indépendance juridique et effective de la banque centrale se coïncident en général, mais dans les pays moins développés ce n'est souvent pas le cas.<sup>290</sup> Le fait que dans beaucoup de pays les présidents des banques centrales ont quitté leurs positions quand on a changé le gouvernement, montre qu'il est possible d'imaginer l'indépendance juridique sans que l'indépendance effective existe aussi.

Il n'y a pas de consensus entre les économistes en ce qui concerne les fonctions et les rôles de la politique monétaire, mais en général les banques centrales doivent contribuer au développement en contrôlant l'inflation dans l'économie ou autrement dit en stabilisant le pouvoir d'achat de la monnaie. Selon la majorité des experts d'inspiration monétariste, la politique monétaire ne peut pas modifier durablement les variables réelles de l'économie, et à cause de ça l'objectif primordial de la politique monétaire doit être la stabilité des prix et pas l'augmentation du revenu ou la baisse du chômage. Bien sûr l'objectif de la politique économique ne peut être que la croissance économique durable rendant possible l'augmentation de l'emploi et du niveau de vie, mais la politique monétaire en tant que telle ne peut y contribuer qu'en assurant un milieu économique stable et calculable.

### *Les nouveaux classiques*

A la fin des années '60 une nouvelle vague de pensées est apparue parmi les économistes qu'on désigne maintenant la *nouvelle macroéconomie*. La nouvelle macroéconomie ne peut pas être considérée comme une école de pensée constituée, car elle regroupe plusieurs courants scientifiques qui ne sont pas homogènes. Mais tous ces courants correspondent à une

---

<sup>289</sup> Pour plus de détails voir KYDLAN-PRESCOTT *op cit.* et BARRO-GORDON *op. cit.*. De plus on peut voir que statistiquement les banques centrales indépendantes sont plus efficaces en ce qui concerne la lutte contre l'inflation.

<sup>290</sup> MNB (2001b)

démarche novatrice, en fondant systématiquement les relations macroéconomiques sur l'analyse des comportements microéconomiques. La nouvelle macroéconomie peut être représentée par trois courants de pensée: les néo-keynésiens, les nouveaux classiques et les nouveaux keynésiens. Dans mon exposé je vais focaliser mon attention sur certains résultats de l'analyse des nouveaux classiques.

Cette nouvelle école macroéconomique est apparue aux années '70 quand les expériences économiques ont mis en question – surtout à cause de la stagflation et les chocs d'offre de cette décennie - la pertinence des politiques d'inspiration keynésienne. Les nouveaux classiques ont argumenté à côté du non interventionnisme de l'État en ce qui concerne les questions économiques en supposant la neutralité de la monnaie et ont essayé de démontrer la cohérence entre les comportements d'optimisation des agents économiques et les lois qui gouvernent l'économie.

### *Les anticipations rationnelles*

Les nouveaux classiques ont utilisé une hypothèse nouvelle et originale pour construire leur modèles: celle des anticipations rationnelles.<sup>291</sup> Les anticipations sont les estimations des valeurs futures des variables économiques qui sont pertinentes pour les décisions que les agents doivent prendre maintenant. Les anticipations ne jouent pas de rôle dans la prise de décision dans un monde où les informations sont parfaites et gratuites, donc la notion d'anticipations est liée à l'incertitude.<sup>292</sup>

Selon l'hypothèse des anticipations rationnelles les anticipations causent du traitement rationnel de toutes les informations disponibles.<sup>293</sup> Les anticipations sont donc endogènes et les agents évaluent correctement que les autorités attendent d'une politique économique. Cela veut dire que seules les informations de politique économique non communiquées peuvent

---

<sup>291</sup> L'hypothèse des anticipations rationnelles a été proposée à la première fois par J. Muth en 1961. Cette idée a émergé - juste comme l'idée de la rationalité limitée de Herbert Simon - d'un programme de recherche sur la notion de la rationalité en économie mené à l'Université Carnegie-Melon (US).

<sup>292</sup> Chez Keynes les anticipations ont déjà joué un rôle important, mais elles étaient considérées comme des variables exogènes, donc des données que les économistes ne doivent pas expliquer. Après Keynes les économistes ont commencé à chercher une loi de comportement qui peut donner une explication aux anticipations. Au début ils ont concentré leur attention sur la chronique des valeurs passées de la variable en question (anticipations auto-régressives), et ce n'est qu'après cela que l'hypothèse des anticipations rationnelles a vu le jour.

<sup>293</sup> Par information on entend les événements et les théories expliquant le comportement des agents aussi.

surprendre les agents qui ne se trompent pas systématiquement. En ce qui concerne les prix – étant la variable d’ajustement - on a:

$$Pe[t] = E(P[t]/\Omega[t-1]) \quad (1)^{294}$$

ou

$$Pe[t] = P[t] + \mu \quad (2)^{295}$$

Pour les nouveaux classiques c’est le côté offre qui gouverne l’économie, et ils utilisent une fonction d’offre de la forme suivante<sup>296</sup>:

$$Y = Y[n] + a(P-Pe) + \varepsilon \quad (3)^{297}$$

Selon les nouveaux classiques les décisions des entrepreneurs sont prises à partir des informations dont ils disposent sur les prix, pendant que les salariés se décident en regardant leur salaire réel. Si les anticipations concernant les prix ne sont pas bonnes – donc  $P \neq Pe$  - alors l’économie s’écartera du niveau naturel d’emploi. De plus, selon (3) si les anticipations sont trop optimistes, donc  $P > Pe$ , l’activité économique s’intensifie et le chômage va baisser temporairement. Cela veut dire que les autorités politiques peuvent avoir un intérêt à surprendre les agents économiques avec une inflation plus élevée que prévue - surtout avant les élections. Mais à long terme  $Y = Y[n]$ , car  $E\{a(P-Pe)\} = 0$  et  $E(\varepsilon) = 0$ , donc il n’est pas possible de baisser définitivement le chômage en dessous de son niveau naturel, et il y aura une certaine contradiction entre les intérêts à court et à long terme.

### *Les hypothèses des nouveaux classiques*

La théorie des jeux est applicable s’il s’agit d’un certain affrontement de rationalité, donc si les effets des décisions possibles d’un des deux agents rationnels dépendent de la décision de l’autre. Dans le cas de la politique économique, les deux agents sont les autorités politiques et

<sup>294</sup>  $Pe[t]$  est l’estimation des prix pour la période  $t$ ,  $E$  est le symbole de l’espérance mathématique,  $P[t]$  est la valeur des prix au période  $t$ , et  $\Omega[t-1]$  représente les informations disponibles au période  $t-1$ .

<sup>295</sup> Le symbole  $\mu$  est un variable aléatoire représentant l’erreur de l’anticipation. Dans le monde des anticipations rationnelles son espérance mathématique est nulle.

<sup>296</sup> Cette fonction d’offre est souvent appelée fonction d’offre de surprise aussi.

<sup>297</sup> Dans cette équation  $Y[n]$  représente le niveau naturel de l’activité économique, donc le niveau de production au plein emploi, ‘ $a$ ’ est un constant positif, et ‘ $\varepsilon$ ’ est un variable aléatoire dont l’espérance mathématique est nulle. On suppose que les deux variables aléatoires, donc  $\varepsilon$  et  $Pe$  sont indépendants.

les agents économiques, et on peut reconnaître que les décisions sont interdépendantes. On va supposer les hypothèses suivantes:

- les anticipations sont rationnelles,
- les prix sont flexibles et ils sont les variables d'ajustement<sup>298</sup>,
- les autorités contrôlent l'inflation,
- le jeu est non coopératif,
- la courbe de Phillips à long terme est verticale.

On va supposer qu'à court terme il est vrai que:

$$U = U[n] + \lambda(\Pi e - \Pi) \quad (4)^{299}$$

Cette supposition veut dire qu'on n'accepte pas l'hypothèse de certains nouveaux classiques qui disent que la courbe de Phillips à court terme est aussi verticale. Il est vrai que si les anticipations sont rationnelles, ça veut dire qu'il n'est pas possible de tromper systématiquement les agents économiques, qui signifie que les salariés ne peuvent pas souffrir systématiquement d'illusion monétaire<sup>300</sup>, donc la courbe de Phillips ne pourrait pas avoir une pente négative, mais elle devrait être verticale. De toute façon on peut supposer que les autorités politiques pensent que la courbe de Phillips à court terme est définie avec l'équation (4), et les décisions de la politique économique sont prises ainsi.

Selon l'équation (4) - qui est une reformulation de la fonction d'offre de surprise, donc de l'équation (3) – temporairement il est possible de s'écarter du taux de chômage naturel. Si  $(\Pi e - \Pi) < 0$ , donc s'il y a une inflation surprise, il est possible que le taux de chômage diminue en dessous de son taux naturel.

### *La dérivée inflationniste*

---

<sup>298</sup> C'est une des hypothèses fondamentales des nouveaux classiques.

<sup>299</sup> Dans cette équation  $U$  est le taux de chômage,  $U[n]$  est le taux de chômage naturel,  $\lambda$  est un constant positif,  $\Pi e$  est le taux d'inflation estimé, et  $\Pi$  est le taux d'inflation.

<sup>300</sup> On parle d'illusion monétaire quand les salariés ne sont pas capables de percevoir la véritable évolution du salaire réel et finalement en cas d'inflation surprise ils acceptent travailler pour un salaire réel moins élevé qu'auparavant.

La fonction (4) est représentée dans l'espace  $(U, \Pi)$ , et à chaque niveau de  $\Pi_e$  on peut faire correspondre une droite. Dans cette même espace il est possible de tracer des courbes d'indifférence représentant les préférences de la société en ce qui concerne l'inflation et le chômage. Comme on suppose que le gouvernement est élu démocratiquement, on suppose aussi qu'il cherche de maximiser l'utilité sociale. Étant donné que l'inflation et le chômage ne peuvent être considérés que comme des maux du point de vue social, on a des fonctions de perte (des courbes d'isopertes) qui sont supposées être concaves, représentant une augmentation de l'utilité en s'approchant de l'origine des axes. Ces courbes sont centrées sur l'origine des axes.

La forme de ces fonctions de perte est la suivante:

$$V = a \Pi^2 + bU \quad (5)^{301}$$

D'après les équations (4) et (5) les autorités pouvant manipuler le taux d'inflation<sup>302</sup>, doivent résoudre le problème suivant:

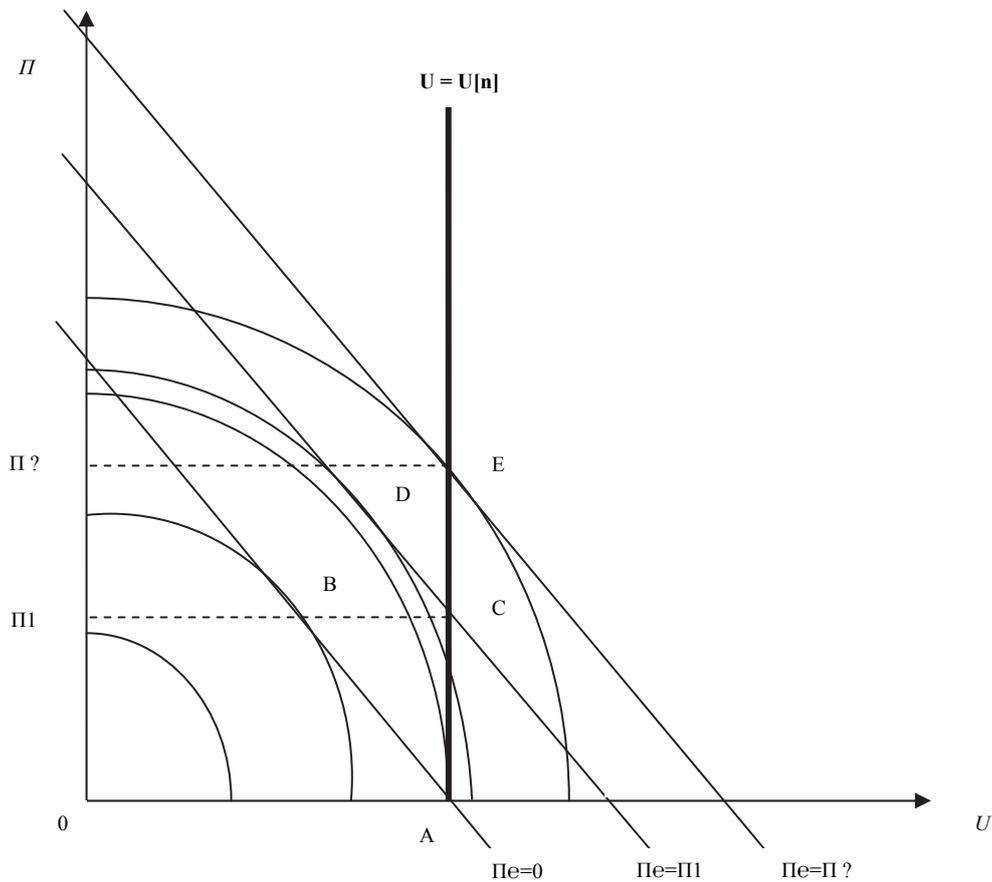
$$\begin{aligned} \text{Min } V &= a \Pi^2 + bU \\ \text{s.c. } U &= U_n + \lambda(\Pi_e - \Pi) \end{aligned}$$

La difficulté de la résolution de ce problème vient du fait que le  $\Pi$  d'une période détermine  $\Pi_e$  de la période suivante, donc la contrainte change. La politique économique devient crédible quand les agents économiques croient possible le taux d'inflation annoncé par les autorités politiques, donc si  $\Pi = \Pi_e$ .<sup>303</sup> On peut représenter les différentes courbes sur la graphique suivante.

<sup>301</sup> Dans cette équation 'a' et 'b' sont des constants positifs, et  $\Pi$  est élevé au carré, car l'inflation – contrairement au chômage – peut être négative aussi.

<sup>302</sup> C'était une des hypothèses du modèle.

<sup>303</sup>  $\Pi$  est crédible si les agents pensent que les autorités n'ont pas intérêt de produire une inflation plus forte que le taux annoncé.



Le jeu peut être représenté par la bimatrice suivante aussi, avec des utilités estimées, ordinales et non comparables. Il est important de dire que les utilités sont estimées, car au niveau des décisions des autorités politiques, les utilités sont basées sur la supposition que la courbe de Phillips à court terme a la forme de l'équation (4), même si à cause de la rationalité des anticipations cette courbe devrait être verticale et devrait coïncider avec la courbe à long terme. Les autorités peuvent faire de l'inflation ou maintenir son niveau, les agents économiques ont la possibilité hypothétique d'augmenter leurs anticipations ou les maintenir. Ce sont toujours les autorités politiques qui décident premiers, les agents réagissent.

Agents	$\Pi^e \uparrow$	$\Pi^e -$
Autorités		
$\Pi \uparrow$	2,3	4,2
$\Pi -$	1,2	3,4

Les autorités politiques ont une stratégie dominante (ils ont intérêt d'augmenter l'inflation pour baisser le chômage, même si ce n'est que provisoire), et cette stratégie dominante détermine le choix des agents économiques aussi. Les décisions rationnelles des joueurs nous donnent un point d'équilibre de Nash, mais sub-optimal.

Sur la graphique, on part du point A. Les autorités ont l'intérêt d'augmenter l'inflation, car en passant au point B, ils vont se retrouver sur une courbe d'isoperte moins élevée qu'au point A. Mais avec l'augmentation de l'inflation de  $\Pi_0$  à  $\Pi_1$  la contrainte change, et les agents économiques vont augmenter leurs anticipations. Cela veut dire qu'on va passer au point C qui représente déjà un niveau d'utilité moins élevée que le point initial. Mais même si l'utilité sociale a baissé à cause de l'intervention de l'État, les autorités ont intérêt à augmenter l'inflation encore plus car le point D est une courbe d'isoperte moins élevée.

Cette procédure va continuer jusqu'au point E, qui est un équilibre de court et de long terme à la fois, donc à ce point les autorités politiques perdent leur intérêt d'augmenter l'inflation et la dérivée inflationniste s'arrête.<sup>304</sup>

#### *La solution : l'indépendance des banques centrales*

On peut constater que les décisions rationnelles des joueurs emmènent l'économie au point E où les pertes de la société sont supérieures à celles au point A, donc l'utilité de la société augmenterait si on n'allait pas vers E. Mais comment est-il possible d'assurer que l'économie n'aille pas au point E réduisant ainsi le niveau d'utilité de la société? Il y a plusieurs possibilités.

1. Si les anticipations sont rationnelles et les autorités prennent leurs décisions en les basant sur cette hypothèse, donc si elles acceptent que la courbe de Phillips à court terme soit verticale, elles ne seront pas incitées de quitter le point A.
2. Quand les autorités prennent la décision d'augmenter l'inflation, elles font face d'abord à un gain (le passage du point A au point B représente un gain du bien-

---

<sup>304</sup> Si on minimise  $V$  sous la contrainte existante, on a  $V = a\Pi^2 + b\{U[n] + \lambda(\Pi_e - \Pi)\}$  et  $2a\Pi - b\lambda = 0$ , donc  $\Pi = 2a/b\lambda$ . C'est le point E, qui n'est pas optimal mais réalisable et le taux d'inflation annoncé est crédible, car les autorités ne sont pas incitées de faire de l'inflation.

être) et après à une perte (le passage du point B au point C). Plus les autorités ont un taux d'actualisation proche de zéro, moins elles seront incitées d'augmenter l'inflation pour baisser le chômage provisoirement. Pour que le gouvernement ait une conception de long terme, il faut que les électeurs soient le moins myopes possibles. Si les autorités doivent prendre en considération fortement les effets de leurs décisions à long terme, elles quitteront beaucoup plus difficilement le point A et iront moins probablement au point E.

3. S'il y avait une certaine coopération entre les joueurs il serait possible de rester point A, mais cette possibilité paraît peu probable, car ce point n'est pas un équilibre de Nash et les autorités ont l'intérêt de tricher.<sup>305</sup>
4. Selon le modèle de nouveaux classiques les autorités faisant de l'inflation pour baisser le chômage ne peuvent améliorer la situation de l'emploi que provisoirement<sup>306</sup> et finalement le résultat sera une inflation plus élevée sans que le taux de chômage soit moins élevé. Si le décideur était crédible, donc s'il n'avait pas intérêt de prendre en considération cette possibilité de *trade-off* entre le chômage et l'inflation, il pourrait éviter d'aller vers E, car du point de vue de l'inflation le point A est la meilleure possibilité. Cette solution peut être par exemple une loi obligeant les autorités monétaires de ne faire attention qu'à l'inflation. C'est ce qui explique *l'indépendance des banques centrales* dans les pays développés, car ainsi les autorités monétaires ne sont pas incitées de se décider en suivant les cycles politico-économiques.

Si les banques centrales sont indépendantes et ne doivent faire attention qu'au taux d'inflation, la bimatrice du jeu, ou plus précisément les utilités des autorités politiques changent.

---

<sup>305</sup> Il y a une exception et c'est justement le point E, mais notre but est de ne pas aller au point E.

<sup>306</sup> Selon les nouveaux classiques radicaux cette amélioration est impossible même provisoirement, car les agents réagissent tout de suite en modifiant leurs anticipations.

Agents	$\Pi_e$	$\Pi_e$
Autorités	$\uparrow$	-
$\Pi \uparrow$	2,3	2,2
$\pi$	2,2	1,1

Dans ce jeu la stratégie dominante des autorités monétaires est de ne pas générer une inflation plus grande que le taux annoncé, et ainsi il est possible d'éviter l'augmentation de l'inflation. La solution de ce jeu est un équilibre de Nash, car aucun des joueurs n'a intérêt de changer unilatéralement, et c'est un point d'optimum du point de vue parétienne aussi, car il n'est pas possible d'augmenter l'utilité des joueurs.

Au jeu original la sub-optimalité était la conséquence des actions des autorités politiques cherchant toujours d'améliorer le bien-être de la société, donc de minimiser la valeur de la fonction  $V$ . Le problème est que pendant ce temps les décisions bienveillantes des autorités nous ont emmené au point E représentant une perte d'utilité par rapport au point A. La politique discrétionnaire – donc de chercher à chaque instant la meilleure décision pour augmenter l'utilité de la société – ne donne pas une solution optimale, donc selon les économistes de cette école les autorités économiques devraient suivre plutôt des règles.<sup>307</sup>

---

<sup>307</sup> Les économistes conseillent le plus souvent de tenir constants le taux d'augmentation de la masse monétaire et le taux d'imposition.

## **Les statistiques utilisées dans le modèle DI (cas de la Hongrie)**

Les variables utilisées dans l'analyse du cas de la Hongrie ont été les suivantes:

- Le taux de change nominal du Forint face à l' Ecu et à l'euro
- Le déficit commercial de la Hongrie,
- Le taux d'inflation de la Hongrie,
- L'index de PIB de la Hongrie.

En ce qui concerne l'application du modèle déficit-inflation au cas de la Hongrie, j'ai utilisé les statistiques de la banque nationale hongroise (Magyar Nemzeti Bank - MNB) et de l'agence de statistique nationale (Központi Statisztikai Hivatal - KSH). Les statistiques des années avant 1994 ne sont pas utilisées à cause de la non-fiabilité des statistiques de ces années.

Pour le taux de change nominal j'ai utilisé les statistiques mensuelles moyennes de la MNB.

Pour le déficit commercial et le taux d'inflation j'ai utilisé les statistiques mensuelles de la KSH.

Pour l'index de PIB j'ai utilisé les statistiques tri-mensuelles de la KSH.

Dans le modèle j'ai associé le taux de change nominal de chaque mois au taux d'inflation annuel du mois étant 3 mois plus tard car les effets de change ne se reflètent qu'avec un certain décalage de temps.

En ce qui concerne le déficit commercial j'ai du prendre en considération les effets de la croissance économique donc j'ai corrigé les statistiques de chaque année avec l'indice de PIB en prenant 1994 pour l'année de base.

J'ai toujours utilisé les déficits commerciaux cumulés de 12 mois pour éliminer les effets de saisonnalité.

		<b>taux de change nominal</b>	taux d'inflation	<b>taux d'inflation décalé</b>	déficit commercial	déficit commercial corrige avec le PIB	déficit commercial multiplié par (-1)	<b>déficit commercial cumulé des 12 mois précédents</b>
1994.	I.	<b>113,53</b>	17,0	<b>16,8</b>	-349	-349	349	
	II.	<b>115,00</b>	16,6	<b>17,3</b>	-132	-132	132	
	III.	<b>117,59</b>	16,8	<b>18,3</b>	-22	-22	22	
	IV.	<b>117,61</b>	17,3	<b>19,2</b>	-282	-282	282	
	V.	<b>119,23</b>	18,3	<b>20,0</b>	-222	-222	222	
	VI.	<b>121,26</b>	19,2	<b>19,5</b>	-388	-388	388	
	VII.	<b>122,81</b>	20,0	<b>18,9</b>	-286	-286	286	
	VIII.	<b>130,99</b>	19,5	<b>19,5</b>	-267	-267	267	
	IX.	<b>133,08</b>	18,9	<b>21,0</b>	-209	-209	209	
	X.	<b>134,93</b>	19,5	<b>21,2</b>	-368	-368	368	
	XI.	<b>134,95</b>	21,0	<b>22,1</b>	-205	-205	205	
	XII.	<b>135,29</b>	21,2	<b>23,8</b>	-324	-324	324	
1995.	I.	<b>137,92</b>	22,1	<b>27,5</b>	-253	-249	249	<b>2954</b>
	II.	<b>140,01</b>	23,8	<b>29,2</b>	-220	-217	217	<b>3039</b>
	III.	<b>151,67</b>	27,5	<b>30,8</b>	-166	-164	164	<b>3180</b>
	IV.	<b>159,81</b>	29,2	<b>31,0</b>	-226	-223	223	<b>3121</b>
	V.	<b>162,01</b>	30,8	<b>30,5</b>	-207	-204	204	<b>3103</b>
	VI.	<b>165,52</b>	31,0	<b>29,2</b>	-88	-87	87	<b>2802</b>
	VII.	<b>168,45</b>	30,5	<b>28,8</b>	-124	-122	122	<b>2638</b>
	VIII.	<b>169,16</b>	29,2	<b>29,0</b>	-228	-224	224	<b>2595</b>
	IX.	<b>170,68</b>	28,8	<b>28,7</b>	-74	-73	73	<b>2459</b>
	X.	<b>173,77</b>	29,0	<b>28,3</b>	-27	-27	27	<b>2117</b>
	XI.	<b>176,01</b>	28,7	<b>28,9</b>	-95	-93	93	<b>2006</b>
	XII.	<b>177,35</b>	28,3	<b>28,3</b>	-185	-183	183	<b>1865</b>
1996.	I.	<b>179,18</b>	28,9	<b>25,6</b>	-185	-180	180	<b>1796</b>
	II.	<b>180,98</b>	28,3	<b>24,4</b>	-141	-137	137	<b>1716</b>
	III.	<b>183,18</b>	25,6	<b>23,9</b>	-50	-48	48	<b>1601</b>
	IV.	<b>184,99</b>	24,4	<b>23,6</b>	-146	-142	142	<b>1520</b>
	V.	<b>186,62</b>	23,9	<b>23,0</b>	-115	-112	112	<b>1428</b>
	VI.	<b>189,27</b>	23,6	<b>22,9</b>	-141	-137	137	<b>1478</b>
	VII.	<b>192,32</b>	23,0	<b>22,2</b>	-165	-161	161	<b>1517</b>
	VIII.	<b>195,43</b>	22,9	<b>21,0</b>	-158	-153	153	<b>1446</b>
	IX.	<b>197,25</b>	22,2	<b>20,1</b>	-153	-148	148	<b>1521</b>
	X.	<b>199,35</b>	21,0	<b>19,8</b>	-165	-161	161	<b>1655</b>
	XI.	<b>202,59</b>	20,1	<b>18,9</b>	-131	-128	128	<b>1690</b>
	XII.	<b>203,59</b>	19,8	<b>18,8</b>	-201	-196	196	<b>1703</b>
1997.	I.	<b>201,10</b>	18,9	<b>18,8</b>	-173	-161	161	<b>1684</b>
	II.	<b>201,03</b>	18,8	<b>18,6</b>	37	35	-35	<b>1512</b>
	III.	<b>202,41</b>	18,8	<b>17,7</b>	-370	-343	343	<b>1806</b>
	IV.	<b>205,09</b>	18,6	<b>18,7</b>	-214	-198	198	<b>1862</b>
	V.	<b>207,77</b>	17,7	<b>18,1</b>	-125	-116	116	<b>1866</b>
	VI.	<b>209,43</b>	18,7	<b>18,0</b>	-176	-163	163	<b>1893</b>
	VII.	<b>211,48</b>	18,1	<b>18,0</b>	-185	-171	171	<b>1903</b>
	VIII.	<b>211,44</b>	18,0	<b>17,7</b>	-83	-77	77	<b>1827</b>

	IX.	<b>214,83</b>	18,0	<b>18,2</b>	-74	-69	69	<b>1747</b>
	X.	<b>218,90</b>	17,7	<b>18,4</b>	-99	-91	91	<b>1678</b>
	XI.	<b>224,03</b>	18,2	<b>17,7</b>	-3	-3	3	<b>1552</b>
	XII.	<b>224,29</b>	18,4	<b>17,1</b>	-247	-229	229	<b>1586</b>
1998.	I.	<b>224,33</b>	17,7	<b>16,4</b>	-197	-173	173	<b>1598</b>
	II.	<b>226,17</b>	17,1	<b>16,0</b>	-134	-119	119	<b>1751</b>
	III.	<b>228,66</b>	16,4	<b>15,8</b>	-121	-106	106	<b>1515</b>
	IV.	<b>231,17</b>	16,0	<b>14,2</b>	-217	-191	191	<b>1508</b>
	V.	<b>234,01</b>	15,8	<b>14,1</b>	-171	-151	151	<b>1543</b>
	VI.	<b>238,09</b>	14,2	<b>13,5</b>	-289	-255	255	<b>1634</b>
	VII.	<b>239,30</b>	14,1	<b>12,5</b>	-270	-238	238	<b>1701</b>
	VIII.	<b>244,39</b>	13,5	<b>12,3</b>	-264	-233	233	<b>1857</b>
	IX.	<b>254,59</b>	12,5	<b>11,2</b>	-46	-41	41	<b>1829</b>
	X.	<b>259,53</b>	12,3	<b>10,3</b>	-174	-153	153	<b>1891</b>
	XI.	<b>254,63</b>	11,2	<b>9,8</b>	-176	-156	156	<b>2044</b>
	XII.	<b>255,51</b>	10,3	<b>9,4</b>	-222	-196	196	<b>2011</b>
1999.	I.	<b>250,84</b>	9,8	<b>9,3</b>	-105	-89	89	<b>1926</b>
	II.	<b>250,24</b>	9,4	<b>9,4</b>	-233	-197	197	<b>2005</b>
	III.	<b>253,91</b>	9,3	<b>8,9</b>	-159	-134	134	<b>2033</b>
	IV.	<b>252,42</b>	9,4	<b>9,1</b>	-380	-321	321	<b>2162</b>
	V.	<b>250,22</b>	8,9	<b>10,1</b>	-185	-156	156	<b>2168</b>
	VI.	<b>249,39</b>	9,1	<b>10,9</b>	-217	-183	183	<b>2097</b>
	VII.	<b>250,45</b>	10,1	<b>10,9</b>	-228	-193	193	<b>2051</b>
	VIII.	<b>253,52</b>	10,9	<b>10,5</b>	-220	-186	186	<b>2004</b>
	IX.	<b>255,26</b>	10,9	<b>10,6</b>	-263	-223	223	<b>2186</b>
	X.	<b>257,66</b>	10,5	<b>11,2</b>	-266	-225	225	<b>2257</b>
	XI.	<b>255,06</b>	10,6	<b>10,0</b>	-191	-161	161	<b>2263</b>
	XII.	<b>254,36</b>	11,2	<b>9,8</b>	-287	-243	243	<b>2310</b>
2000.	I.	<b>254,92</b>	10,0	<b>9,6</b>	-244	-195	195	<b>2416</b>
	II.	<b>256,11</b>	9,8	<b>9,2</b>	-325	-260	260	<b>2480</b>
	III.	<b>257,14</b>	9,6	<b>9,1</b>	-276	-221	221	<b>2566</b>
	IV.	<b>258,43</b>	9,2	<b>9,1</b>	-272	-218	218	<b>2464</b>
	V.	<b>258,98</b>	9,1	<b>9,6</b>	-358	-287	287	<b>2594</b>
	VI.	<b>259,71</b>	9,1	<b>9,6</b>	-218	-175	175	<b>2586</b>
	VII.	<b>260,22</b>	9,6	<b>10,3</b>	-249	-199	199	<b>2592</b>
	VIII.	<b>260,87</b>	9,6	<b>10,4</b>	-549	-440	440	<b>2847</b>
	IX.	<b>262,28</b>	10,3	<b>10,6</b>	-288	-230	230	<b>2854</b>
	X.	<b>262,98</b>	10,4	<b>10,1</b>	-483	-387	387	<b>3016</b>
	XI.	<b>264,11</b>	10,6	<b>10,1</b>	-384	-308	308	<b>3163</b>
	XII.	<b>264,96</b>	10,1	<b>10,4</b>	-436	-349	349	<b>3270</b>
2001.	I.	<b>265,01</b>	10,1	<b>10,5</b>	-408	-313	313	<b>3388</b>
	II.	<b>265,67</b>	10,4	<b>10,3</b>	-286	-220	220	<b>3347</b>
	III.	<b>266,46</b>	10,5	<b>10,8</b>	-264	-203	203	<b>3329</b>
	IV.	<b>266,97</b>	10,3	<b>10,5</b>	-355	-273	273	<b>3384</b>
	V.	<b>258,31</b>	10,8	<b>9,4</b>	-328	-252	252	<b>3349</b>
	VI.	<b>247,12</b>	10,5	<b>8,7</b>	-229	-176	176	<b>3350</b>
	VII.	<b>248,97</b>	9,4	<b>8,0</b>	-448	-344	344	<b>3495</b>
	VIII.	<b>251,16</b>	8,7	<b>7,6</b>	-186	-143	143	<b>3198</b>
	IX.	<b>255,87</b>	8,0	<b>7,1</b>	-88	-68	68	<b>3035</b>

	X.	<b>255,46</b>	7,6	<b>6,8</b>	-319	-245	245	<b>2893</b>
	XI.	<b>251,09</b>	7,1	<b>6,6</b>	-128	-98	98	<b>2684</b>
	XII.	<b>247,65</b>	6,8	<b>6,2</b>	-398	-306	306	<b>2641</b>
2002.	I.	<b>243,95</b>	6,6	<b>5,9</b>	-338	-248	248	<b>2575</b>
	II.	<b>243,54</b>	6,2	<b>6,1</b>	-262	-192	192	<b>2548</b>
	III.	<b>244,71</b>	5,9	<b>5,6</b>	-103	-76	76	<b>2421</b>
	IV.	<b>242,41</b>	6,1	<b>4,8</b>	-246	-181	181	<b>2329</b>
	V.	<b>243,71</b>	5,6	<b>4,6</b>	-149	-109	109	<b>2186</b>
	VI.	<b>242,69</b>	4,8	<b>4,5</b>	-111	-82	82	<b>2092</b>
	VII.	<b>246,64</b>	4,6	<b>4,6</b>	-426	-313	313	<b>2060</b>
	VIII.	<b>245,10</b>	4,5	<b>4,9</b>	-200	-147	147	<b>2065</b>
	IX.	<b>243,88</b>	4,6	<b>4,8</b>	-128	-94	94	<b>2091</b>
	X.	<b>243,61</b>	4,9	<b>4,8</b>	-461	-339	339	<b>2185</b>
	XI.	<b>238,13</b>	4,8	<b>4,7</b>	-209	-153	153	<b>2240</b>
	XII.	<b>236,14</b>	4,8	<b>4,5</b>	-604	-443	443	<b>2377</b>
2003.	I.	<b>240,17</b>	4,7	<b>4,7</b>	-232	-163	163	<b>2292</b>
	II.	<b>245,09</b>	4,5	<b>3,9</b>	-399	-280	280	<b>2379</b>
	III.	<b>245,64</b>	4,7	<b>3,6</b>	-225	-158	158	<b>2462</b>
	IV.	<b>245,59</b>	3,9	<b>4,3</b>	-506	-356	356	<b>2637</b>
	V.	<b>245,90</b>	3,6	<b>4,7</b>	-417	-293	293	<b>2821</b>
	VI.	<b>261,10</b>	4,3	<b>4,7</b>	-303	-213	213	<b>2952</b>
	VII.	<b>264,04</b>	4,7	<b>4,7</b>	-445	-313	313	<b>2952</b>
	VIII.	<b>259,64</b>	4,7	<b>4,9</b>	-368	-259	259	<b>3064</b>
	IX.	<b>255,51</b>	4,7	<b>5,6</b>	-180	-127	127	<b>3096</b>
	X.	<b>255,47</b>	4,9	<b>5,7</b>	-331	-232	232	<b>2990</b>
	XI.	<b>259,41</b>	5,6	<b>6,6</b>	-209	-147	147	<b>2983</b>
	XII.	<b>264,84</b>	5,7	<b>7,1</b>	-364	-256	256	<b>2796</b>
2004.	I.	<b>264,60</b>	6,6	<b>6,7</b>	-68	-46	46	<b>2679</b>
	II.	<b>262,97</b>	7,1	<b>6,9</b>	-270	-181	181	<b>2579</b>
	III.	<b>253,36</b>	6,7	<b>7,6</b>	-333	-223	223	<b>2644</b>
	IV.	<b>250,31</b>	6,9	<b>7,5</b>	-831	-556	556	<b>2844</b>
	V.	<b>252,88</b>	7,6	<b>7,2</b>	-376	-252	252	<b>2804</b>
	VI.	<b>253,18</b>	7,5	<b>7,2</b>	-248	-166	166	<b>2757</b>
	VII.	<b>249,85</b>	7,2	<b>6,6</b>	-235	-158	158	<b>2602</b>
	VIII.	<b>248,89</b>	7,2	<b>6,3</b>	-329	-220	220	<b>2563</b>
	IX.	<b>247,67</b>	6,6	<b>5,8</b>	-276	-185	185	<b>2622</b>
	X.	<b>246,80</b>	6,3	<b>5,5</b>	-296	-198	198	<b>2588</b>
	XI.	<b>245,32</b>	5,8	<b>4,1</b>	-177	-119	119	<b>2560</b>
	XII.	<b>245,90</b>	5,5	<b>3,2</b>	-179	-120	120	<b>2424</b>
2005.	I.	<b>246,56</b>	4,1	<b>3,5</b>	-149	-96	96	<b>2474</b>
	II.	<b>243,77</b>	3,2	<b>3,9</b>	-233	-150	150	<b>2444</b>
	III.	<b>244,97</b>	3,5	<b>3,6</b>	-100	-65	65	<b>2285</b>
	IV.	<b>248,16</b>	3,9	<b>3,8</b>	-382	-246	246	<b>1975</b>
	V.	<b>252,02</b>	3,6	<b>3,7</b>	-158	-102	102	<b>1825</b>
	VI.	<b>249,04</b>	3,8	<b>3,6</b>	-61	-39	39	<b>1698</b>
	VII.	<b>246,45</b>	3,7	<b>3,7</b>	-481	-310	310	<b>1850</b>
	VIII.	<b>244,45</b>	3,6	<b>3,2</b>	-439	-283	283	<b>1912</b>
	IX.	<b>245,88</b>	3,7	<b>3,3</b>	-106	-68	68	<b>1796</b>
	X.	<b>251,74</b>	3,2	<b>3,3</b>	-351	-226	226	<b>1823</b>

	XI.	<b>251,06</b>	3,3	<b>2,7</b>	-240	-154	154	<b>1859</b>
	XII.	<b>252,67</b>	3,3	<b>2,5</b>	-128	-82	82	<b>1821</b>
2006.	I.	<b>250,85</b>	2,7	<b>2,3</b>	-135	-83	83	<b>1808</b>
	II.	<b>251,61</b>	2,5	<b>2,3</b>	-272	-168	168	<b>1826</b>
	III.	<b>260,75</b>	2,3	<b>2,8</b>	-351	-217	217	<b>1978</b>
	IV.	<b>265,34</b>	2,3	<b>2,8</b>	-218	-135	135	<b>1867</b>
	V.	<b>262,46</b>	2,8	<b>3,0</b>	-170	-105	105	<b>1871</b>
	VI.	<b>271,90</b>	2,8	<b>3,5</b>	-103	-64	64	<b>1895</b>
	VII.	<b>277,58</b>	3,0	<b>5,9</b>	-359	-222	222	<b>1807</b>
	VIII.	<b>274,25</b>	3,5	<b>6,3</b>	-339	-210	210	<b>1734</b>
	IX.	<b>274,74</b>	5,9	<b>6,4</b>	-58	-36	36	<b>1702</b>
	X.	<b>267,29</b>	6,3	<b>6,5</b>	-148	-92	92	<b>1568</b>
	XI.	<b>258,88</b>	6,4	<b>7,8</b>	-95	-59	59	<b>1472</b>
	XII.	<b>254,08</b>	6,5	<b>8,8</b>	-130	-81	81	<b>1470</b>
2007.	I.	<b>253,83</b>	7,8	<b>9,0</b>	-207	-127	127	<b>1514</b>
	II.	<b>253,40</b>	8,8	<b>8,8</b>	-37	-23	23	<b>1369</b>
	III.	<b>249,81</b>	9,0	<b>8,5</b>	131	80	-80	<b>1071</b>
	IV.	<b>245,96</b>	8,8	<b>8,6</b>	-146	-89	89	<b>1025</b>
	V.	<b>248,47</b>	8,5	<b>8,4</b>	33	20	-20	<b>900</b>
	VI.	<b>250,40</b>	8,6	<b>8,3</b>	150	92	-92	<b>745</b>
	VII.	<b>246,81</b>	8,4	<b>6,4</b>	-117	-72	72	<b>594</b>
	VIII.	<b>255,19</b>	8,3	<b>6,7</b>	-186	-114	114	<b>498</b>
	IX.	<b>253,41</b>	6,4	<b>7,1</b>	250	153	-153	<b>310</b>
	X.	<b>250,77</b>	6,7	<b>7,4</b>	63	38	-38	<b>180</b>
	XI.	<b>254,56</b>	7,1	<b>7,1</b>	77	47	-47	<b>74</b>
	XII.	<b>253,15</b>	7,4	<b>6,9</b>	-159	-97	97	<b>90</b>
2008.	I.	<b>255,98</b>	7,1	<b>6,7</b>	-74	-45	45	<b>9</b>
	II.	<b>262,02</b>	6,9	<b>6,6</b>	188	114	-114	<b>-128</b>
	III.	<b>260,09</b>	6,7	<b>7,0</b>	225	137	-137	<b>-185</b>
	IV.	<b>253,79</b>	6,6	<b>6,7</b>	60	37	-37	<b>-310</b>
	V.	<b>247,41</b>	7,0	<b>6,7</b>	-14	-9	9	<b>-281</b>
	VI.	<b>242,58</b>	6,7	<b>6,5</b>	49	30	-30	<b>-220</b>
	VII.	<b>231,95</b>	6,7	<b>5,7</b>	-386	-235	235	<b>-56</b>
	VIII.	<b>235,94</b>	6,5	<b>5,1</b>	-80	-49	49	<b>-121</b>
	IX.	<b>240,61</b>	5,7	<b>4,2</b>	134	82	-82	<b>-50</b>
	X.	<b>257,94</b>	5,1	<b>3,5</b>	-64	-39	39	<b>27</b>
	XI.	<b>265,16</b>	4,2	<b>3,1</b>	105	64	-64	<b>10</b>
	XII.	<b>264,15</b>	3,5	<b>3,0</b>	-85	-52	52	<b>-35</b>
2009.	I.	<b>279,84</b>	3,1	<b>2,9</b>	-179	-109	109	<b>29</b>
	II.	<b>298,53</b>	3,0	<b>2,9</b>	324	197	-197	<b>-54</b>
	III.	<b>304,36</b>	2,9	<b>2,9</b>	510	311	-311	<b>-228</b>

## Bibliographie

ALEXANDER, Sidney S. (1959): Effects of a Devaluation: A Simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches. *The American Economic Review*, Vol. 49, No. 1 (Mar. 1959).

ANDERSON, James E., MARCOUILLER, Douglas (2002). Insecurity And The Pattern Of Trade: An Empirical Investigation, *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 84(2), pages 342-352, May. Disponible sur: <http://www2.bc.edu/~anderson/rev80300.pdf>

ÁRVA, Laszlo (1997): Külföldi működőtőke, hazai beszállítói kapcsolatok, külkereskedelmi mérleg és technológiatranszfer [Investissements étrangers directs, les relations avec les producteurs domestiques, la balance commerciale et le transfert de la technologie]. *Közgazdasági Szemle*, XLIV.évf., 1997.november

ATKINSON, Paul, CHOURAQUI, Jean-Claude (1986): The Formulation of Monetary Policy: A Reassessment in the Light of Recent Experience. OECD Department of Economics and Statistics, Working Papers No. 32, 1986

BAHMANI-OSKOOEE, Mohsen (1985): Devaluation and the J-Curve: Some Evidence from LDCs. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 67, No. 3 (Aug 1985), 500-504.

BARABAS, Gyula (2003): A felertekelodesi spekulacio kezelese [La gestion de la speculation d'appréciation]. *MNB Hattertanulmányok*, 2003. Disponible sur: [http://www.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=bs2003\\_3](http://www.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=bs2003_3)

BARRO, Robert J., GORDON, David B (1983): A positive theory of monetary policy in a natural rate model - *Journal of Political Economy*, Aug. 1983

BECKER, Garry (2009): Buy American Once Again. February 1, 2009. Disponible sur: [http://www.becker-posner-blog.com/archives/2009/02/buy\\_american\\_on.html](http://www.becker-posner-blog.com/archives/2009/02/buy_american_on.html)

BERNANKE, Ben S., GERTLER Mark: Inside the Black Box: The Credit Channel of

Monetary Policy Transmission, Journal of Economic Perspectives, Fall 1995, n° 9, p. 27-48.

BHAGWATI, Jagdish N. (1968): The theory and practice of commercial policy: departures from unified exchange rates. Special Papers in International Economics, No. 8, International Finance Section, Princeton University.

BIGSTEN, Arne, COLLIER, Paul, DERCON, Stefan et al. (2000): Contract Flexibility and Dispute Resolution in African Manufacturing, Journal of Development Studies 36, 4: p. 1-37. Disponible sur: <http://www.csae.ox.ac.uk/workingpapers/pdfs/9920text.pdf>

BRADA, Josef C, DRABEK, Zdenek (1998): Exchange Rate Regimes and the Stability of Trade Policy in Transition Economies. WTO, Staff Working Paper ERAD-98-07 July, 1998

CAGAN, Philip: The Monetary Dynamics of Hyperinflation. In Studies in the Quantity Theory of Money, edited by Milton Friedman, The University of Chicago Press, 1956  
Cambridge: Cambridge University Press, p. 221-244.

CAVES, Richard E., FRANKEL, Jeffrey A., JONES, Ronald W. (2002): World Trade and Payments: An Introduction. Addison Wesley. 2002.

CIOCLEA, Sergiu (1998) : Politiques de change à l'Est : une 'crise d'adolescence'?  
Conjoncture. Novembre 1998.

CLERC, Laurent, GOUTERON, Sylvain (2003) : Désinflation et stratégies de politique monétaire dans les pays accédants. Bulletin de la Banque de France - N° 119 – Novembre 2003. Disponible sur : [http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf\\_bm/etudes\\_bdf\\_bm/bdf\\_bm\\_119\\_etu\\_1.pdf](http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_119_etu_1.pdf)

COASE, Ronald (1991): The institutional structure of production. Lecture to the memory of Alfred Nobel, December 9, 1991. Disponible sur: [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1991/coase-lecture.html](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1991/coase-lecture.html)

COASE, Ronald: The Nature of the Firm. Economica, New Series, Vol. 4, No. 16 (Nov., 1937), pp. 386-405

COLLINS, Susan M. (1988): Multiple Exchange Rates, Capital Controls and Commercial Policy in Dornbusch (1988)

COMMONS, John R. (1936): Institutional Economics. *The American Economic Review*, Vol. 26, No. 1, Supplement, Papers and Proceedings of the Forty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association (Mar., 1936), pp. 237-249

COUDERT, Virginie, COUHARDE, Cécile (2002): Exchange Rate Regimes and Sustainable Parities for CEECs in the Run-up to EMU Membership. CEPII, 2002.

Disponible sur : <http://www.jstor.org>

DAVIS, Lance E., NORTH, Douglass C. (with the assistance of Calla Smorodin): *Institutional Change and American Economic Growth*. Cambridge: Cambridge University Press, 1971. viii + 282 pp

DÉVOLUY, Michel: *Théories macroéconomiques: fondements et controverses – Collection U*. Paris, 1998

DORNBUSCH, Rudiger (1976): Expectations and Exchange rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, 84,6:1161-1176. December, 1976.

DORNBUSCH, Rudiger (1988): *Policymaking in the Open Economy. Concepts and Case Studies in Economic Performance*. EDI Series in Economic Development. Oxford University Press, 1988

EGERT, Balazs, LAHERCHE-EVIL, Amina (2003): Estimating the Fundamental Equilibrium Exchange Rate of Central and Eastern European Countries, The EMU Enlargement Perspective. CEPII, 2003.

ÉLTETŐ, Andrea (1999): A külföldi működőtőke hatása a külkereskedelemre négy kis közép-európai országban [Les effets des investissements étrangers directs sur le commerce international dans quatre petits pays de l'Europe Centrale]. *Közgazdasági Szemle*, XLVI.évf., 1999.január

ERDŐS, Tibor: Infláció: különös tekintettel az 1990-es évek magyar gazdaságára [Inflation : avec un accent sur l'économie hongroise des années 1990]. Budapest, Akadémia Kiadó, 1998.

FISHER, Stanley (1988): Devaluation and Inflation. In Dornbusch (1988)

FRANKEL, Jeffrey A., ROSE, Andrew K. (2000) : An Estimate of the Effects of Currency Unions on Trade and Growth, Paper prepared for the Conference on Currency Unions, Stanford University, (May 19-20). Disponible sur:

<http://www.uofaweb.ualberta.ca/economics2/pdfs/Econ422-SmithC-Frankel-Rose.pdf>

FRENKEL, Jacob A., RODRIGUEZ, Carlos A. (1975): Portfolio Equilibrium and the Balance of Payments: A Monetary Approach. The American Economic Review, Vol. 65, No. 4 (Sep. 1976), p. 674-688.

FRIEDEN, Jeffrey A., BROZ J. Lawrence: The Political Economy of International Monetary Relations. Annual Review of Political Science 4: p. 317-343

GREIF, Avner (1993): Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders' Coalition', American Economic Review 83,3: p. 524-548.

GREIF, Avner (1994): Cultural Beliefs and The Organization of Society : a Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies. Journal of Political Economy. 1994. 102 :5, p. 912-50

HABERMEIER, Karl, KOKENYNE, Annamaria, VEYRUNE, Romain et al. (2009): Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements. IMF Working Paper, September 21, 2009. Disponible sur: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09211.pdf>

HALPERN, Laszlo, WYPLOSZ, Charles (1995): The Hidden Hungarian Miracle. In Hungary: Towards a Market Economy. Conference organised on 20-21 October 1995 in Budapest by the Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, with the support of the Centre for Economic Policy Research (CEPR).

HALPERN, Laszlo, WYPLOSZ, Charles (1996): Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies, IMF Working Paper No. 96/125.

HAMILTON, Walton H. (1919) : The Institutional Approach to Economic Theory. American Economic Review. March, 9, pp. 309-18.

HARBERGER, Arnold C. (1950). Currency depreciation, income and the balance of payments. Journal of Political Economy 58 (February), p. 47-60

HAU, Harald (1999) : Real Exchange Rate Volatility and Economic Openness: Theory and Evidence, Journal of Money, Credit and Banking 34, No. 3: 611-630. Disponible sur: <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1457/papers/hau.pdf>

HILL, John K. (1989): Demographics and the Trade Balance. Economic and Financial Policy Review, Federal Reserve Bank of Dallas, 1989 Sep, p. 1-11.

HODGSON, Geoffrey (1998): The Approach of Institutional Economics, Journal of Economic Literature, March 1998, 36, p. 166-92.

HOMAN, Paul T. (1932): An Appraisal of Institutional Economics. The American Economic Review, Vol. 22, No. 1 (Mar., 1932), p. 10-17

HOSKINS, W Lee, HUMPAGE, Owen F. (1990): A Critique of Monetary Protectionism. Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland. Disponible sur: <http://www.clevelandfed.org/research/Commentary/1990/0515.pdf>

JACKSON, John Howard, DAVEY, William J., SYKES, Alan O. (2002): Legal Problems of International Economic Relations: Cases, Materials and Text on the National and International Regulation of Transnational Economic Relations. St. Paul, Minn. 2002.

JAKAB, Zoltan (1998): A valutakosar megvalasztasanak szempontjai Magyarorszagon. [Les considérations concernant le choix du panier de devise en Hongrie] MNB Fuzetek 1998/12.

JAKAB, Zoltan, SZAPÁRY, Gyorgy (1998): A csuszo leertekeles tapasztalatai Magyarországon [Les expériences du régime de la parité glissante en Hongrie]. MNB Fuzetek, 1998/6.

JANSEN, Marion, NORDIS, Kyvik Nordas. (2004) Institutions, Infrastructure, Trade Policy and Trade Flows, Discussion Paper No. 4418, Centre for Economic Policy Research, London: CEPR. Disponible sur: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP4418.asp>

JOHNSON, Harry G. (1976): Elasticity, Absorption, Keynesian Multiplier, Keynesien Policy, and Monetary Approaches to Devaluatuion Theory: A Simple Geometric Exposition. The American Economic Review, Vol. 66, No. 3 (Jun. 1976), p. 448-452

JOHNSON, Harry G. (1977): The Monetary Approach to Balance of Payments Theory and Policy: Explanation and Policy Implications. Economica, New Series, Vol. 44, No. 175 (Aug. 1977), p. 217-229.

JOSKOW, Paul J. (2003): New Institutional Economics: a report card. September 13. 2003., MIT. Disponible sur : <http://econ-www.mit.edu/files/1171>

KAPÁS, Judit, KOMÁROMI, György (2004): Régi és új hangsúlyok az új intézményi közgazdaságtanban (Anciens et nouveaux accents dans la nouvelle économie institutionnelle). Közgazdasági Szemle, LI. évf., 2004. január (90–98. o.) Disponible sur: <http://www.fw.hu/komaromigyorgy/papers/Kapas%20-%20Komaromi%20-%20Regi%20es%20uj%20hangsulyok%20az%20uj%20intezmenyi%20kozgazdasagtanban.pdf>

KARÁDI, Péter (2005): Exchange Rate Smoothing in Hungary, November, 2005, MNB Working Paper. Disponible sur: [http://english.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=wp2005\\_6](http://english.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=wp2005_6)

KLEIN, Peter G. (1998): New Institutional Economics. July 1998. Disponible sur: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=115811](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=115811)

KOESTLER, Arthur (1959): The Sleepwalkers: A History of Man's Changing Vision of the

Universe. The Macmillan Company, 1959

KORNAI, János: The socialist system: The political economy of communism, Oxford, Clarendon Press, 1992

KOVACS, Mihály Andras (1999): Realfolyam-mutatók és a magyar gazdaság ár- és költségversenyképessége [Les taux de change réels et la compétitivité de coût et de prix de l'économie hongroise]. Kozgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999 február (145-175).

KOVACS, Mihály Andras (2001): Az egyensúlyi realfolyam Magyarországon [Le taux de change réel d'équilibre en Hongrie]. MNB Hattertanulmányok, 2001/3.

KRUEGER, Anne: Nominal Anchor Exchange Rate Policies as a Domestic Distortion, Working Paper No. 5968. Cambridge, Mass: NBER, 1997.

KRUGMAN, Paul (1988): External Shocks and Domestic Policy Responses. In Dornbusch (1988)

KRUGMAN, Paul (2007): Trouble With Trade. Published: December 28, 2007 New York Times Disponible sur:

[http://www.nytimes.com/2007/12/28/opinion/28krugman.html?\\_r=1&ex=1356584400&en=502cb187aec80250&ei=5090&partner=rssuserland&emc=rssv](http://www.nytimes.com/2007/12/28/opinion/28krugman.html?_r=1&ex=1356584400&en=502cb187aec80250&ei=5090&partner=rssuserland&emc=rssv)

KRUGMAN, Paul (2008): Trade and Wages Reconsidered. February 2008. Preliminary draft for the spring meeting of the Brookings Panel on Economic Activity. Disponible sur:

<http://www.princeton.edu/~pkrugman/pk-bpea-draft.pdf>

KYDLAND, Finn E, PRESCOTT, Edward C. (1977): Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans – Journal of Political Economy, Jun. 1977

LAFER, Arthur B. (1972): Monetary Policy and the Balance of Payments. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 4, No. 1, Part 1. (Feb. 1972)

LAHRECHE-EVIL, Amina (1999): Les régimes de change. Editions La Découverte,

collection Repères, Paris, 1999.

LEVY, Brian, SPILLER, Pablo T. (1994): Regulations, Institutions and Commitment: comparative studies of telecommunications. Cambridge, New York. Cambridge University Press. 1994

MAGYAR NEMZETI BANK (1989a – 2003a): Rapports Annuels 1989 - 2003

MAGYAR NEMZETI BANK (1994): Arfolyamrendszer es arfolyampolitika Magyarorszagon (1946-1993) [Système de change et politique de change en Hongrie (1946-1993)], MNB Muhelytanulmanyok, 1994.

MAGYAR NEMZETI BANK (1998b) : Rapport sur l'inflation.

MAGYAR NEMZETI BANK (2001b) Monetaris politika Magyarorszagon [Politique monétaire en Hongrie]. 2001.

MAGYAR NEMZETI BANK (2001c): Az euro hazai bevezetesenek varhato hasznai, koltsegei es idozitese [Les bénéfices, les coûts de l'introduction de l'euro en Hongrie]. MNB Muhelytanulmanyok No. 24. 2001.

MAGYAR NEMZETI BANK (2002b) Monetaris politika Magyarorszagon. Masodik javitott kiadas [Politique monétaire en Hongrie. Deuxième édition]. 2002.

MAGYAR NEMZETI BANK (2002c): A forint erosodese altal kivaltott gazdasagi hatasokrol es azok lehetséges kovetkezenyeirol [Sur les effets économiques de l'appréciation du Forint et ses conséquences possibles]. Budapest, 2002. December 16.

MASSON, Paul R.(2000): Exchange Rate Regime Transitions. Journal of Development Economics. 2000.

MCCALLUM, John (1995): National Borders Matter: „Canada-U.S. Regional Trade Patterns”. American Economic Review 85-3, 615-623

MCKINNON, Ronald I., FUNG, K.C. (1993): Floating Exchange Rates and the New Interbloc Protectionism. In Protectionism and World Welfare, ed. Dominick Salvatore. Cambridge: Cambridge University Press, 221-244.

MCKINNON, Ronald (1990): The Exchange Rate and the Trade Balance: Insular versus Open Economies; Open Economies Review, Vol. 1, (1990), No.1, pp.17-37.

MEADE, James E. (1951). The Theory of International Economic Policy, Volume I: The Balance of Payments. London, New York, Toronto: Oxford University Press

MESSERLIN, Patrick A. (1998): Commerce International. Presses Universitaires de France, 1998

MILE, Ibolya (2003): Exchange Rate Policy of Hungary on the way to European Union Membership. Dissertation Thesis, University Duisburg-Essen. 2003. Disponible sur: [http://deposit.ddb.de/cgi-bin/dokserv?idn=968819559&dok\\_var=d1&dok\\_ext=pdf&filename=968819559.pdf](http://deposit.ddb.de/cgi-bin/dokserv?idn=968819559&dok_var=d1&dok_ext=pdf&filename=968819559.pdf)

MILES, Marc A. (1979): The Effects of Devaluation on Trade Balance and the Balance of Payments : Some New Results. The Journal of Political Economy, Vol. 87, No. 3 (Jun. 1979), 600-620.

MILLS, F. C. and Friedman, Milton (1951): Mills, F. C. to Milton Friedman, June 25, 1951. Milton Friedman Papers, Box 30, Hoover Institution

MISES, Ludwig von (1949): Human Action: A Treatise on Economics, Irvington-on-Hudson, NY: The Foundation for Economic Education, 1949. Disponible sur: <http://www.econlib.org/library/Mises/HmA/msHmA31.html>

MISHKIN, Frederic S. Les canaux de transmission monétaire : Leçons pour la politique monétaire. Bulletin de la Banque de France – N° 27 – mars 1996 Disponible sur: [http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf\\_bm/etudes\\_bdf\\_bm/bdf\\_bm\\_27\\_etu\\_1.pdf](http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_27_etu_1.pdf)

MKIK Gazdasag- es Vallalkozaselemzesi KHT (2001): A forint-arfolyam savszelesitesenek hattere es lehetséges hatasai [Les causes et les conséquences possibles de l'élargissement de la bande d'intervention du Forint]. 2001.

MUSSA, Michael (1985): The Real Exchange Rate as a Tool of Commercial Policy, 1985, NBER Working Paper 1577

MUSSA, Michael (1987): Macroeconomic policy and trade liberalization - some guidelines. [World Bank Research Observer](#), 1987, vol. 2, issue 1, p. 61-77

MUSSA, Michael. (1976): The exchange rate, the balance of payments and monetary and fiscal policy under a regime of controlled floating. *Scandinavian Journal of Economics* 78 (May): p. 22-48.

NORTH, Douglas C. (1994): The Historical Evolution of Polities. 1994. *International Review of Law and Economics*, 14, pp. 381-91

NORTH, Douglas C. (1993): The New Institutional Economics and Development, Washington University, St. Louis. 1993. Disponible sur: <http://econ2.econ.iastate.edu/tesfatsi/NewInstE.North.pdf>

NUGENT, Jeffrey B, ROBINSON, James A (2003).: Are Endowments Fate?. 2002. Vol. Discussion Paper. Centre for Economic Policy Research: London In. Shirley

OBSTFELD, Maurice (1982): Aggregate spending and the terms of trade: is there a Harberger-Laursen-Metzler effect? Disponible sur : <http://www.nber.org/papers/w0686.pdf>

OCDE (2002): Etudes économiques de l'OCDE 2001-2002. Hongrie. Volume 2002/10 - Juin.

OECD (2004) : OECD Economic surveys Hungary. 2004.

OHASHI, Kazunari, HONEBON, Charlotte (1998): Experiences of three eastern European countries during the Russian crisis – an analysis of “contagion”. Bank of Japan, 1998. Disponible sur: <http://www.boj.or.jp/en/type/ronbun/ron/wps/kako/data/owp99e01.pdf>

PARSLEY, David C., WEI, Shang-Jin (2003 ): How Big and Heterogeneous are the Effects of Currency Arrangements on Market Integration? A Price Based Approach, The Selected Works of David C. Parsley. Disponible sur: [http://works.bepress.com/david\\_parsley/7/](http://works.bepress.com/david_parsley/7/)

PEVEHOUSE, Jon, COPELOVITCH, Mark (2007): Choose Your Weapon: Trade Policy, Exchange Rates, and the Politics of Protection. Paper presented at the annual meeting of the American Political Science Association, Hyatt Regency Chicago and the Sheraton Chicago Hotel and Towers, Chicago, IL, Aug 30, 2007

PRIVATIZÁCIÓS KUTATÓINTÉZET (1997): Jelentés a külföldi működőtőke-beáramlás kereskedelmi mérlegre gyakorolt hatásáról [Rapport sur les effets des investissements étrangers directs sur la balance commerciale]. Budapest

RINCON, Hernan (1998): Testing the Short-and-Long-Run Exchange Rate Effects on Trade Balance: The Case of Colombia. Part of a Ph.D. dissertation, 1998.

RODRIK, Dani (2000): Trade Policy Reform as Institutional Reform, August 2000 ([link](#))

RODRIK, Dani, SUBRAMARIAN, Arvind (2003): The Primacy of Institutions, 2003, in Finance and Development, June 2003. Disponible sur: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2003/06/pdf/rodrik.pdf>

ROGOWSKY, Robert A., LINKINS, Linda A., TSUJI, Karl S. (2001): Trade liberalization : fears and facts, 2001. Disponible sur: <http://www.google.com/books?hl=hu&lr=&id=z1xh3sdiTW8C&oi=fnd&pg=PP13&dq=%22Rogowsky%22+%22Trade+liberalization:+fears+and+facts%22+&ots=nyu3FPu4F6&sig=nwNeEyZLudE9Hguy0SrBBA3aTk#v=onepage&q=&f=false>

ROLL, Richard, TALBOTT, John (2001): Why Many Developing Countries Just Aren't. Working Paper. 2001. Disponible sur: <http://www.cipe.org/programs/roundtables/webevents/pdf/talbot.pdf>

ROSE, Andrew K. (2000) : One Money, One Market: Estimating Effect of Common

Currencies on Trade, Economic Policy 30: 7-46. Disponible sur:

<http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/Grav.pdf>

RUTHERFORD, Malcolm (2001): Institutional Economics: Then and Now The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 3 (Summer, 2001), p. 173-194

SCHATZ, Howard J., TARR, David G. (2000): Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection. The World Bank Development Research Group. February 2000 Disponible sur:

<http://www->

[wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2000/03/03/000094946\\_00022306494481/Rendered/PDF/multi\\_page.pdf](http://wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2000/03/03/000094946_00022306494481/Rendered/PDF/multi_page.pdf)

SENAY, Ozge (2001): The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules. Middle East Technical University and University of York. January 9, 2001.

SHIRLEY, Mary M. (2003): What does Institutional Economics tell us about Development. A paper presented at ISNIE, 2003, Budapest Hungary

SILVERSTEIN, Nathan L. (1932): An Appraisal of Institutional Economics: Comment. The American Economic Review, Vol. 22, No. 2 (Jun., 1932), p. 268-269

SIMON, Herbert (1979): Rational Decision Making in Business Organisation, 1979, American Economic Review, September, 69, p. 493-513

SOTO, Claudio (2003): Monetary Policy, Real Exchange Rate, and the Currency Account in a Small Open Economy. Central Bank of Chile, Working Papers, No. 253, 2003.

TOTH, Mate (2004): Arfolyam-politikai hibák és nehézségek 2003-ban (Fautes et difficultés de la politique de change en 2003). International Centre of Economic Growth (ICEG). 2004.

VONNÁK, Balázs.: The main features of Hungary's monetary transmission mechanism Közgazdasági Szemle (Economic Review) 2006, vol: 53, number: 12, pages: 1155-1177

Disponible sur: <http://epa.oszk.hu/00000/00017/00132/pdf/05vonnak.pdf>

WEIDENBAUM, Murray, HUGHES, Samuel (1996) The Bamboo Network... How Expatriate Chinese Entrepreneurs Are Creating a New Economic Superpower in Asia. New York: Free Press. 1996.

WILLIAMSON, Oliver E. (2000): The new institutional economics : Taking stocks and looking ahead, Journal of Economic Literature, September 2000, 38, p. 595-613 – p. xiii-xiv. Disponible sur:

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.128.7824&rep=rep1&type=pdf>

WTO (1995): Report on the 1995 consultation with Hungary. Disponible sur :

[http://www.wto.org/gatt\\_docs/English/HAZPDF/R226.pdf](http://www.wto.org/gatt_docs/English/HAZPDF/R226.pdf)

WTO (2004): World Trade Report 2004 - Exploring the linkage between the domestic policy environment and international trade. Disponible sur:

[http://www.wto.org/english/res\\_e/booksp\\_e/anrep\\_e/world\\_trade\\_report04\\_e.pdf](http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report04_e.pdf)

Wyplosz, Charles (1999): Ten years of Transformation: Macroeconomic Lessons. Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR. 1999.