

Le dilemme de Tošovský

Déferlante de capitaux dans les pays en transition

Les pays en transition qui s'ouvrent aux capitaux internationaux sont comparables à des citoyens honnêtes vivant dans un monde dangereux : ils sont vulnérables à des flux de capitaux élevés et potentiellement instables. Ces apports de capitaux ne doivent pas être considérés comme des phénomènes ponctuels déstabilisateurs : ils sont inhérents au processus de transition et doivent donc être pris en compte dans la formulation de la politique économique.

**Leslie Lipschitz, Timothy Lane
et Alex Mourmouras**



Fait numéro 1 : Les monnaies des pays en transition avancés d'Europe centrale et orientale continuent de s'apprécier notablement en valeur réelle par rapport aux monnaies de leurs voisins industrialisés. À moins que les taux d'intérêt réels intérieurs ne soient maintenus à un niveau relativement bas dans ces pays en transition, l'appréciation de leur monnaie pourrait bien attirer des capitaux considérables — à un point tel qu'ils pourraient submerger les efforts déployés par les autorités pour maîtriser l'inflation et les déficits extérieurs courants.

Fait numéro 2 : Les ratios capital/travail sont bien plus faibles dans les pays en transition que chez leurs voisins occidentaux plus avancés. La rareté du capital physique, combinée à une dotation assez solide en main-d'œuvre et en infrastructures, signifie qu'un taux d'intérêt réel relativement élevé est nécessaire pour équilibrer l'épargne et l'investissement. Si les taux d'intérêt sont faibles, l'investissement dépassera de loin l'épargne, ce qui alimentera l'inflation et élargira le déficit extérieur courant.

L'incompatibilité entre le faible taux d'intérêt réel d'équilibre dérivé du premier point et le taux élevé du second motive les arguments qui suivent et crée un dilemme difficile pour la politique économique. Ce dilemme a été identifié au milieu des années 90 dans des entretiens avec le Gouverneur de la Banque nationale tchèque à l'époque, Josef Tošovský; par la suite, les économistes du FMI travaillant dans la région l'ont appelé le

«dilemme de Tošovský». Le marché peut résoudre ce dilemme en établissant les primes de risque sur les investissements dans l'économie en transition. Mais, dans la mesure où les primes de risque sont parfois instables et, de toute manière, sensibles à des facteurs incontrôlables par les autorités, les flux de capitaux peuvent submerger les efforts de stabilisation de l'économie.

Tableau 1

Fortes appréciations des monnaies

La très forte appréciation en valeur réelle des monnaies des pays d'Europe centrale et orientale explique la nette progression du PIB de ces pays exprimé en deutsche mark¹.

(variation cumulée en pourcentage)

1992-97			1997-2002 ²		
PIB réel	PIB en DM	TCR	PIB réel	PIB en DM	TCR
7,0	177,7	147,3	18,6	66,9	34,5

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, plusieurs années (Washington).

¹Les pays d'Europe centrale et orientale sont la Bulgarie, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, la République slovaque, la République tchèque, la Roumanie et la Slovénie. Le PIB en DM représente le PIB des pays d'Europe centrale et orientale exprimé en deutsche mark. Le TCR est le taux de change réel des monnaies des pays d'Europe centrale et orientale par rapport au deutsche mark — une hausse représente une appréciation.

²Estimations et projections des *Perspectives* pour 2001-02.

Cet article se conclut par quelques impératifs stratégiques que les autorités des pays en transition doivent constamment garder à l'esprit et qui pourraient aussi s'appliquer à d'autres pays à marché émergent disposant d'infrastructures humaines et physiques relativement développées.

Appréciation des monnaies

Le tableau 1 illustre le premier point : une appréciation soutenue en termes réels des monnaies des pays en transition avancés par rapport aux monnaies des pays d'Europe occidentale. Il montre que la croissance cumulée du PIB des dix pays avancés d'Europe centrale et orientale est modeste en termes réels conventionnels, mais élevée en termes de deutsche mark (la période considérée précède pour l'essentiel la mise en place de l'euro). Cette différence — due surtout à une très forte appréciation en termes réels par rapport au deutsche mark — est la plus marquée sur les cinq premières années de la transition, mais reste considérable pendant la seconde période de cinq ans.

Deux explications de cette appréciation réelle — la tendance étant stabilisatrice dans les deux cas — sont le plus souvent avancées :

- La valeur réelle de la monnaie était peut-être très faible au début de la transition, en raison de la disparition du marché soviétique traditionnel et de l'absence de pénétration des marchés occidentaux ou de réputation des produits sur ces marchés. Une certaine appréciation tendancielle en valeur réelle serait naturelle à mesure que ces handicaps sont surmontés.

- La productivité est probablement plus élevée dans le secteur des biens échangés que dans le secteur des biens non échangés en raison de l'exposition du premier aux marchés occidentaux et peut-être à l'investissement direct étranger et aux transferts de technologie. Ce déséquilibre exercera une pression à la hausse stabilisatrice sur le prix relatif des biens non échangeables (et donc le taux de change réel) par l'intermédiaire des salaires et des pressions de la demande.

Une appréciation persistante a des implications pour les taux d'intérêt intérieurs par le biais de la parité des taux d'in-

térêt — c'est-à-dire que, sans tenir compte des primes de risque, une appréciation tendancielle en valeur réelle d'une monnaie d'un pays d'Europe centrale et orientale par rapport à l'euro, par exemple, signifierait que le taux d'intérêt réel est plus bas pour une monnaie d'un pays en transition que pour l'euro. Si les taux d'intérêt réels étaient identiques ou plus élevés dans le pays en transition, les fonds quitteraient la zone euro pour le pays en transition afin de tirer profit du gain attendu de l'appréciation — c'est de l'arbitrage de taux d'intérêt.

Par exemple, le taux d'intérêt réel d'équilibre en Pologne devrait être équivalent à celui en Allemagne moins l'appréciation attendue du zloty en valeur réelle. Si le taux d'intérêt réel en Allemagne est de 2½ % et qu'on prévoit une appréciation moyenne du zloty de 6 % par an en valeur réelle, le taux d'intérêt d'équilibre réel du zloty devrait être de -3½ % par an. Un taux supérieur entraînerait des entrées massives de capitaux qui exerceraient une pression à la baisse sur le taux d'intérêt (dans le cadre d'un régime de rattachement) ou à la hausse sur la monnaie (dans le cadre d'un régime de change flottant).

Les données utilisées dans cet exemple correspondent plus ou moins à celles du tableau 2, qui donne les taux d'intérêt réels moyens effectifs sur une période de cinq ans et les taux d'intérêt réels qui, *a posteriori*, auraient été conformes à la parité des taux d'intérêt. Dans la plupart des cas, les taux d'intérêt effectifs ont été largement supérieurs à ceux dérivés de la parité des taux d'intérêt, du fait, probablement, du risque perçu sur les investissements ou des restrictions ou imperfections des marchés de capitaux. Néanmoins, les autorités monétaires de nombreux pays sont extrêmement conscientes de ce mécanisme qui limite leur capacité de relever les taux d'intérêt sans risquer des entrées massives de capitaux ou une forte pression à la hausse sur le taux de change.

Rareté des capitaux et investissement

En ce qui concerne le second point, nous savons que les pays d'Europe centrale et orientale disposent de bien moins de capitaux que les pays avancés d'Europe occidentale. Plus le ratio capital/travail — ou le ratio production/travailleur — est faible

par rapport à l'Europe occidentale, plus le produit marginal relatif du capital et le taux d'intérêt réel d'équilibre d'une économie fermée sont élevés. Donc, bien que le taux d'intérêt réel d'équilibre du pays en transition soit peut-être plus faible que celui en Europe occidentale sur la base de la parité des taux d'intérêt décrite ci-dessus, la différence entre les dotations en capital signifie que le taux d'intérêt réel d'équilibre notionnel d'une économie fermée est bien plus élevé qu'en Europe occidentale.

Théoriquement, il est facile de calculer le produit marginal relatif du capital, et quelques calculs figurent au tableau 3 à titre d'illustration. La colonne 1 donne le PIB par travailleur dans les pays d'Europe centrale et orientale en pourcentage du PIB par travailleur en Allemagne. Sur

Tableau 2

Taux d'intérêt

Les taux d'intérêt réels dans les pays d'Europe centrale et orientale ont généralement été plus élevés que ceux découlant de la parité des taux d'intérêt.

	Taux d'intérêt réel effectif ¹	Appréciation de la monnaie en valeur réelle ²	Taux d'intérêt réel selon la parité ³
Bulgarie	-10,4	8,5	-5,8
Estonie	-6,2	10,1	-7,2
Hongrie	3,1	2,4	-0,3
Lettonie	3,4	11,4	-8,3
Lituanie	8,8	14,5	-10,8
Pologne	4,4	5,8	-3,4
République slovaque	7,4	4,4	-2,1
République tchèque	-2,0	4,9	-2,6
Roumanie	21,7	4,1	-1,9
Slovénie	-5,1	2,3	-0,1

Sources : FMI, *International Financial Statistics* (plusieurs années); calculs des services du FMI.

¹Les taux des bons du Trésor à court terme sont utilisés à l'exception de l'Estonie, de la République slovaque et de la République tchèque, pour lesquelles on utilise les taux des dépôts.

²Taux annuel moyen, décembre 1994 à décembre 1999.

³Calculé en utilisant la moyenne du taux d'intérêt réel allemand de décembre 1994 à décembre 1999.

cette base, la colonne 2 donne le produit marginal relatif du capital : par exemple, le produit marginal du capital en République tchèque est 3,5 fois plus élevé qu'en Allemagne.

Bien sûr, c'est difficile à imaginer. S'il y a du vrai dans ce modèle simple, le taux de rendement du capital dans les pays en transition est largement plus élevé qu'en Europe occidentale. Si ces pays en transition étaient fermés, les taux d'intérêt réels qui permettraient d'équilibrer l'épargne et l'investissement seraient très élevés. Puisque ces économies sont ouvertes et petites par rapport aux marchés de capitaux internationaux, il devrait y avoir des entrées massives de capitaux.

Pour prendre un exemple extrême, en supposant un ajustement sans friction sur un an — c'est-à-dire que, en un an, le volume de capitaux injectés aura été tel que la production par travailleur dans le pays en transition sera équivalente à celle du travailleur allemand — la colonne 3 donne des flux de capitaux allant de 150 à plus de 800 % du PIB annuel avant les entrées de capitaux. On peut chicaner sur les calculs, mais pas sur le résultat de base étant donné les ordres de grandeur en question. L'écart entre les ratios capital/travail et production/travail en Europe occidentale et dans les pays en transition est tel que le taux d'intérêt réel d'équilibre notionnel d'économie fermée dans les pays en transition est très élevé par rapport à celui d'Europe occidentale et que les flux de capitaux d'équilibre sont très élevés s'ils ne sont pas entravés.

Les pouvoirs publics devant un dilemme

Les pouvoirs publics se retrouvent ainsi face à un dilemme. Il semble ressortir de l'arbitrage des taux d'intérêt que, si les autorités monétaires du pays en transition établissent *a priori* leurs taux d'intérêt suffisamment haut pour rendre compte de la réelle rareté des capitaux dans le pays (cf. tableau 3), il y aura des entrées massives de capitaux (pour tirer parti de l'écart des taux d'intérêt réels), qui entraîneront un élargisse-

ment du déficit extérieur courant dans la même proportion. Si les autorités monétaires établissent leurs taux d'intérêt suffisamment bas pour éviter ces entrées de capitaux dues à l'arbitrage des taux d'intérêt, les taux s'établiront tellement au-dessous du produit marginal du capital qu'il y aura un net déséquilibre entre l'épargne et l'investissement et un énorme déficit extérieur courant. Dans un cas comme dans l'autre, tout semblant de discipline financière sera balayé, et le déficit extérieur courant sera proportionnellement élevé.

Le régime de change n'importe guère. Dans un régime de change fixe, il y aura des flux des capitaux. Si les autorités monétaires chercheront à stériliser l'impact monétaire, cette stérilisation sera coûteuse et, en fin de compte, vaine. L'économie deviendra donc très liquide, les taux d'intérêt seront poussés à la baisse bien en deçà du rendement réel du capital, et un énorme déséquilibre entre l'épargne et l'investissement produira un déficit extérieur courant élevé. Dans un régime de change flottant, les entrées de capitaux conduiront à une appréciation de la monnaie, avec des résultats similaires pour le compte des transactions courantes. (En fait, il y aura presque certainement un surajustement du taux de change, qui devra s'établir à un niveau où une dépréciation marquée est attendue.)

Solution du marché

Le monde réel n'est pas aussi sinistre. Bien que les entrées de capitaux aient parfois été massives, il ressort clairement du tableau 2 qu'elles ont été insuffisantes pour éliminer par l'arbitrage les écarts des taux d'intérêt réels. Pourquoi? Les frictions, les restrictions et les imperfections du marché constituent des explications partielles, mais les primes de risque sont peut-être la solution du marché au dilemme qui est posé.

Considérons l'idéal le plus simple : le marché établit des primes de risque qui sont très sensibles aux déficits extérieurs courants. Dans ce cas, chaque pays, peu importe sa

taille par rapport aux marchés de capitaux internationaux, fait face à une hausse des apports de capitaux. Donc, par exemple, avec un compte courant équilibré, il y aura au départ des entrées massives de capitaux et guère d'indépendance pour la politique monétaire. Mais à mesure de ces entrées et du gonflement du déficit extérieur courant, les primes de risque augmenteront, ce qui permettra de relever quelque peu les taux d'intérêt intérieurs au-dessus des taux étrangers. En fin de compte, au point d'équilibre du déficit extérieur courant — idéalement, un niveau où l'investissement est élevé, mais pas au point d'entraîner des frictions d'ajustement notables et une forte inflation —, les primes de risque seront suffisamment élevées pour permettre aux autorités d'établir les taux d'intérêt intérieurs à un niveau qui équilibrerait l'épargne et l'investissement.

Tableau 3

Rareté des capitaux

Les dotations en capital et la production par habitant sont bien plus faibles dans les pays d'Europe centrale et orientale qu'en Europe occidentale, d'où le potentiel d'entrées massives de capitaux dans la région.

	PIB par travailleur ¹	Produit marginal relatif du capital ²	Entrées de capitaux potentielles ³
Bulgarie	22,9	19,1	753
Estonie	31,1	10,3	543
Hongrie	55,7	3,2	259
Lettonie	20,9	22,9	825
Lituanie	28,5	12,3	596
Pologne	38,6	6,7	425
République slovaque	42,2	5,6	381
République tchèque	53,6	3,5	275
Roumanie	26,9	13,8	634
Slovénie	72,8	1,9	147
Médiane	34,9	8,5	484
Minimum	20,9	1,9	147
Maximum	72,8	22,9	825

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde* (diverses années).

¹En pourcentage du PIB allemand par travailleur (base parité de pouvoir d'achat).

²Fonction de production Cobb-Douglas.

³En pourcentage du PIB initial (avant les entrées de capitaux).

Si les primes de risque étaient établies d'une manière aussi idéale, tout irait pour le mieux, et les pays en transition seraient en mesure de réaliser une convergence réelle — c'est-à-dire une convergence des ratios capital/travail et de la productivité — avec une assistance optimale des marchés de capitaux internationaux.

Cependant, c'est rarement aussi facile. Dans la pratique, les primes de risque seront fonction d'un large éventail de variables, certaines évidentes — évolution économique, financière et politique du pays —, certaines incontrôlables par le pays — par exemple la situation sur les marchés de capitaux internationaux — et d'autres apparemment imprévisibles — instinct grégaire, contagion, etc.

En fin de compte

Nous savons qu'il existe des mécanismes réels, inhérents au processus de convergence, qui rendent les pays en transition très sensibles aux conditions des marchés de capitaux extérieurs et limitent l'indépendance de la politique monétaire intérieure. Nous savons aussi que, puisqu'il s'agit de mécanismes réels, et non nominaux, le choix du régime de change ne résoudra pas le problème (bien qu'il puisse avoir des implications secondaires notables, comme on le verra plus bas). Et nous savons que des primes de risque stables peuvent offrir une certaine protection. Cependant, lorsque les primes de risque sont instables, le pays est exposé à des éléments extérieurs imprévisibles et potentiellement étouffants — des entrées de capitaux qui compromettront la discipline financière et des sorties de capitaux qui pourraient provoquer des crises de paiements et nécessiter une compression douloureuse de la demande.

Les implications de ces observations sont à la fois compliquées et profondes. Les marchés de capitaux internationaux sont énormes par rapport à ces économies, si bien que de légères variations des portefeuilles peuvent exercer un effet implacable sur les flux de capitaux et les conditions financières intérieures. Les autorités doivent donc constamment être conscientes de l'importance de la réduction des vulnérabilités.

Premièrement, les autorités doivent appliquer une gestion économique avisée — y compris transparence et diffusion des données — pour assurer que les marchés de capitaux ne soient pas tentés de changer d'opinion en raison de l'imprévisibilité de la politique intérieure. Il ne s'agit pas simplement de mener une politique économique avisée; il faut aussi que le marché en soit bien informé. Un accès facile à l'information (notamment par l'intermédiaire de rapports francs et accessibles du FMI) permettrait aux investisseurs d'évaluer les risques en toute indépendance et militerait probablement contre un instinct grégaire.

Deuxièmement, l'ouverture aux marchés de capitaux internationaux réduit la marge de manœuvre monétaire. La politique budgétaire devient donc le principal outil de stabilisation. Une austérité budgétaire soutenue jettera les bases de stabilisateurs budgétaires à plus grande échelle en cas de besoin.

Troisièmement, en ce qui concerne le meilleur moyen de libéraliser les mouvements de capitaux, les desiderata habituels sont d'application : le long terme avant le court terme — c'est-à-dire l'investissement direct étranger avant les investissements de portefeuille. Dans la mesure où l'instabilité



Les auteurs travaillent tous au Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI. Alex Mourmouras (à gauche) est économiste principal, Timothy Lane (au centre) est Chef de la Division de l'examen des politiques, et Leslie Lipschitz est Directeur adjoint.

des primes de risque peut raisonnablement être interprétée comme une défaillance du marché, on pourrait peut-être justifier de cette manière l'application ou le maintien d'une réglementation des mouvements de capitaux — en particulier des entrées de capitaux à court terme, sur la base des prix. Mais il serait sot d'aller trop loin dans la pratique. Il est souvent difficile d'assurer la permanence des contrôles; ceux qui peuvent être contournés produisent parfois une culture de fraude, et il est possible que les contrôles réduisent des entrées de capitaux bénéfiques à plus long terme.

Quatrièmement, le régime institutionnel et réglementaire du secteur financier est important. Un régime prudentiel solide doit être en place avant que les mouvements des capitaux soient totalement libéralisés. Il faut limiter strictement les positions ouvertes des banques en devises. Par ailleurs, il y a parfois des risques latents : même si les banques n'ont apparemment pas d'engagements directs nets en devises, elles peuvent être exposées par l'intermédiaire d'emprunteurs non couverts (entreprises ou ménages). Les pays doivent donc chercher à mener une politique qui force les entreprises et les ménages à être bien conscients du risque de change.

Enfin, le régime de change peut influencer profondément sur le comportement du marché et la marge de manœuvre des pouvoirs publics. Pour les emprunteurs intérieurs, un rattachement de longue durée peut encourager le secteur privé à prendre des positions ouvertes substantielles. Pour les autorités, de telles positions dans les banques et les entreprises rendent très coûteux un ajustement du taux de change pendant une crise; c'est pourquoi elles essaient généralement de résister pendant un certain temps. Pour les opérateurs du marché, il se peut que le régime de change encourage des flux de capitaux élevés, opportunistes et spéculatifs s'il devient évident que les autorités résistent à un effondrement inévitable d'un régime de change fixe. Donc, dans la plupart des cas, un régime de change flottant est moins vulnérable qu'un régime de change fixe. **F&D**

Cet article s'inspire de l'étude des auteurs intitulée «Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant?», IMF Working Paper 02/11 (Washington: International Monetary Fund, 2002).