

La politique monétaire peut-elle être efficace pendant la transition?

L'expérience de la Mongolie

Torsten Sløk

L'économie mongole a connu de profondes mutations pendant sa transition à l'économie de marché, avec la restructuration fondamentale de l'économie réelle et du secteur financier. Dans quelle mesure la politique monétaire est-elle efficace dans un environnement en transformation?

LA CRÉATION de marchés et d'institutions financières capables de soutenir une économie de marché a été un élément clé de la transition de toutes les économies anciennement planifiées. Mais il faut du temps pour mettre en place de tels marchés et institutions, et surtout pour que s'instaure la confiance à leur égard. En outre, des difficultés telles que des crises bancaires, une forte proportion de créances improductives, le manque d'expérience des responsables, les ingérences politiques, l'appréciation de la monnaie et une inflation modérée ou forte ont compliqué la conduite de la politique monétaire.

La politique des autorités monétaires mongoles a consisté à maintenir un taux de croissance régulier de la masse monétaire tout en faisant face à ces difficultés spécifiques à la transition à mesure qu'elles surviennent. En outre, les températures extrêmes propres au climat de la Mongolie font que l'économie est très saisonnière et les autorités sont intervenues de temps à autre sur le marché des changes pour empêcher des fluctuations excessives du taux de change liées aux fortes variations, dues aux intempéries, des exportations et des importations. Cette approche pragmatique de la politique monétaire a été nécessaire dans nombre d'économies en transition. A-t-elle été facilitée par une demande de monnaie stable et une relation prévisible entre l'inflation et les variables monétaires?

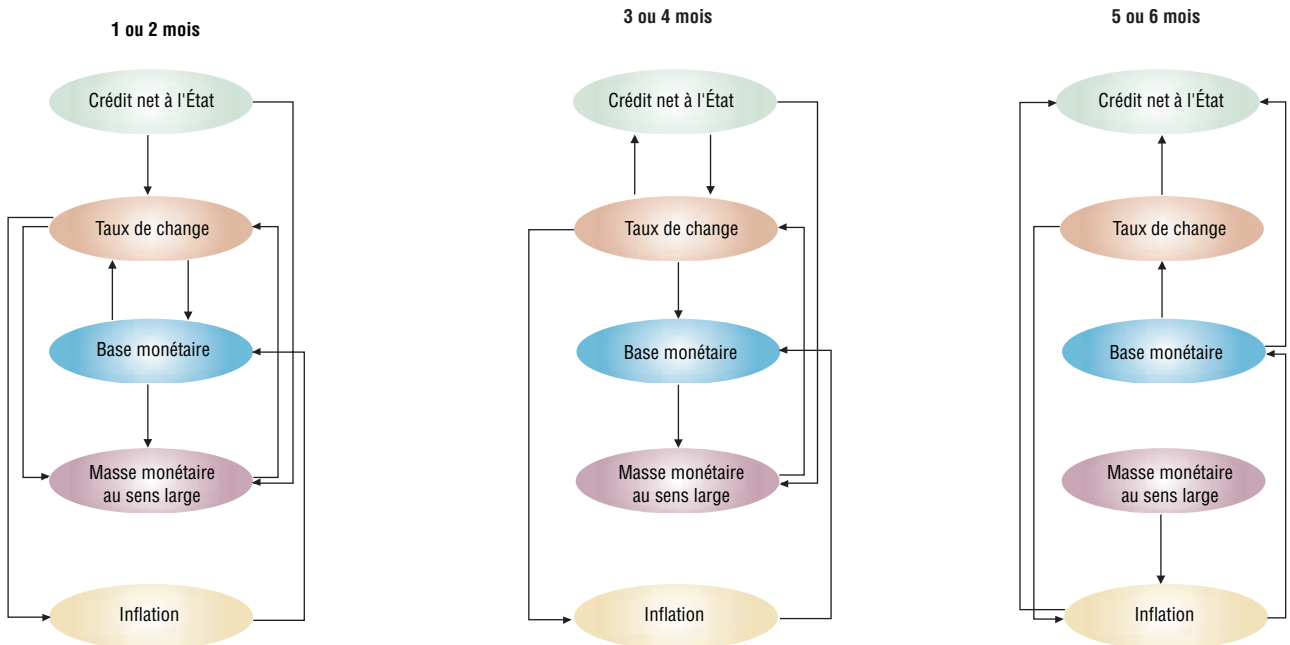
L'expérience de la Mongolie

L'expérience de la Mongolie diffère de celle de la plupart des autres pays en transition sur quatre points. D'abord et avant tout, le consensus a régné dans la classe politique sur

la nécessité de réformes radicales et exhaustives. En dépit des changements considérables dans les coalitions au pouvoir et des épisodes d'impasse politique, les gouvernements nationaux ont poursuivi essentiellement les mêmes objectifs. Deuxièmement, contrairement à beaucoup d'autres pays en transition, la Mongolie n'a pas connu de période prolongée d'inflation modérée. L'inflation est tombée à moins de 10 % par an au premier semestre de 1998 et est restée faible depuis lors. Troisièmement, la Mongolie n'a pas été confrontée aux entrées de capitaux massives qu'ont connues les pays en transition d'Europe centrale et orientale, et elle a ainsi échappé aux problèmes que ces afflux présentent pour les autorités monétaires. Quatrièmement, l'économie mongole a été très touchée par la crise asiatique en 1997 et en particulier par la crise russe en 1998. En conséquence, sa monnaie s'est fortement appréciée (en termes aussi bien nominaux que réels). Cette appréciation a contribué à ramener les taux d'inflation d'un niveau modéré à moins de 10 % par an, bien que cette baisse soit sans doute intervenue, dans une certaine mesure, au détriment de la production.

Les chiffres comparés du PIB réel de la Mongolie avec celui des autres pays en transition en 1998 et 1989 (voir le tableau) montrent que la Mongolie a obtenu de meilleurs résultats que la plupart des autres pays. Sur 27 pays en transition, seules la Pologne, la Slovaquie et la Slovénie ont eu des résultats sensiblement meilleurs, tandis que les performances de la Hongrie et de la République tchèque ont été comparables. Cette mesure simple a toutefois ses limites et ne donne guère d'indications quant au développement des institutions ou au rôle des politiques des

Mongolie : dynamique de la politique monétaire



Source : Sløk (2000)

différents pays en transition. Pour analyser ce rôle — en particulier celui de la politique monétaire — pendant la transition, il faut examiner la relation entre les variables monétaires et l'inflation et l'activité économique réelle.

La politique monétaire pendant la transition

Il ne peut y avoir de politique monétaire fondée sur le marché que s'il existe un marché monétaire et un marché des changes. En particulier, il doit y avoir des coefficients de réserves obligatoires, des guichets de refinancement, des effets et bons d'État et de la banque centrale et un système d'allocation du crédit par les banques ou par adjudication. Si le cadre institutionnel de la politique monétaire et ces instruments monétaires spécifiques font défaut ou fonctionnent

mal, la conduite et l'efficacité de la politique monétaire en souffriront. La plupart des économies en transition ont progressivement mis en place un cadre institutionnel et introduit des instruments et des marchés financiers qui fonctionnent de manière semblable — bien qu'ils soient plus petits et moins liquides — à ceux des pays développés.

La Mongolie a renforcé le rôle de la politique monétaire dès le début de la transition. En mai 1991, un système bancaire à deux niveaux est venu remplacer le système fondé sur la banque centrale. Les crédits dirigés, qui jusqu'en 1991 étaient déterminés par le plan de crédit, ont été limités aux secteurs prioritaires et aux importations de pétrole, puis éliminés au milieu de 1994. Les plafonds établis banque par banque et la réglementation des taux débiteurs et créditeurs pratiqués par les banques commerciales, qui avaient été imposés durant la phase initiale de la transition, ont aussi été supprimés. La banque centrale a également introduit, en 1991, des réserves obligatoires sur les dépôts à vue des entreprises et des ménages, en 1993, des effets de la banque centrale et, en 1995, un système d'adjudication régulière de titres de refinancement à des taux déterminés par le marché. La banque centrale jouit d'un degré d'indépendance étonnamment semblable à ce que l'on voit dans bien des pays industrialisés. Aux termes de la législation bancaire adoptée en 1996, les deux principaux objectifs de la Banque de Mongolie sont d'assurer la stabilité de la valeur du tugrik et la surveillance du système financier. On peut donc dire, pour résumer, que les institutions et marchés financiers nécessaires à la conduite efficace de la politique monétaire en Mongolie sont désormais en place dans une large mesure.

Durant la période de transition, le secteur bancaire de la Mongolie a été confronté à des difficultés considérables, no-

Évolution du PIB réel dans les pays en transition

(1989 = 100)

	1989	1998
Europe orientale	100	93,4
Pays de la CEI ¹	100	54,0
États baltes	100	71,4
Tous pays susmentionnés	100	64,5
Mongolie	100	93,1

Sources : Nations Unies, *Étude sur la situation économique de l'Europe*, 1999, n° 2, appendice, tableau B.1. Les données pour la Mongolie sont des estimations des services du FMI

¹ Communauté des États indépendants.

tamment à un volume important de créances improductives. Afin de renforcer le système bancaire, des mesures ont été prises dans le cadre de programmes appuyés par le FMI pour réduire les coûts d'exploitation, résoudre la situation des banques insolubles et accroître les recouvrements. Les dépôts en devises ont été, la plupart des années, inférieurs au niveau moyen pour l'ensemble des pays en transition depuis 1991, à savoir à 20 % de la masse monétaire au sens large. Mais l'écart des taux d'intérêt, défini comme la différence en fin d'année entre les taux des prêts bancaires à court terme en monnaie nationale et ceux des dépôts, a été, pendant la même période, l'un des plus larges de tous les pays en transition. Des taux d'intérêt élevés ont été maintenus pendant toute la période de transition pour préserver et rétablir la confiance dans le système bancaire. Bien que le système ait été renforcé, des problèmes subsistent, notamment en ce qui concerne le bilan de plusieurs banques privées.



Torsten Sløk est économiste à la Division des études économiques internationales du Département des études du FMI.

La politique monétaire peut-elle être efficace pendant la transition?

L'un des grands défis qui se présentent aux responsables de la politique monétaire dans un pays en transition tient à ce que l'inflation n'est pas un phénomène purement monétaire. Outre les habituelles pressions de la demande et des coûts, on peut identifier au moins cinq autres facteurs de tension dans la conduite de la politique monétaire. Premièrement, la libéralisation des prix au début de la transition entraîne un ajustement initial du niveau des prix et des changements considérables des prix relatifs et donc de l'inflation. Deuxièmement, cet ajustement des prix relatifs se traduit par une réaffectation substantielle des ressources, et le financement consécutif par la création monétaire des déficits budgétaires croissants qui résultent de la baisse des recettes budgétaires et de la structure rigide des dépenses exerce lui aussi des pressions inflationnistes. Troisièmement, les rigidités à la baisse des marchés des produits et du travail, ainsi que l'indexation des prix, engendrent une inflation modérée (15 à 40 % par an) à caractère plus permanent dans bien des pays en transition. Quatrièmement, à mesure que le revenu augmente, les prix montent, et les autorités doivent déterminer quelle est la part de l'inflation due à cet effet (dit de Balassa-Samuels). Enfin, les privatisations, le développement des institutions et la création de marchés concurrentiels ne se font pas du jour au lendemain, et la rapidité avec laquelle la concurrence et l'efficacité sont introduites dans le secteur privé influe sensiblement sur les taux d'inflation pendant la transition. Compte tenu de tous ces facteurs propres à la transition qui agissent sur l'inflation, on ne peut préjuger de l'existence de relations prévisibles entre les principales variables macroéconomiques, indispensables à une conduite efficace de la politique monétaire. Pour explorer la relation entre l'inflation, le taux de change, la base monétaire, la masse monétaire au sens large et le crédit net à l'État en Mongolie, on a analysé la causalité des relations entre les variables économiques. Les tests de causalité de

Granger donnent une indication de la façon dont ces variables influent les unes sur les autres dans le temps. Toutes les séries mesurent les variations sur douze mois, de décembre 1995 à juin 1999. Le graphique (page 45) indique les liaisons causales entre les variables pour différentes périodes.

Une conclusion qui se dégage de tests de causalité est que le crédit net à l'État joue un rôle clé. À court terme, cette variable n'influe pas sur l'inflation directement, mais par l'intermédiaire des variables monétaires susmentionnées. À plus long terme (cinq à six mois), le crédit net à l'État devient une fonction des autres variables monétaires et influe directement sur l'inflation. Une deuxième conclusion est que le taux de change a un effet significatif sur l'inflation pendant toutes les périodes étudiées. À très court terme, c'est la seule variable qui explique l'inflation directement. Autrement dit, si le taux de change varie, les entreprises réagissent immédiatement en ajustant les prix intérieurs. Troisièmement, à plus long terme, la masse monétaire explique l'inflation directement, et on peut en déduire que le repli de l'inflation en Mongolie est imputable à la régulation de la masse monétaire.

Afin d'approfondir cette analyse, nous avons estimé une relation de la demande de monnaie à partir de données annuelles couvrant 22 régions de Mongolie pendant la période 1993-98 (voir Sløk, 2000). L'analyse fait ressortir deux points essentiels. Premièrement, il existe une relation stable et significative entre la monnaie réelle et le revenu réel pendant la période étudiée. Deuxièmement, l'élasticité-revenu est d'environ un demi, ce qui permet de conclure qu'une augmentation du revenu de 1 % entraîne une augmentation de 0,5 % de la demande de monnaie. Cette élasticité est sensiblement inférieure à celle que l'on a observée pour la plupart des pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques, qui est généralement proche de 1. La plus faible élasticité observée en Mongolie pourrait venir de ce que les transactions des banques et entreprises mongoles sont beaucoup moins nombreuses et complexes que celles de leurs contreparties des économies très développées. En d'autres termes, la plus faible élasticité-revenu de la demande de monnaie donne à penser qu'en Mongolie la monnaie est principalement détenue pour effectuer des transactions.

En résumé, il existe une relation stable entre la masse monétaire et l'activité économique en Mongolie, ce qui a permis aux autorités monétaires de fonder la conduite de leur politique sur la régulation de l'expansion monétaire. Cette régulation a en outre permis de réduire l'inflation.

Conclusion

Dans une économie en transition aux institutions aussi rudimentaires que celles de la Mongolie, il peut exister une demande stable de monnaie et une relation prévisible entre l'inflation et les variables monétaires, et l'application efficace d'une politique monétaire axée sur le marché est possible. Mais, pour renforcer l'efficacité de la politique monétaire, les autorités doivent poursuivre les réformes — en particulier

celles du secteur bancaire et des administrations publiques. D'autres pays en transition ont réussi à maintenir des taux d'inflation inférieurs à 10 % par an en adoptant des cadres de ciblage de l'inflation. Ces cadres ont l'avantage d'être transparents et faciles à suivre par le public et de permettre aux responsables de la politique monétaire de maintenir l'inflation à un faible niveau tout en faisant face aux perturbations intérieures et extérieures. Le ciblage de l'inflation n'est toutefois pas approprié dans les pays où les réformes structurelles ne sont pas achevées, où l'inflation est forte au départ, ou qui sont sujets à des chocs importants. En cas de chocs de grande ampleur, le ciblage de l'inflation peut avoir des effets brutaux sur les instruments monétaires, qui

peuvent, à leur tour, avoir de graves répercussions sur l'économie réelle. Qui plus est, la forte amplitude thermique qui caractérise le climat de la Mongolie est la cause d'importantes fluctuations saisonnières du taux de change, lesquelles, si elles ne sont pas lissées, risquent d'avoir des effets indésirables sur l'inflation. Il n'est, somme toute, pas certain que la Mongolie ait intérêt à adopter un cadre de ciblage de l'inflation à ce stade de la transition. **F&D**

Références :

Torsten Słok, «*Monetary Policy in Transition: The Case of Mongolia*», document de travail du FMI n° 00/21 (Washington, 2000).

3rd Annual Financial Markets and Development Conference



THE WORLD BANK GROUP
THE INTERNATIONAL MONETARY FUND
and THE BROOKINGS INSTITUTION
are pleased to sponsor a conference on

**Open Doors:
Foreign Participation in Financial Systems
in Developing Countries**

April 19–21, 2001
New York, NY

The *Financial Markets and Development Conference* offers a unique, multi-disciplinary forum in which to discuss the challenges and opportunities presented by foreign entry into emerging market financial systems. Participants will explore which types of policies have worked best, and draw applicable lessons for the future.

Among the featured topics:

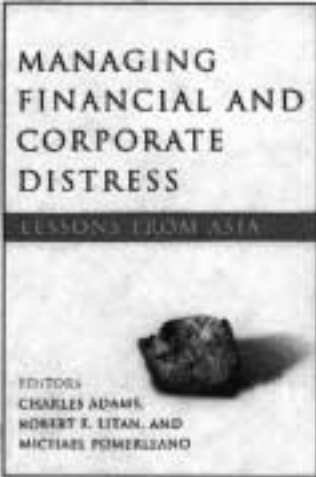
- Scope of foreign direct investment in emerging markets' financial sectors;
- Policy options to best capture the opportunities presented by foreign entry;
- Foreign institutions' role in introducing e-finance innovations in emerging markets.

View last year's conference at:
www.visualcommunications.com/wb/emnfs/home.htm
For further information, please contact Colleen Mascenik at Fax: (202) 522 7105 or email cmascenik@worldbank.org.

PROCEEDINGS OF
THE WORLD BANK GROUP,
THE INTERNATIONAL MONETARY FUND,
AND THE BROOKINGS INSTITUTION
MARCH 2000 CONFERENCE:

**MANAGING
FINANCIAL AND
CORPORATE
DISTRESS**

LESSONS FROM ASIA



EDITORS
CHARLES ADAMS,
ROBERT E. LITAN, AND
MICHAEL POMERLEAU

**Managing Financial
and Corporate Distress
*Lessons From Asia***

This new conference volume, *Managing Financial and Corporate Distress*, assesses the status and ensuing lessons for other emerging markets of the massive corporate and bank restructuring efforts currently under way in many East Asian countries. It also addresses preventive measures, such as the risks of short-term capital flows and changes in corporate and sovereign risk management in the aftermath of the Asian financial crisis.

paper, 0-8157-0103-9, \$26.95

Available in bookstores or from the
Brookings Institution Press
Phone: 800-275-1447 or
202-797-6258
Fax: 202-797-6004
Email: BI@BROOKINGS.BROOKINGS.EDU

B Or order online at
www.brookings.edu