



# RÉGIME DE CHANGE ET DÉSINFLATION DANS LA TRANSITION : L'EXPÉRIENCE DU SYSTÈME DE PARITÉ À CRÉMAILLÈRE PRÉ-ANNONCÉE EN HONGRIE

BALÁZS ÉGERT\*

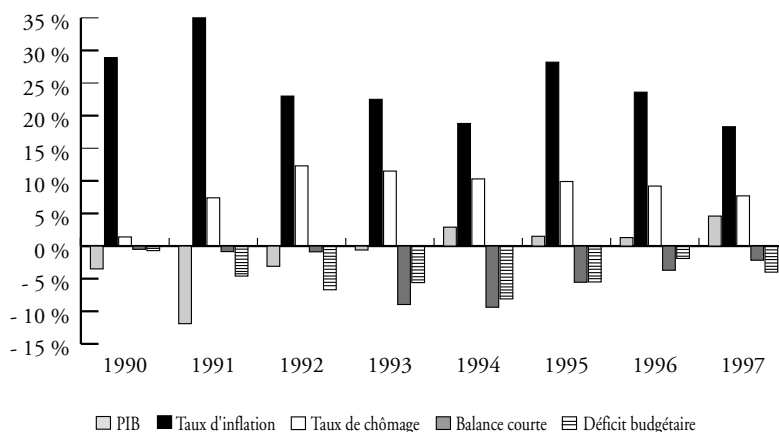
**E**n dépit du fait que la Hongrie n'ait pas opté pour une thérapie de choc au début des années 1990 afin de transformer son économie planifiée en économie de marché, le processus de transition dit gradualiste a provoqué un choc économique et social brutal. L'écroulement du PIB réel d'environ 20 % entre 1990 et 1992, est allé de pair avec la montée en flèche du taux de chômage, dépassant les 12 % en 1992, contre 1,4 % en 1990. Face à la dépression économique, les autorités ont entamé, à partir de 1992, une politique économique activiste provoquant un déficit effrayant des finances publiques et de la balance courante. La Hongrie s'est précipitée alors vers une crise de la balance des paiements et de l'insolvabilité de l'État (voir graphique n°1). Afin de prévenir la crise, le gouvernement fraîchement élu a lancé, le 13 mars 1995, un vaste programme de stabilisation de caractère hétérodoxe comportant les mesures suivantes : (1) dévaluation exceptionnelle de 9 % du forint hongrois par rapport au panier de devises en vigueur, (2) instauration d'un système de parité à crémaillère avec annonce préalable qui a remplacé un système de change fixe avec ajustement discrétionnaire, (3) surtaxe à l'importation de 8 % de caractère temporaire, (4) stricte modération des salaires, (5) diminution radicale des dépenses publiques et (6) un large éventail de mesures structurelles (Kornai, 1995 ; OCDE, 1995).

399

\*Allocataire de recherche, Université Paris X, MODEM.

L'auteur tient à remercier Françoise Renversez, Chloé Magnier et le rapporteur anonyme pour leurs commentaires et suggestions.

**Graphique n°1**  
**Indicateurs macroéconomiques**  
**1990-1999 (variation en moyenne annuelle)**



Source : Banque nationale de Hongrie, Office statistique central

400

À la suite de cette thérapie, les déficits jumeaux ont sensiblement diminué et avec un peu de décalage, la Hongrie a pu retrouver la voie d'une croissance durable soutenue par un secteur privé étendu, représentant d'ores et déjà 85 % du PIB. L'expansion formidable du secteur exportateur dopée par l'amélioration de la compétitivité a été le moteur de l'économie. La monnaie hongroise s'est dépréciée en termes réels d'une part, et la politique de modération de salaires couplée à la hausse non-anticipée de l'inflation a favorisé le facteur capital aux dépens du facteur travail d'autre part. Parallèlement, en janvier 1996, la monnaie hongroise a été déclarée convertible conformément à l'article 8 du FMI. Dans une étape suivante, les dispositifs réglementant les mouvements de capitaux à plus d'un an, relatifs aux postes de la balance de capitaux ont été progressivement supprimés. La cerise sur le gâteau, couronnant les efforts de stabilisation et de restructuration économique a été l'adhésion de la Hongrie à l'OCDE le 7 mai 1996. Il convient de souligner cependant que, du fait de sa grande ouverture<sup>1</sup> et sa petite taille, l'économie hongroise est très exposée aux aléas de la conjoncture de ses principaux partenaires commerciaux, c'est-à-dire des pays de l'UE<sup>2</sup> ainsi qu'aux mouvements de capitaux erratiques qui caractérisent les économies émergentes.

### *L'INFLATION AU DÉBUT DE LA TRANSITION : UNE INFLATION INERTIELLE ?*

En raison de la libéralisation soudaine des prix et du choc pétrolier de la Guerre du Golfe, l'inflation en Hongrie s'est accélérée au début de la



transition, s'élevant à 35 % en 1991 contre 8,6 % en 1987 en moyenne annuelle<sup>3</sup>. L'inflation a permis d'éliminer « le pouvoir d'achat non consommable » (*monetary overhang*) (Kornai, 1993) et a profondément transformé la structure des prix relatifs. Ainsi, entre 1987 et 1991, on peut constater l'ajustement brutal des prix des services et de l'énergie fortement subventionnés avant la transition. En même temps, les prix des biens échangeables, des biens durables et des produits d'alimentation en particulier, ont enregistré une hausse nettement plus faible. Il est légitime de penser qu'une fois que l'économie aura subi les changements structurels, l'inflation liée aux phases préliminaires de la transition disparaîtra. Cependant, le cas hongrois se montre plus complexe que cela car l'apparition des boucles prix-salaires et prix-taux de change situait l'inflation durablement au-dessus de 20 %.

D'après la théorie de l'inflation inertielle<sup>4</sup>, l'inflation est principalement provoquée par deux types de facteurs : certains qui accélèrent ou ralentissent l'inflation et d'autres qui sont responsables du maintien de l'inflation à un certain niveau. Dans une économie ouverte, les cinq mécanismes suivants sont susceptibles de provoquer l'accélération (ou la décélération) du taux d'inflation : la hausse des salaires réels dépassant l'accroissement de la productivité, l'augmentation des marges de profit, la dépréciation de la devise nationale en termes réels, la hausse de la valeur des biens importés et enfin l'augmentation des taxes. Une fois l'accélération du renchérissement des prix accomplie, c'est au fond le conflit de répartition qui explique le maintien du taux d'inflation à un niveau donné (Bresser Pereira et Nakano, 1987, p. 68-70). En pratique, la stabilisation de l'inflation s'opère par l'intermédiaire de différentes méthodes d'indexation explicite ou implicite des salaires.

Surányi et Vincze (1998) et Vincze et Zsoldos (1996) confirment l'émergence d'une inertie inflationniste à partir de 1992 et 1993. En comparant la dispersion de l'accroissement des prix de plus de 160 catégories de biens et services constituant le panier de l'indice des prix à la consommation (IPC), ils trouvent que la dispersion mesurée par le biais de quartiles, est devenue plus faible en 1994 par rapport à 1991. Les prix tendent donc à s'accroître à un rythme similaire. Ces anticipations inflationnistes se matérialisent en effet sous forme d'indexation implicite lors des négociations salariales et dans les contrats économiques, en particulier financiers. Andreff (1994) souligne qu'au sein de l'économie hongroise, l'indexation implicite des salaires réels sur l'IPC est déjà présente à partir des années 1970 quoique dans une moindre mesure que dans d'autres économies planifiées. À l'aide des estimations économétriques, Aglietta, Baulant et Coudert révèlent aussi l'existence d'une indexation implicite des salaires sur les prix à la consommation pour la période 1993-1997 (Aglietta, Baulant et Coudert, 1998, p. 39).



Dornbusch et Fischer ajoutent, que dans les pays où l'inflation s'est stabilisée au-dessus de 20 %, l'indexation implicite ou explicite est inévitablement présente (Dornbusch et Fischer, 1993). Il convient de noter que c'est bien le cas de la Hongrie, puisqu'entre 1989 et 1996, l'inflation s'est établie au-delà de 20 %.

### LA STRATÉGIE DE DÉSINFLATION EN HONGRIE

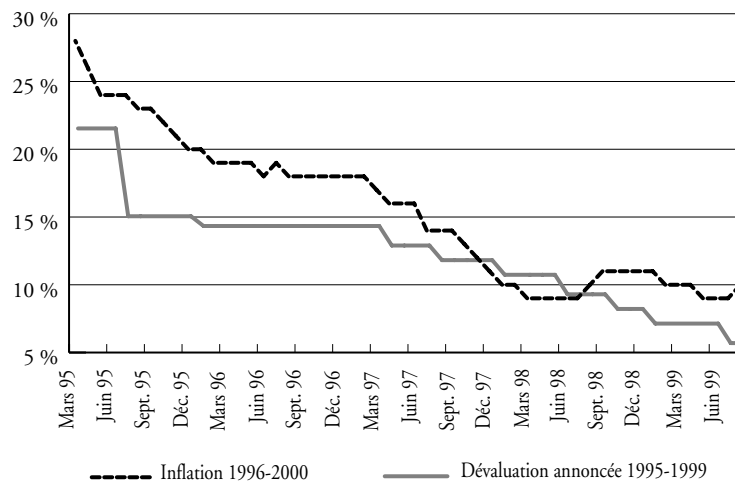
En Hongrie, du fait des fortes anticipations inflationnistes, de la structure et du niveau élevé de la dette publique, une désinflation rapide est peu envisageable. Une désinflation rapide, aidée par la diminution spectaculaire des taux d'intérêt serait certainement très efficace à court terme. Mais à moyen terme, dans la mesure où les taux d'intérêt réels *ex ante* deviendraient négatifs, les processus de déséquilibres ne tarderaient pas à se manifester. À court et moyen terme, la charge d'intérêt de la dette, libellée à taux fixe, pourrait sensiblement s'alourdir en raison de taux d'intérêt réels accrus. C'est la raison pour laquelle la BNH a opté, en concertation étroite avec le Ministère des Finances, pour une désinflation visant à réduire l'inflation de 4-5 % par an. À partir de 1995, la politique de la BNH qui s'inscrit dans un *policy-mix* bien coordonné ayant pour but ultime la croissance soutenable de l'économie<sup>5</sup>, s'est donnée pour objectif final la stabilité des prix, qui favorise à long terme l'objectif de la politique économique<sup>6</sup>. La Banque centrale hongroise a fixé un objectif d'inflation entre 3 et 5 % à atteindre à long terme. Pour ce faire, la BNH poursuit une politique de désinflation dite soutenable. Il convient de souligner que la tentative de désinflation s'inscrit dans une stratégie bien élaborée par les autorités monétaires, où les objectifs sont hiérarchisés de façon logique et que cette stratégie fait partie intégrante de la politique économique.

La désinflation soutenable consiste, en effet, en la réduction progressive de l'inflation de façon à ne pas hypothéquer la stabilité externe et interne rétablie par le biais du plan d'ajustement. La pierre angulaire de la politique monétaire est *l'ancrage glissant de la monnaie hongroise*. Le choix du taux de change en tant qu'objectif intermédiaire de politique monétaire se fonde sur le fait que, pour un petit pays très ouvert tel que la Hongrie, la fluctuation du taux de change peut s'avérer dévastatrice. Étant donné que les importations représentent près de 50 % du PIB en Hongrie, la dévaluation ou la dépréciation de la monnaie est susceptible de se répercuter instantanément sur le niveau général des prix<sup>7</sup>. De même, la situation précaire résultant de la volatilité du taux de change nominal, et donc celle du taux de change réel, pénaliserait de manière excessive les exportations, moteur de la croissance économique. La surveillance du taux de change réel permet en effet le maintien de la compétitivité de l'industrie nationale, donc d'avoir des comptes de la balance courante sains qui assurent une trajectoire viable pour la gestion de la dette extérieure.

L'Institut d'émission hongrois ne peut accepter, selon sa politique affichée, qu'une appréciation tendancielle de la monnaie hongroise en termes réels qui reste dans une fourchette annuelle de 1 à 3 %. En tout état de cause, à court terme, le soutien de l'équilibre extérieur rend peu nécessaires les mesures d'ajustement consistant à dévaluer le forint hongrois ou bien à élever les impôts, mesures qui sont réputées génératrices d'inflation. De surcroît, à court terme, dans un contexte de forte libéralisation des flux de capitaux qui a marqué la période après 1995, la stabilité extérieure est étroitement liée au maintien du système de parité ajustable avec annonce préalable dont l'effondrement aurait pour conséquence la dépréciation brutale du taux de change et donc l'insolvabilité de l'État.

Le système de parité avec ajustement pré-annoncé est un moyen très puissant de politique désinflationniste, qui a la capacité de dompter les anticipations inflationnistes des agents économiques, en leur offrant un ancrage nominal simplement observable, comme le montre le graphique n°2. On peut considérer qu'un tel système de change possède l'avantage d'éliminer l'incertitude en matière de dévaluation, à condition qu'il soit capable de gagner la confiance des agents économiques. Ainsi, l'ancrage glissant du taux de change permet aux acteurs économiques et aux entreprises exportatrices en particulier, de faire des calculs très précis à partir du montant de dévaluation annoncé pour plusieurs mois à l'avance. De fait, la certitude en matière de dévaluation favorise tant la production que l'investissement.

**Graphique n°2**  
**La dévaluation annoncée entre 1995 et 1999**  
**et l'IPC en glissement annuel entre 1996 et 2000**



Source : Calcul de l'auteur



En ce qui concerne la stabilité intérieure, une des tâches les plus importantes de la Banque centrale consiste à trouver l'équilibre entre consommation et épargne des ménages. Autrement dit, avec sa politique de taux d'intérêt, elle doit assurer un taux d'intérêt réel *ex ante* positif pour les ménages afin de les inciter à épargner et éviter ainsi l'expansion excessive de la consommation privée et la conversion d'importants montants de monnaie hongroise en devises internationales. En effet, l'expansion de la consommation pourrait, d'une part, contribuer à la dégradation de la balance des paiements et, d'autre part, être à l'origine de l'inflation. La consommation et la conversion d'importants montants en devises internationales remettront en doute le système de change en vigueur.

### *LA CRÉDIBILITÉ DE LA BANQUE NATIONALE DE HONGRIE*

Durant le processus de désinflation, l'une des questions majeures qui se pose, c'est de savoir si la politique monétaire est crédible, c'est-à-dire si elle a la capacité de convaincre les agents économiques de sa volonté de lutter contre l'inflation afin qu'ils ajustent leurs anticipations aux annonces officielles. Il y a plusieurs facteurs dont le respect favorise la crédibilité. Le premier facteur est l'indépendance de la Banque centrale. Le deuxième est en effet l'adoption et le respect de règles et un bon *track record*. Enfin, la concertation étroite avec la politique budgétaire est aussi indispensable en vue d'établir et maintenir la crédibilité de la politique monétaire.

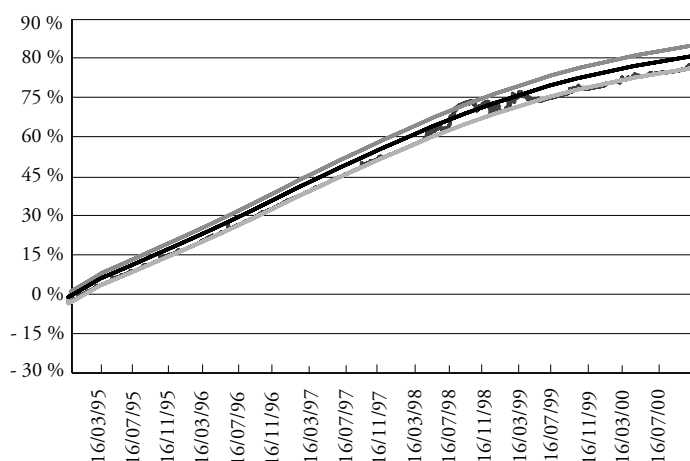
Sur le plan à la fois institutionnel, financier et personnel, l'autonomie de la Banque centrale hongroise s'est beaucoup améliorée au cours de ces cinq dernières années, grâce aux amendements consécutifs de la loi relative à la Banque centrale. D'une part, un des amendements les plus cruciaux à l'égard de l'indépendance de l'Institut d'émission a consisté en l'interdiction totale du financement direct des administrations centrales auprès de la Banque centrale. Entrée en vigueur au début de 1997, cette modification de la loi relative à la Banque centrale supprime la possibilité de financement direct du gouvernement. La loi a laissé néanmoins une échappatoire puisque l'Institut d'émission peut accorder des découverts, limités à 2 % des recettes pronostiquées du budget central, remboursable dans les 15 jours sous peine de sanction, de manière qu'à la fin de l'exercice, le stock de découvert soit égal à zéro. Au cours de ces 5 dernières années, le gouvernement ne s'est jamais servi de cette possibilité de financement. Il convient de souligner que l'interdiction totale du financement par création monétaire nécessite un certain degré de développement des marchés financiers. En Hongrie, les marchés financiers se sont développés de manière rapide, tant sur le plan technique qu'au niveau du volume négocié, ce qui a rendu possible le



financement du déficit public par émission de titres d'État (OCDE, 1999). D'autre part, c'est notamment un amendement adopté en 1993, mais *de facto* mis en place en 1997 qui avait pour but de transférer la gestion de la dette publique, libellée en devises, de l'Institut d'émission au gouvernement. Avant cet amendement, la Banque centrale était débitrice de la dette extérieure du secteur public libellée en devises vis-à-vis des créanciers étrangers. Le gouvernement a reconnu cette dette vis-à-vis de l'Institut d'émission hongrois, en émettant des titres non rémunérés libellés en forints. Or, la BNH a subi d'importantes pertes en raison de l'appréciation continue de ses engagements en devises, exprimés en forints. Cette appréciation n'était pas compensée du tout par la rémunération de ses créances contre l'État. C'est la raison pour laquelle la modification de la loi portant création à la Banque centrale oblige le gouvernement à contracter ultérieurement lui-même la dette en devises. En même temps, en 1997, les titres d'endettement non rémunérés ont été remplacés par les titres rémunérés à taux de marché dans le cadre de la transaction dite de 1 750 milliards de forints, montant représentant la dette en devises détenue par la BNH. D'ailleurs, l'accroissement des charges d'intérêt, qui découle de la titrisation de la dette non rémunérée, n'aurait aucun effet sur le budget consolidé des administrations publiques, car le résultat de la BNH fait partie intégrante de ce budget. En conséquence, cette transaction avait donc pour effet d'augmenter l'autonomie financière de la Banque centrale hongroise (Csikós-Nagy, 1997). Il est important de souligner qu'après les élections législatives qui se sont déroulées au printemps 1998, le nouveau gouvernement a pu renoncer à la révocation du président de la BNH, György Surányi<sup>8</sup>. Cela est un bon signe quant à l'autonomie des dirigeants de la Banque centrale.

Selon les enseignements de la littérature théorique et empirique, le respect de règles de la part des autorités monétaires peut se révéler efficace pour éliminer l'incohérence dite temporelle et par conséquent le biais inflationniste de la politique économique. En adoptant le système de parité ajustable pré-annoncée, la BNH s'est engagée à respecter une règle. Les anticipations inflationnistes des agents peuvent être révisées à la baisse dans la mesure où le respect de la règle de taux de change se montre durable. Au fur et à mesure que les agents observent que le cours du forint reste à l'intérieur des fourchettes affichées par les autorités, ils commencent à faire confiance à la politique de désinflation. La réputation ainsi établie appuie la Banque centrale dans la poursuite de la désinflation entamée. Or, après l'instauration du système de change, le forint n'est jamais sorti des fourchettes de fluctuation, comme le montre le graphique n°3, ce qui signifie que l'Institut d'émission a parfaitement respecté la règle affichée.

**Graphique n°3**  
**L'évolution du cours du forint**  
**par rapport au panier de devises dans la bande de fluctuation (1995-2000)**



Source: Banque nationale de Hongrie

406

Enfin, la coordination étroite des politiques budgétaire et monétaire, donc un *policy-mix* compatible avec l'objectif de désinflation est un élément incontournable d'un processus de désinflation. En Hongrie, les agents économiques adoptent des anticipations inflationnistes dès lors que des problèmes en matière de déséquilibres macroéconomiques émergent (Surányi et Vincze, 1998). Les acteurs économiques anticipent en effet, qu'en vue de rétablir l'équilibre, les autorités créent de l'inflation. C'est précisément la situation précaire des finances publiques, qui était en partie au centre des préoccupations de politique économique. Le financement du déficit budgétaire par création monétaire a contribué à instaurer une inertie inflationniste des agents privés. Donc les défis les plus importants à l'égard de la politique budgétaire sont, après 1995, d'une part l'interdiction du financement du déficit budgétaire par la « frappe de monnaie », et la réduction du déficit budgétaire d'autre part. Entre 1995 et 1997, le solde budgétaire a accusé des déficits de plus en plus faibles, et grâce aux soldes primaires positifs, l'endettement public a diminué. Bien qu'à partir de la fin de 1997, cette tendance à la baisse ait pris fin, il apparaît, à la fin 2000, que le déficit des finances publiques peut être durablement stabilisé aux alentours de 3 % du PIB.

### *LE SYSTÈME DE PARITÉ À CRÉMAILLÈRE ANNONCÉE*

Un système de parité à crémaillère ajustable avec annonce préalable est au fond un système de change fixe où la Banque centrale procède sur





une base quotidienne à des dévaluations minuscules de la monnaie nationale par rapport à la devise ou au panier de devises de référence. Un tel système se caractérise par trois critères. Le premier trait qui caractérise un système de parité glissante, est la méthode selon laquelle les autorités monétaires déterminent le montant des mini-dévaluations. L'une des méthodes les plus répandues est en effet la dévaluation avec annonce préalable. En Hongrie, lors de la mise en place du système de parité avec ajustement annoncé à l'avance, les autorités ont communiqué le montant de dévaluation par rapport au panier de devises en vigueur, essentiellement composé de deutschemark et de dollar<sup>9</sup>, pour toute l'année 1995. Les opérateurs des marchés ont su dès le début que le montant de dévaluation étant fixé d'abord à 1,9 % par mois, allait être ramené le 1<sup>er</sup> juillet 1995 à 1,3 % par mois. Au cours de ces six dernières années, le montant de dévaluation mensuelle a diminué jusqu'à 0,3 % à partir du 1<sup>er</sup> avril 2000 contre 1,9 % pendant le premier semestre de 1995. Ensuite, le deuxième élément qui détermine la nature d'un système de parité glissante est la fourchette de fluctuation autour du cours officiel qui se situe normalement entre 4 % et 30 %. En Hongrie, la fourchette de fluctuation déterminée par les autorités est de  $\pm 2,25$  % par rapport au cours central. Finalement, le troisième élément qui nous aide à spécifier un système de *crawling band* est la politique d'intervention de la Banque centrale à l'intérieur des fourchettes. La politique affichée de la BNH en la matière consiste à intervenir uniquement aux bornes inférieure et supérieure des marges de variation lorsque la monnaie magyare risque d'en sortir.

### *L'EFFET BALASSA-SAMUELSON ET LE MONTANT DES MINI-DÉVALUATIONS*

Selon la version relative de la théorie Balassa-Samuelson, la PPA relative est trompeuse concernant l'évolution du taux de change réel d'équilibre des pays émergents, car, à long terme, celui-ci, calculé par le biais de l'indice des prix à la consommation, est susceptible de s'apprécier de manière tendancielle. La raison en est que l'écart de productivité entre secteur exposé et abrité du pays émergent dépasse celui du pays développé. Ceci cause la hausse plus prononcée des prix des biens non-échangeables dans le pays émergent qui entraîne, à son tour, la hausse du niveau général des prix plus prononcée que dans le pays développé. Cette hausse du niveau général des prix a pour conséquence l'appréciation du taux de change réel. En Hongrie, la hausse de productivité du secteur productif est nettement supérieure à celle des pays partenaires, comme le montre le tableau n°1 ci-après. C'est ainsi que la BNH détermine le montant annoncé de la dévaluation comme le différentiel

anticipé de l'inflation nationale et étrangère corrigé de l'appréciation du taux de change réel. L'appréciation prévue dépend étroitement de l'évolution de l'écart de productivité hongroise et de ses partenaires commerciaux. Nous avons testé à l'aide des outils économétriques le modèle des productivités différenciées de Balassa et Samuelson dans sa version relative<sup>10</sup>.

**Tableau n°1**  
**Taux de change réel, prix relatifs et écart de productivité en Hongrie<sup>a</sup>**

	Productivité nationale/ productivité étrangère <sup>b</sup>	Prix relatifs hongrois/ prix relatifs étrangers <sup>c</sup>	Taux de change réel <sup>d</sup>
01/1991 - 07/2000	3,914 %	7,149 %	-1,747 %
03/1995 - 07/2000	5,192 %	6,613 %	-1,351 %

Source : calculs de l'auteur

<sup>a</sup> Variation en moyenne mensuelle annualisée,

<sup>b</sup> Productivité de travail dans le secteur industriel. L'étranger est composé des pays faisant partie du panier de devises,

<sup>c</sup> Le ratio prix de services - prix de biens hongrois est rapporté au même ratio étranger,

<sup>d</sup> Taux de change réel vis-à-vis du panier de devises en vigueur, calculé par le biais de l'IPC et coté à l'incertain.

Dans un premier temps, la relation entre le ratio de productivité et le prix relatif est examinée. Les résultats sont présentés dans le tableau n°2 et sont plutôt satisfaisants. Quelle que soit la période observée et le pays de référence, toutes les séries sont intégrées d'ordre 1 et une relation de cointégration existe entre le ratio de productivité et le prix relatif, les coefficients étant très significatifs et de signe attendu. Bref, la hausse relative de la productivité industrielle hongroise va de pair avec l'accroissement des prix relatifs. La deuxième étape de l'analyse consiste en effet à tester si la PPA relative est vérifiée pour les taux de change nominaux, l'ICP et les prix de biens. Balassa et Samuelson nous suggèrent que la PPA, dans sa version relative devrait être vérifiée pour les prix de biens mais pas pour l'IPC. Une des méthodes les plus courantes pour tester la PPA relative consiste à tester la stationnarité du taux de change réel. Pour les deux périodes considérées, les tests d'ADF et de Phillips-Perron nous indiquent que les taux de change réels, calculés par les prix de biens, ne sont pas stationnaires. Les taux de change réels basés sur l'IPC s'avèrent, eux aussi, non-stationnaires à l'exception de celui calculé pour le panier de devises entre 1991 et 2000. Finalement, nous avons testé si les prix relatifs et les taux de change réel (IPC) sont cointégrés. Comme le tableau n°2 le fait apparaître, c'est pour le deutschemark et le panier de devises après la mise en œuvre du système de parité à crémaillère pré-annoncée que les prix relatifs et les taux de change réel sont cointégrés avec des signes anticipés et des coefficients significatifs.

**Tableau n°2**  
**Test de Johansen pour le différentiel de productivité**  
**et les prix relatifs, et pour les prix relatifs et le taux de change réel**  
**entre 1991-2000 et 1995-2000**

Vecteur =  $X \beta'$

X1 = [PROD, Prix relatifs hongrois/Prix relatifs étrangers],  $\beta' = [\beta_1, 1]$ ,  
 signes attendus [1,-]

X2 = [Prix relatifs hongrois/Prix relatifs étrangers, Taux de change  
 réel(CPI)],  $\beta' = [\beta_1, 1]$ , signes attendus [1,+]

		1991-2000		1995-2000	
	H <sub>0</sub>	$\lambda_{\text{trace}}$	$\beta_1$	$\lambda_{\text{trace}}$	$\beta_1$
Allemagne					
X1	R=0	21,93**	-1,152	26,48*	-1,281
	R=1	2,22 (k=4,m3)	(0,071) -16,225	7,34 (k=2,m4)	(0,127) -10,087
X2	R=0	9,52		32,45**	0,496
	R=1	0,76 (k=5,m3)		5,92 (k=1,m4)	(0,117) 4,239
Panier					
X1	R=0	21,96**	-1,119	26,41*	-1,309
	R=1	1,39 (k=4,m3)	(0,071) -15,761	9,35 (k=1,m4)	(0,119) -11,000
X2	R=0	11,36		35,15**	0,309
	R=1	0,76 (k=6,m3)		6,59 (k=1,m4)	(0,102) 3,029
États-Unis					
X1	R=0	21,39**	-0,988	7,72	
	R=1	0,27 (k=4,m3)	(0,085) -11,624	0,10 (k=1,m3)	
X2	R=0	7,99		8,72	
	R=1	0,99 (k=6,m3)		0,01 (k=1,m3)	

$\lambda_{\text{trace}}$  est la statistique de Johansen, \* et \*\* indiquent la significativité pour les seuils de 5 % et 1 % en utilisant les valeurs critiques provenant de Johansen (1996). Le modèle testé et le nombre de retard se trouvent au-dessous de la statistique de Johansen. Les critères d'information d'Akaike, de Schwarz et de Hannan-Quinn puis le test de Godfrey sont utilisés. Dans la mesure où les résultats se contredisent, le test de Godfrey est retenu. M3 : le test de Johansen est effectué avec tendance pour la composante I(0) et constante pour la composante I(1). M4 : le test est effectué avec tendance pour les composantes I(0) et I(1). Les erreurs standard et les valeurs t figurent au-dessous des coefficients de  $\beta_1$ .



Il convient donc de souligner qu'en Hongrie, après la transition, l'écart de productivité par rapport à l'étranger, composé de l'Allemagne et des États-Unis, et les prix relatifs nationaux rapportés aux prix étrangers, suivent une tendance commune. Quant à l'évolution du taux de change réel, le point essentiel est de savoir qu'entre 1991 et 1994, la monnaie hongroise s'est considérablement appréciée. Puis en 1995, elle s'est nettement dépréciée en termes réels quelle que soit la devise de référence. Cependant, à compter de la deuxième moitié de 1995, on peut constater une appréciation modérée du forint hongrois par rapport au deutschemark et au panier de devises conformément à la politique de change annoncée par la Banque centrale. Sachant que la monnaie allemande puis l'euro représentaient, jusqu'à la fin 1999, 70 % et, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2000, 100 % du panier de devises auquel le forint est accroché, la dépréciation marquée du deutschemark et de l'euro vis-à-vis du dollar s'est automatiquement répercutée sur le cours du forint par rapport au dollar provoquant la dépréciation réelle de la monnaie hongroise contre la devise américaine. C'est ainsi qu'en raison de la fluctuation forte du forint en termes réels contre le deutschemark entre 1991 et 1995 et vis-à-vis du dollar pendant toute la période considérée, les prix relatifs et le taux de change réel ne sont cointégrés que pour la période allant de 1995 à 2000 pour le mark allemand et le panier de devises.

### *L'INCIDENCE DE LA LIBÉRALISATION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX SUR LA POLITIQUE DE TAUX D'INTÉRÊT*

L'objectif de la politique de taux d'intérêt de la BNH est multiple<sup>11</sup>. D'abord, l'Institut d'émission hongrois doit manier le taux d'intérêt de sorte que les variations de celui-ci empêchent la sortie du taux de change des bandes de fluctuation vers le bas. En même temps, il faut trouver un niveau de taux d'intérêt qui n'attire pas trop de capitaux spéculatifs. Enfin, il est souhaitable d'assurer un niveau de taux d'intérêt suffisamment élevé qui incite les ménages à épargner. Avec la libéralisation progressive des postes de la balance de capitaux<sup>12</sup>, la poursuite de ces trois objectifs s'avère difficile, en particulier en période d'agitation ou d'excès d'optimisme. Dans la mesure où les taux d'intérêt domestiques contiennent une prime de risque supérieure à celle attendue par les investisseurs étrangers, d'importantes entrées de capitaux risquent de se déclencher. Ceci est susceptible de provoquer une expansion excessive des agrégats monétaires.

Si les taux d'intérêt nationaux, *a contrario*, sont trop faibles, et donc n'assurent pas la prime de risque qu'exigent les investisseurs non-



résidents, des capitaux sortent du pays. Dans ce cas-là, les autorités monétaires se trouvent dans l'obligation de procéder aux interventions en vue de la défense du système de change, qui entraîne la diminution des réserves en devises internationales du pays. Dans un système de parité à crémaillère avec ajustement annoncé, la prime de risque se définit comme l'écart des taux d'intérêt nationaux et étrangers, corrigé du montant de dévaluation annoncé par la Banque centrale pour la période suivante.

Le graphique n°4 montre la prime de risque par rapport aux taux allemand et américain. Il en ressort que, très élevée en 1995 et 1996, la prime de risque s'est stabilisée aux alentours de 2 et 4 % vis-à-vis des États-Unis et de l'Allemagne. Les crises asiatique et russe ont eu pour conséquence la montée de la prime de risque. Depuis lors, elle ne cesse de diminuer.

**Graphique n°4**  
**Évolution de la prime de risque, bon du Trésor à 3 mois (1995-2000)**

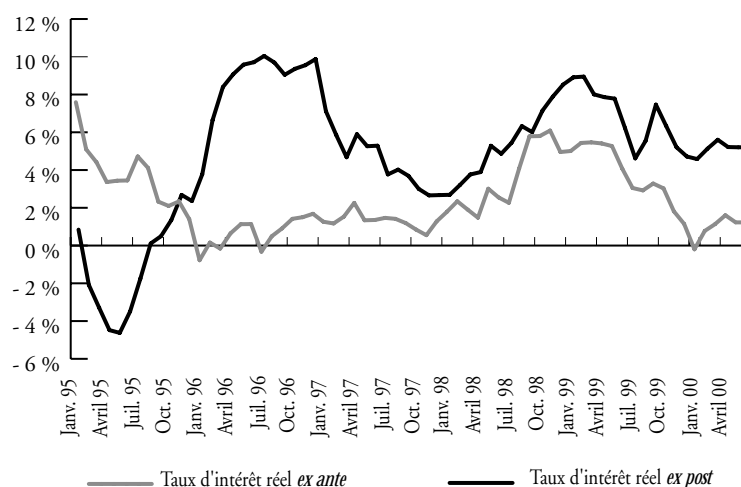


Source : calculs de l'auteur

La raison pour laquelle la BNH n'a pas choisi que les taux d'intérêt nationaux soient déterminés selon la parité de taux d'intérêt non-couverte, corrigée par la prime de risque, est notamment qu'elle a craint des effets dévastateurs des taux d'intérêt réels *ex ante* négatifs sur l'épargne des ménages. La BNH s'est donc donnée la tâche de maintenir des taux réels *ex ante* positifs. Les réductions du taux d'intérêt ont toujours été mises en place après que les anticipations

inflationnistes et par conséquent l'inflation aient décliné<sup>13</sup>. Le graphique n°5, ci-dessous, montre l'évolution des taux d'intérêt réels *ex ante* et *ex post*. Il en ressort que les taux d'intérêt réels *ex ante* étaient positifs au cours de la période observée sauf une période courte en 1995 et en 2000.

**Graphique n°5**  
Taux d'intérêt réel *ex ante* et *ex post* des bons du Trésor à 12 mois, 1995-2000



412

Source : calculs de l'auteur à partir des données publiées par la BNH

Cette politique de taux d'intérêt avait pour conséquence une prime de risque supérieure à celle attendue par les marchés financiers. En réalité, la politique de taux d'intérêt a visé à déterminer le niveau de taux d'intérêt domestique de façon à encourager l'épargne mais à ne pas attirer trop de capitaux spéculatifs. Une série d'études réalisées au sein de la Banque centrale hongroise a démontré que la parité du taux d'intérêt couverte prévaut en Hongrie. En revanche, la parité du taux d'intérêt non-couverte corrigée par la prime de risque attendue<sup>14</sup> ne joue aucun rôle dans la détermination des taux d'intérêt nationaux, puisque du fait du maniement actif de ces derniers par la Banque centrale, la prime de risque effective a dépassé la prime de risque attendue par les investisseurs (Darvas, 1996 ; Barabás, 1996).

### *LES INTERVENTIONS SUR LE MARCHÉ DES CHANGES ET LES OPÉRATIONS DE STÉRILISATION*

Durant la période allant de 1995 au début 1998, la Hongrie a enregistré d'importantes entrées de capitaux. D'une part, le programme de privatisation lancé au début de 1995 et les exonérations fiscales très



importantes accordées aux investissements de grande envergure ont attiré beaucoup d'investissements directs étrangers, qui, d'après les statistiques de la BNH s'élevaient à 9 874 millions de dollars entre 1995 et 1998. D'autre part, les perspectives macroéconomiques encourageantes et une forte prime de risque ont incité les grands fonds d'investissement européens et anglo-saxons à acheter des actions et obligations hongroises sur la Bourse de Budapest. D'où la flambée des prix boursiers à compter de l'automne 1995. En raison de la conversion en devise locale d'importants capitaux, la monnaie hongroise s'est appréciée au sein de la bande de fluctuation et s'est retrouvée à la limite supérieure de ses marges de variation. Selon sa politique affichée, la BNH était contrainte d'intervenir à la limite supérieure en vendant du forint hongrois contre de la devise étrangère, comme le fait voir le graphique n°6.

Certes, cette entrée de capitaux est très bénéfique à long terme, mais à court et moyen terme, elle peut mettre en danger les objectifs de politique monétaire en provoquant la hausse des agrégats monétaires. De fait, l'expansion brutale des agrégats monétaires peut se manifester, toutes choses égales par ailleurs, dans la baisse du taux d'intérêt nominal et donc dans la chute de la rémunération réelle de l'épargne. Tout ceci favorise la consommation et a finalement pour conséquence les tensions inflationnistes et la détérioration de la balance des opérations courantes. Afin de neutraliser l'effet nocif des entrées de capitaux, la BNH a mis en œuvre deux méthodes de stérilisation. D'une part, elle s'est efforcée de rembourser la dette extérieure à l'aide des recettes en devises de privatisation. Ainsi, les recettes en devises provenant de la privatisation n'étaient pas définitivement converties en monnaie nationale. D'autre part, elle a essayé de stériliser la surliquidité résultant d'entrées d'investissement de portefeuille. Pour la BNH, la stérilisation consistait en effet à vendre de ses propres instruments monétaires et obligataires. De plus, la BNH a agi de concert avec les autorités budgétaires, qui ont étayé la stérilisation sous la forme du surfinancement du déficit budgétaire. C'est ainsi que l'émission des titres d'État excédait le besoin du financement de l'État et a largement contribué à la neutralisation de l'abondance de liquidité. L'avantage principal de cette technique est que le marché des titres d'État est beaucoup plus liquide par rapport aux instruments de la Banque centrale<sup>15</sup>. Selon les estimations de la BNH, la stérilisation s'est avérée plutôt onéreuse pour la Hongrie : les coûts imputables aux opérations de stérilisation se sont élevés à 0,41 % du PIB entre 1995 et 1997 (Szapáry et Jakab M., 1998).

La question qu'on se pose ici est de savoir, dans quelle mesure la Banque centrale hongroise était-elle à même de stériliser avec efficacité

la conversion en devise hongroise d'importants montants de capitaux étrangers. Les opérations de stérilisation sont considérées efficaces dans la mesure où les agrégats monétaires ne suivent pas l'évolution des avoirs extérieurs nets de la Banque centrale. En termes économétriques, la stérilisation est dite efficace si les agrégats monétaires et les avoirs extérieurs nets (AEN) ne sont pas cointégrés et l'évolution des avoirs extérieurs nets n'expliquent pas la progression des agrégats monétaires. Les tests économétriques confirment l'efficacité des opérations de stérilisation puisque des tests de cointégration d'Engle et Granger à deux étapes entre les AEN et les agrégats monétaires, notamment la base monétaire, M1, M2, M3 et M4, révèlent l'absence de relations de cointégration<sup>16</sup>. Puis, les résultats, présentés au tableau n°3 montrent que les AEN ne semblent pas Granger causer les agrégats monétaires, quel que soit le retard utilisé : la stérilisation en Hongrie peut être considérée comme efficace.

**Tableau n°3**  
**Test de causalité entre AEN et agrégats monétaires (1995-2000)**

	k=1	k=2	k=3	k=4
AEN et M0	0,531 (0,469)	0,014 (0,986)	0,102 (0,958)	0,015 (0,999)
AEN et M1	1,209 (0,276)	0,506 (0,606)	1,024 (0,389)	0,593 (0,669)
AEN et M2	0,046 (0,831)	0,436 (0,651)	0,496 (0,688)	0,345 (0,845)
AEN et M3	0,433 (0,513)	0,337 (0,715)	0,408 (0,748)	0,143 (0,965)
AEN et M4	0,764 (0,386)	0,799 (0,455)	1,759 (0,166)	1,131 (0,353)

Statistique de F, probabilité entre parenthèses, \* et \*\* indiquent la significativité pour les seuils de 5 % et 1 %.

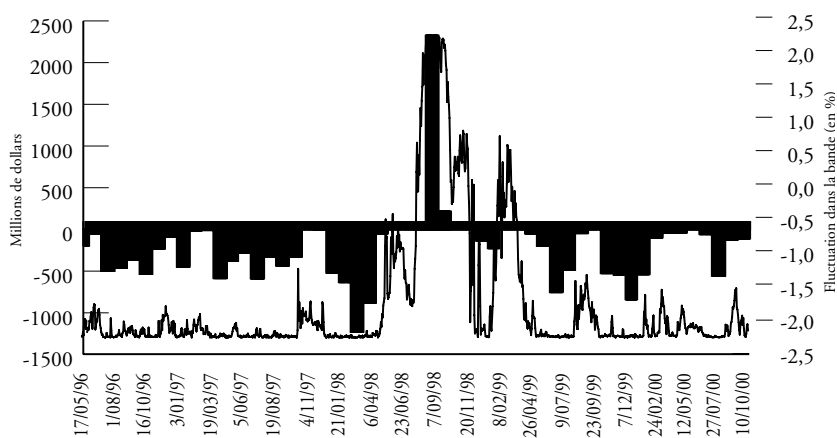
Jusqu'à l'éclatement de la crise russe, le système de change hongrois n'a pas été véritablement mis à l'épreuve. À partir du 23 octobre 1997, avec l'effondrement de la Bourse de Hong-Kong, le forint s'est éloigné de la limite supérieure, en s'approchant du milieu de la bande de fluctuation. Devant l'incertitude provoquée par des élections législatives au printemps 1998, le forint s'est déprécié d'à peu près 2 % à l'intérieur des fourchettes de variation. C'est au début de l'automne de cette même année que la BNH a dû intervenir, pour la première et la dernière fois, en faveur du forint sur le marché des changes interbancaire. En effet, la fuite vers la qualité des investisseurs, déclenchée par l'ébranlement de la confiance des investisseurs vis-à-vis des marchés dits émergents, a poussé la devise hongroise à la borne inférieure de sa fourchette. La pression sur le forint ne cessant de diminuer, la Banque centrale a été contrainte de monter les taux d'intérêt et de procéder à des interventions sur le marché des changes interbancaire à plusieurs reprises durant l'automne. Ses efforts ont été couronnés de succès car le forint s'est maintenu dans ses





marges de fluctuation pendant cette période de tension. Après l'apaisement des tumultes, la monnaie hongroise se retrouvait à nouveau près de la limite supérieure de la fourchette de fluctuation de telle sorte que la BNH s'est trouvée dans l'obligation d'acheter des devises et puis de les stériliser.

**Graphique n°6**  
**Le cours du forint hongroise et les interventions de la BNH (1996-2000)**



Source : Rapports mensuels 1998-2000 et données fournies par le Service statistique de la BNH

Le système de change joue un rôle très important dans la transition. Face à l'inflation et aux préoccupations de maintien de la compétitivité, le bon choix peut permettre de trouver le sentier étroit offrant un compromis satisfaisant entre les objectifs d'inflation et de compétitivité. Le système de parité à crémaillère avec annonce préalable mis en œuvre en Hongrie en offre un bon exemple. Ce système est à même d'offrir un ancrage nominal aux agents économiques et maîtriser ainsi leurs anticipations inflationnistes. Or, le bon fonctionnement du système nécessite la cohérence de la politique de désinflation, en général, et la crédibilité de la politique monétaire, en particulier. La crédibilité de la politique monétaire est largement influencée par le respect de règles, l'indépendance de la Banque centrale et la concertation étroite entre autorités budgétaires et monétaires. L'expérience hongroise montre que durant la période 1995-2000, dans la mesure où les autorités monétaires tiennent à ces caractéristiques, la désinflation est absolument concevable. En matière d'indépendance de la BNH, le point essentiel est l'interdiction totale du financement direct par création monétaire du déficit budgétaire. Le *policy-mix* compatible à l'objectif de désinflation consiste de manière assez schématique à maintenir les finances publiques sur une

trajectoire viable, éliminant le moindre risque quant à la monétisation future de la dette publique.

Dans le contexte de forte libéralisation financière, le système de parité glissante est exposé à la volatilité accrue des mouvements de capitaux vis-à-vis des pays émergents. La BNH a pu défendre le forint en période d'agitation et neutraliser avec efficacité l'effet de la conversion en forint d'importantes entrées de capitaux sur les agrégats monétaires.

La dévaluation mensuelle s'élevant à 0,2 % à l'heure actuelle contre 1,9 % au moment de l'instauration du système, le passage à un autre système de change s'impose. On a vu que l'effet Balassa-Samuelson s'avère très significatif en Hongrie. Étant donné que d'après notre estimation, toutes choses égales par ailleurs, la Hongrie a besoin de 17-20 ans pour rattraper la moyenne de productivité des pays de la zone euro, le prix relatif des services et donc l'IPC vont enregistrer une hausse plus prononcée en Hongrie qu'au sein de l'Euroland durant les deux décennies à venir. La première alternative pour sortir du système de change actuel consiste en effet à accrocher le forint hongrois à l'euro dans la mesure où le différentiel d'inflation se stabilise dans une fourchette de 2 à 4 %. La deuxième modalité, pour laquelle la Pologne a opté, consiste dans l'élargissement progressif des marges de fluctuation et puis le flottement libre de la monnaie nationale.

C'est en avril 2001, qu'en parallèle avec la mise en place d'un nouveau cadre de politique monétaire à savoir le ciblage d'inflation, les marges de fluctuation ont été élargies à  $\pm 15$  % en Hongrie. Sachant que la dévaluation mensuelle de 0,2 % n'est supprimée qu'en octobre 2001, le système de parité à crémaillère ne disparaît formellement qu'à ce moment-là. C'est ainsi que la Banque nationale de Hongrie espère ramener l'inflation stabilisée aux alentours de 10 % dans ces dernières deux années à un niveau compatible avec l'UEM. En même temps, l'objectif tacite de l'ancrage complet de la monnaie hongroise à l'euro avec des fourchettes de variation de  $\pm 15$  % est vraisemblablement de remplir le critère de convergence en matière de stabilité de taux de change.

### NOTES

1. Aujourd'hui, le ratio  $(X+M)/\text{PIB}$  est d'environ 110 %.
2. À l'heure actuelle, l'Union européenne absorbe près de 80 % des exportations hongroises.
3. Contrairement aux autres pays en transition, la Hongrie a pu éviter l'hyperinflation. Historiquement, elle est cependant titulaire du triste record du monde de l'hyperinflation. Entre août 1946 et juillet 1947, l'inflation en Hongrie s'est alors accrue de 19800 % en moyenne mensuelle, et en juillet 1947, elle a atteint  $4,2 \cdot 10^{16}$  %.
4. Il s'agit d'inflation inertielle dans la mesure où l'inflation d'aujourd'hui est déterminée par l'inflation de la période précédente ou des périodes antérieures, donc par un processus autorégressif d'ordre  $k$  :

$$\pi_t = \sum \alpha_{t-i} \pi_{t-i} + \varepsilon_t$$



RÉGIME DE CHANGE ET DÉSFATION DANS LA TRANSITION : L'EXPÉRIENCE DU SYSTÈME DE PARITÉ À CRÉMAILLÈRE PRÉ-ANNONCÉE EN HONGRIE

5. La croissance ne peut avoir pour conséquence les déséquilibres intérieur et extérieur, et la source de cette expansion économique en termes de PIB doit être le secteur privé structurellement robuste.
6. En vue d'amortir l'influence inflationniste de l'indexation implicite des salaires, à partir de 1995, une commission nationale tripartite détermine la hausse maximale des salaires. Les partenaires sociaux s'engagent à fixer l'augmentation de salaires non pas en fonction de l'inflation passée mais en fonction de leurs anticipations inflationnistes.
7. Si la Hongrie avait opté pour les agrégats monétaires en tant qu'objectif intermédiaire en 1995, il est certain que la politique monétaire aurait eu du mal à contrôler l'inflation, puisque la fonction de demande de monnaie relativement stable entre fin 1991 et début 1994, est devenue instable du fait de changement du cadre macroéconomique (FMI, 1998).
8. Alors que la relation entre le président de la BNH et le Premier ministre, Viktor Orbán n'est pas sans nuage, György Surányi est resté à la tête de la BNH jusqu'à la fin du mois de mars 2001, remplissant son mandat de 5 ans.
9. La composition du panier officiel de devises était, de décembre 1991 au 1<sup>er</sup> août 1993, 50 % d'écu et 50 % de dollar ; du 2 août 1993 au 15 mai 1994, 50 % de deutschemark et 50 % de dollar ; du 16 mai 1994 au 31 décembre 1995, 70 % d'écu et 30 % de dollar ; du 1<sup>er</sup> janvier 1997 au 31 décembre 1998, 70 % de mark allemand et 30 % de dollar ; du 1<sup>er</sup> janvier 1999 au 31 décembre 1999, 70 % d'euro et 30 % de dollar et à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2000, 100 % d'euro. En effet, Jakab M. (1998) propose une part supérieure à 90 % pour l'euro dans le panier optimal. Pour lui, le panier optimal est le panier composé de dollar et d'euro qui minimise la somme carrée des différences mensuelles du taux de change effectif nominal et du taux de panier. Bénassy-Quéré et Lahrière-Révil (1999) tiennent compte de la structure du commerce extérieur et du libellé de la dette extérieure, et suggèrent, elles aussi, que le panier optimal devrait contenir 91% d'euro.
10. Deux périodes ont été retenues : la période allant de janvier 1991 à juillet 2000 qui représente en gros l'ensemble de la période de transition et la période de mars 1995 à juillet 2000 qui couvre exactement la période après la mise en place du système de parité glissante. Les tests sont effectués contre le dollar, le deutschemark et un panier de devises composé de ces deux monnaies. Faute de données concernant la productivité et des prix relatifs pour l'Union européenne et la zone euro, nous avons remplacé l'écu et l'euro par la devise allemande dans le panier de devises. Les données utilisées sont de fréquence mensuelle et désaisonnalisées. Toutes les séries sont en provenance de la base de données Datastream. Les séries de productivité représentent la productivité industrielle pour l'Allemagne et pour la Hongrie et la productivité du secteur manufacturier pour les États-Unis. Nous faisons l'hypothèse que l'augmentation de la productivité dans le secteur abrité est égale à zéro car nous ne disposons pas des données nécessaires pour la calculer. Les prix relatifs sont calculés en rapportant les prix de services aux prix de biens. Pour garder la cohérence de notre analyse, nous avons construit des indices des prix à la consommation composés des indices des prix de services et de biens où les poids pour les services et les biens sont les poids réels des secteurs de service et de production dans les comptes nationaux pour les trois pays.
11. La BNH vise à influencer les taux d'intérêt à très court terme. Les taux à plus long terme se déterminent sur les marchés. La BNH s'efforce essentiellement d'exercer une influence sur les taux d'intérêt au jour le jour sur le marché interbancaire en mettant en place un couloir dit de taux d'intérêt. Ce sont précisément la mise et la prise en pension qui déterminent le plancher et le plafond de cette bande de taux d'intérêt autour d'un taux de référence.
12. À l'exception des mouvements de capitaux à moins d'un an, tous les mouvements de capitaux sont libéralisés à l'heure actuelle.
13. Lorsque les anticipations inflationnistes diminuent, la baisse proportionnelle des taux d'intérêt permet le maintien du niveau des taux d'intérêt réel *ex ante*, selon la formule de Fisher simplifiée à savoir
- $${}_{t+1}i_t^{real} = {}_{t+1}i_t^{nom} - {}_{t+1}p_t^e.$$
14.  ${}_{t+1}s_t^p - s_{t-1} = \hat{p}_t + \hat{i}_t^* + p_t$ , où  ${}_{t+1}s_t^p$  est le taux de change anticipé en (t) pour (t+1).
15. Toutefois, il faut souligner qu'une telle technique mélange la politique budgétaire et la politique monétaire, ce qui peut mettre en doute l'indépendance de la Banque centrale.
16. La période examinée est la période allant du mois de janvier 1995 à juillet 2000. L'exception en est M2, car la BNH a abandonné la publication de cet agrégat à partir de janvier 1998. Les données proviennent de divers rapports mensuels de la BNH. Nous supposons que le retard par lequel les AEN affectent les agrégats monétaires ne dépasse pas quatre mois (k=1,2,3,4).

## BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M., BAULANT C., COUDERT V. (1998) : « Compétitivité et régime de change en Europe centrale », *CEPII, document de travail*, octobre.
- ANDREFF W. (1994) : « Quand la stabilisation dure... L'hypothèse d'une inflation inertielle en Europe centrale et orientale », *Revue économique*, n°3, mai pp 819-831.
- BALASSA B. (1964) : « The Purchasing-Power-Parity Doctrine: A Reappraisal », *Journal of Political Economy*, Vol 72, décembre, pp. 584-596.
- BANQUE NATIONALE DE HONGRIE, Rapports annuels et mensuels et d'autres publications entre 1993 et 2000.
- BARABÁS Gy. (1996) : « Kamatparitás lebegő és csúszó leértékeléses árfolyamrendszerben » (Parité de taux d'intérêt dans un régime de changes flottants et fixes), *Közgazdasági Szemle*, novembre, pp. 972-994.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A., LAHRÉCHE-RÉVIL A. (1999) : « L'euro comme monnaie de référence à l'est et au sud de l'Union européenne », *Revue économique*, vol 50, n° 6, septembre, pp. 1185-1201.
- BRESSER PEREIRA L., NAKANO Y. (1987) : *The Theory of Inertial Inflation*, The Foundation of Economic Reform in Brazil & Argentina, Lynne Rienner Publishers, Boulder/London.
- CSIKÓS-NAGY B. (1997) : « A monetáris politika kritikai elemzése » (Une analyse critique de la politique monétaire), *Közgazdaság*, mars, pp. 68-74.
- DARVAS Zs. (1996) : « Kamatkülönbségek és árfolyam-várakozások az előre bejelentelt kúszó árfolyamrendszerben » (Taux d'intérêt et anticipations de change au sein du système de parité ajustable avec annonce préalable), *Közgazdasági Szemle*, octobre, pp. 920-947.
- DARVAS Zs. (1998) : « Csúszó árfolyamrendszerek » (sur les systèmes de parité glissante) Banque nationale de Hongrie, *Discussion Papers*, septembre.
- DORNBUSCH R., FISCHER S. (1993) : « Moderate Inflation », *The World Bank Economic Review*, janvier, pp.1-43.
- IMF (1998) : « Hungary : Economic Policy for Sustainable Growth », *IMF Occasional Papers*, février.
- JAKAB M. Z. (1998) : « A valutakosár megválasztásának szempontjai Magyarországon » (Comment choisir le panier de devises en Hongrie), Banque nationale de Hongrie, *document de travail* n° 98/12.
- JOHANSEN, S. (1996) : *Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Auto-Regressive Models*, Oxford University Press, Oxford, UK.
- KORNAI J. (1993) : « Récession transitionnelle », *Közgazdasági Szemle*, juillet- août.
- KORNAI J. (1995) : « A magyar gazdaságnolitika dilemmái » (Dilemmes de la politique économique hongroise), *Közgazdasági Szemle* juillet- août, pp. 633-649.
- OCDE : Études économiques de l'OCDE : Hongrie, 1991, 1993, 1995, 1997, 1999.
- SAMUELSON P. (1964) : « Theoretical Notes on Trade Problems », *Review of Economics and Statistics*, mai, Vol 46, pp. 145-154.
- SURÁNYI Gy., VINCZE J. (1998) : « Inflation in Hungary (1990-97) », in *The Moderate Inflation : The Experience of Transition Economies*, edited by Cottarelli, C. and Szapáry, Gy., Washington : IMF and National Bank of Hungary, octobre, pp. 151-176.
- SZAPÁRY Gy., JAKAB Z. M. (1998) : « Exchange Rate Policy in Transition Economies: The Case of Hungary » *Journal of Comparative Economics* Vol. 26, pp. 691-717.
- TAKAGI S., ESAKA T. (2000) : « Sterilization and the Capital Inflow Problem in East Asia, 1987-1997 », in *East Asia Seminar on Regional and Global Capital Flows : Macroeconomic Causes and Consequences*, Economics volume 10, edited by Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, The University of Chicago Press, forthcoming.
- VINCZE J., ZSOLDOS I. (1996) : « The Structure, Level and Development of Consumer Prices in Hungary from 1991-1996 - Econometric Analysis Based on the Detailed Consumer Price Index » Banque nationale de Hongrie, *document de travail*, n°95/5.



LA MUTATION  
DES SYSTÈMES FINANCIERS  
DES PAYS DE L'EST



