



**HAL**  
open science

# Nature et évolution de la politique monétaire en Slovaquie depuis 1990

Marianna Neupauerová

► **To cite this version:**

Marianna Neupauerová. Nature et évolution de la politique monétaire en Slovaquie depuis 1990. Economies et finances. COMUE Université Côte d'Azur (2015 - 2019), 2016. Français. NNT : 2016AZUR0033 . tel-01665489

**HAL Id: tel-01665489**

**<https://theses.hal.science/tel-01665489v1>**

Submitted on 16 Dec 2017

**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.



Membre de UNIVERSITÉ CÔTE D'AZUR 

École doctorale n° 513 DESPEG  
Unité de recherche : Le Groupe de Recherche en Droit, Economie et Gestion

# Thèse de doctorat

Présentée en vue de l'obtention du  
grade de docteur en Sciences économiques  
de

UNIVERSITÉ NICE SOPHIA ANTIPOLIS membre de UNIVERSITÉ CÔTE D'AZUR

par

Marianna Neupauerová

## Nature et évolution de la politique monétaire en Slovaquie depuis 1990

Dirigée par Anna Tykhonenko

Soutenue le 15 décembre 2016  
Devant le jury composé de :

Valérie	Berenger	professeur, Université de Toulon	Rapporteur
Jean-Paul	Guichard	professeur, Université Nice Sophia Antipolis	Président
Louis	Job	professeur, Université de Grenoble	Rapporteur
Anna	Tykhonenko	MCF-HDR, Université Nice Sophia Antipolis	Directrice

## **Abstract**

The objective of this thesis is to characterise and to evaluate evolution of monetary policy in Slovakia as well as to suggest an optimal monetary strategy for the future. Theoretical part treats beginning and evolution of the monetary policy in the world and main approaches in its application within central banking. In the conclusion of theoretical part is review of literature dealing with similar problematic. The thesis analyses evolution of National Bank of Slovakia (NBS) independence, instruments and objectives. Evaluation of NBS monetary policy application, respectively State Bank of Czechoslovakia monetary policy application, is divided into five basic periods since 1990 to 2005. It is crucial to choose an optimal monetary strategy in order to increase central bank effectiveness and at the same time in respect to the Slovak Republic integration procedures. The thesis compares and analyses advantages and disadvantages of several alternative monetary strategies as for intermediate objectives and as for decisional process. According to our conclusions a Taylor-type rule should be the integral part of the optimal NBS monetary strategy. The rule originates from basic Taylor rule that enables to determinate direction and volume of central bank measurements. Our Taylor rule is applied and adopted to Slovak macroeconomic conditions. Time ranks of chosen macroeconomic indicators since 1993 to 2005 were applied in determination and calculation of the rule. Achieved results are significantly consistent with theory, initial pre-assumptions and current NBS activity.

Monetary policy. Central bank. Taylor rule. Monetary strategy. Inflation targeting. Monetary targeting. Exchange rate targeting.

## **Avant-propos**

Cette thèse porte sur la problématique de l'application de la politique monétaire en République Slovaque (RS) depuis 1990. En raison de l'histoire courte de la Slovaquie et en absence de politique monétaire avant 1990, les expériences de la Banque Nationale de la Slovaquie (BNS) sont significativement moindres par rapport aux expériences des autres banques centrales. Malgré cela, la BNS possédait et possède toujours une position importante dans le processus de transformation, dans la stabilisation de la situation macroéconomique et dans l'accomplissement des ambitions d'intégration de la RS. Par conséquent, la BNS doit réagir aux tendances actuelles dans le domaine des cibles, instruments et stratégies monétaires. Dans le cas d'une politique monétaire transparente, indépendante et crédible, les effets des mesures de la banque centrale devrait être plus efficaces. La BNS a significativement avancé dans ce domaine dans une direction positive. La mise en oeuvre d'une stratégie monétaire optimale, la combinaison appropriée de la règle monétaire et de la politique monétaire discrétionnaire peuvent influencer favorablement l'efficacité de la BNS. L'application de la règle monétaire en tant que fonction de réaction de la banque centrale augmente la transparence et la clarté des mesures monétaires de la cette dernière. Une règle monétaire permet aux investisseurs, banquiers, analystes financiers et aux autres agents économiques de prévoir plus précisément la direction et le volume des mesures de la BNS. En conséquence de quoi la transmission et l'impact des démarches est plus efficace. Etant donné que la version officielle de la règle monétaire appliquée par la BNS n'est pas encore connue, il est dans l'intérêt de nombreux analystes de calculer cette formule. Pourtant, la problématique des stratégies monétaires en Slovaquie, par rapport aux conditions macroéconomiques slovaques, est presque inconnue. Cette thèse offre des processus éventuels pour élaboration d'une règle monétaire dans le contexte de la RS et en propose une forme possible.

Je tiens à exprimer mon profond remerciement à Mme Anna TYKHONENKO qui a accepté de diriger mes recherches. Ses conseils, marqués par le soucis d'une grande rigueur scientifique et encouragement m'ont guidé tout au long de mon travail de recherche.

Je remercie également le Professeur Jean-Paul GUICHARD de l'Université de Nice, le Professeur Luis JOB de l'Université de Grenoble et la Professeur Emília JAKUBÍKOVÁ de l'Université technique de Košice pour leurs encouragements et pour leur initiative au niveau de notre coopération multiple scientifique et pédagogique.

Je tiens également à associer à ces remerciements la Section de la politique monétaire et la Section de recherche de la Banque nationale de la Slovaquie où notamment à M. Martin ŠUSTER et son équipe.

J'exprime mon grand remerciement à Laurent DALMAS pour tous ses conseils pratiques et ses corrections linguistiques.

Je remercie également à M. Peter Kišidaj pour son temps, ses instructions scientifiques et économétriques.

## *Sommaire*

Introduction	12
1 Etat actuel de la problématique : nature et évolution de la politique monétaire	14
2 Les objectifs de la thèse	42
3 Matériel et méthodes de l'élaboration de la thèse	43
4 Résultats et discussion	48
5 Les apports théoriques et pratiques de la thèse	212
6 Conclusion	214
Bibliographie	217
Annexe	231

## *Table des matières*

Abstract .....	1
Avant-propos.....	3
Listes des graphiques .....	8
Liste des schémas.....	9
Liste des tableaux.....	9
Liste des sigles utilisés.....	11
Introduction.....	12
<b>1 Etat actuel de la problématique : nature et évolution de la politique monétaire .....</b>	<b>14</b>
1.1 Définition de la politique monétaire .....	14
1.2 Naissance et évolution de la politique monétaire.....	16
1.2.1 Prédominance de la politique fiscale dans les années 50, 60 et au début des années 70 .....	17
1.2.2 La prédominance de la politique monétaire de la fin des années 70 aux années 90 .....	21
1.2.3 La position actuelle de la politique monétaire.....	28
1.3 Application pratique de la politique monétaire par les banques centrales.....	30
1.3.1 Le modèle anglo-français versus le modèle allemand.....	31
1.3.2 Importance de l'indépendance de la banque centrale .....	32
1.4 Revue des travaux ayant une problématique similaire.....	39
<b>2 Objectifs de la thèse.....</b>	<b>42</b>
<b>3 Matériel et méthodes d'élaboration de la thèse .....</b>	<b>43</b>
3.1 Matériel, données d'entrée et méthodes appliquées .....	43
3.2 EViews .....	44
3.3 Méthodes et tests permettant l'élaboration des règles monétaires.....	44
<b>4 Résultats et discussion.....</b>	<b>48</b>
4.1 Analyse des conditions d'application de la politique monétaire en Slovaquie.....	48
4.1.1 L'absence de politique monétaire en Slovaquie avant 1990 .....	49
4.1.2 La naissance de la politique monétaire en Tchécoslovaquie .....	54
4.1.3 La politique monétaire dans la République Slovaque indépendante .....	60
4.2 Application pratique de la politique monétaire actuelle de la BNS.....	64
4.2.1 L'indépendance de la Banque Nationale de Slovaquie .....	64
4.2.2 Les objectifs finaux de la politique monétaire.....	73
4.2.3 Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire.....	82
4.2.4 Les instruments de la politique monétaire.....	89
4.2.5 Négociation de la BNS sur les marchés financiers.....	98
4.3 Evaluation de la politique monétaire appliquée en RS .....	100
4.3.1 La période de stabilisation initiale de 1990 à 1992 .....	100
4.3.2 La période du tournant et de la relance de 1993 à 1995 .....	108
4.3.3 La période de croissance déséquilibrée de 1996 à 1998.....	113
4.3.4 Période de la restitution de l'équilibre de 1999 à 2001 .....	119
4.3.5 La période des réformes de 2002 à 2005 .....	131
4.3.6 Analyse de la politique monétaire de la BNS en 2006 et ses perspectives en 2007 .....	144
4.3.7 Analyse globale des activités de la BNS dans le domaine de la politique monétaire depuis 1993 .....	146
4.4 Proposition de la stratégie monétaire optimale pour la BNS .....	155
4.4.1 La comparaison des stratégies monétaires du point de vue des objectifs intermédiaires .....	156

4.4.2 Les stratégies monétaires en Slovaquie du point de vue des objectifs intermédiaires .....	161
4.4.3 Comparaison des stratégies monétaires du point de vue du processus décisionnel .....	168
4.4.4 Les stratégies monétaires en RS du point de vue du processus décisionnel.....	174
4.5 Proposition d'une règle monétaire optimale dans le contexte de l'économie slovaque .....	176
4.5.1 Importance des règles monétaires.....	176
4.5.2 Le modèle économétrique actuel de la BNS .....	184
4.5.3 Le consensus du modèle économétrique et des analyses d'expert dans la BNS	187
4.5.4 Les procédures éventuelles de formation des règles monétaires.....	192
4.5.5 La procédure éventuelle pour l'élaboration d'une règle monétaire dans les conditions de la RS .....	200
<b>5 Les apports théoriques et pratiques de la thèse</b> .....	212
<b>6 Conclusion</b> .....	214
Bibliographie.....	217
Annexe .....	231



## Listes des graphiques

1.3.1: relation optimale entre indépendance et clarté de la banque centrale	32
1.3.2a: relation entre l'indépendance de la banque centrale et le taux d'inflation	36
1.3.2b: relation entre indépendance de la banque centrale et taux de chômage	37
1.3.2c: relation entre indépendance de la banque centrale et croissance économique	38
4.1.2: structure des exportations selon les coûts de reproduction sur l'unité des devises	58
4.2.2a: préférences des cibles finales monétaires exprimées par des courbes d'indifférence	74
4.2.2b: les éléments de l'inflation totale en RS de 1998 à 2003	79
4.2.2c: les éléments de l'inflation totale en RS de 2001 à 2006	80
4.2.3a: gestion quantitative	86
4.2.3b : gestion qualitative	86
4.3.1a: taux de change nominal et réel, janvier 1990 = 100	103
4.3.1b: évolution du salaire réel	104
4.3.3: évolution du taux d'intérêt interbancaire BRIBOR de 3 mois de 1995 à 1999	116
4.3.4a: évolution des taux d'intérêt sur le marché interbancaire en 1998	126
4.3.4b: évolution des taux d'intérêt sur le marché interbancaire en 1999	127
4.3.4c: BRIBOR en an 2000 et les taux d'intérêt directeurs de la BNS	127
4.3.4d: BRIBOR en an 2001 et les taux d'intérêt directeurs de la BNS	128
4.3.7a: évolution de la couronne slovaque vis-à-vis du marc et du dollar de 1993 à 1998	149
4.3.7b: évolution de la couronne slovaque vis-à-vis de l'euro et du dollar de 1999 à 2005	149
4.3.7c: évolution de la couronne slovaque vis-à-vis de l'euro de 1999 à 2006	150
4.3.7d: évolution de la couronne tchèque vis-à-vis de l'euro de 1999 à 2006	150
4.3.7e: évolution du złoty polonais vis-à-vis de l'euro de 1999 à 2006	151
4.3.7f: évolution du forint hongrois vis-à-vis de l'euro de 1999 à 2006	151
4.3.7g: évolution des réserves de devises de la BNS depuis 1993	152
4.3.7h: évolution du taux d'intérêt directeur de 1990 à 2006	153
4.3.7i: effets des interventions de la BNS sur le taux de change de la couronne slovaque de 1999 à 2004	154
4.3.7j: effets des interventions de la BNS sur le taux de change de la couronne slovaque de 2003 à 2005	154
4.4.2: la cible de l'inflation de la BNS jusqu'à 2008	166
4.5.1a: envergure des recommandations des règles du type Taylor selon les modes des calculs de l'inflation et du PIB	180
4.5.1b: réaction de l'inflation et de l'output à une politique monétaire restrictive	182
4.5.1c : la frontière de la volatilité de l'output-l'inflation	182
4.5.5a: relation entre taux d'intérêt directeur et agrégat monétaire M2	201
4.5.5b: relation entre taux d'intérêt directeur et taux d'intérêt BRIBOR	04
4.5.5c: relation entre taux d'intérêt directeur et taux d'inflation annuel (données trimestrielles)	204
4.5.5d: relation entre taux d'intérêt directeur et taux d'inflation annuel (données mensuelles)	205
4.5.5e: relation entre le BRIBOR et le taux de l'inflation annuel (données trimestrielles)	206

4.5.5f: relation entre le BRIBOR et le taux d'inflation annuel (données mensuelles)	206
4.5.5g: relation entre le taux d'intérêt de base et l'écart de l'inflation	207
4.5.5h: relation entre le BRIBOR et l'écart d'inflation	207
4.5.5i: relation entre le BRIBOR et l'inflation ciblée	208
4.5.5j: relation entre taux d'intérêt de base et écart de production	208

## Liste des schémas

1.2.1: l'influence de la monnaie sur l'activité économique (selon Keynes)	21
1.2.2: le caractère neutre de la monnaie selon les monétaristes	2
	6
4.2.2a: indicateurs de l'inflation	7
	8
4.2.2b: effets positifs d'une stabilité des prix visée	81
4.2.3: tendances actuelles dans la politique monétaire de la banque centrale	87
4.3.1: les raisons de la chute du PIB après l'application de la réforme en Tchécoslovaquie	106

## Liste des tableaux

1.3.1: le modèle anglo-français versus le modèle allemand	31
4.1.3: récapitulatif des régimes des taux de change de la couronne slovaque	63
4.2.1a: l'indépendance politique de la banque centrale	70
4.2.1b: l'indépendance économique de la banque centrale	71
4.2.1c: indépendance de la BNS et de la BNT	71
4.2.4a: les outils monétaires de la BNS de 1993 à 1995	93
4.2.4b: les outils monétaires de la BNS de 1996 à 1998	94
4.2.4c: les outils monétaires de la BNS de 1999 à 2001	95
4.2.4d: les outils monétaires de la BNS de 2002 à 2005	96
4.3.1: changement cumulatif du PIB de 1989 à 1992	105
4.3.2: évolution de la balance de la demande domestique et de l'offre (mld. Sk, prix stables 1995)	111
4.3.3a: sensibilité du PIB réel envers la demande domestique nominale	114
4.3.3b: rapport entre création de l'épargne et de l'investissement en RS de 1993 à 1999	114
4.3.4: : rapport entre la création des épargnes et les investissements en RS de 1999 à 2005	121
4.3.7a: comparaison entre le taux d'inflation moyen annuel en RS et dans d'autres pays choisis, 1993 – 1998	148
4.3.7b: comparaison entre le taux d'inflation moyen annuel en RS et dans d'autres pays choisis, 1999 – 2001	148
4.3.7c: comparaison entre le taux d'inflation moyen annuel en RS et dans d'autres pays choisis, 2002 – 2005	148

4.3.7d: évolution du taux d'intérêt directeur en Tchécoslovaquie et en Slovaquie (1990-2006)	152
4.4.2a: régimes du taux de change de la BNS	162
4.4.2b: possibilités stratégiques de la BNS	162
4.5.1: quantification des taux d'intérêt aux Etats-Unis selon les valeurs de l'inflation et du PIB	178
4.5.4a: caractéristiques de certaines règles tournées vers le futur selon la littérature	194
4.5.5a: calcul de la relation entre le taux d'intérêt directeur BR et l'agrégat monétaire M2 (BR – variable dépendante), données mensuelles	202
4.5.5b: calcul de la relation entre le taux d'intérêt directeur BR et l'agrégat monétaire M2 (M2 – variable dépendante), données mensuelles	202
4.5.5c: calcul de la relation entre le taux d'intérêt directeur BR et l'agrégat monétaire M2 (BR – variable dépendante), données trimestrielles	202
4.5.5d: calcul de la relation entre le taux d'intérêt directeur BR et l'agrégat monétaire M2 (M2 – variable dépendante), données trimestrielles	203
4.5.5e: calcul de la règle monétaire optimale à l'aide du taux d'intérêt directeur (BR - base rate)	209
4.5.5f: calcul de la règle monétaire optimale à l'aide du taux d'intérêt BRIBOR	210

## Liste des sigles utilisés

ATS	shilling autrichien
BCE	Banque Centrale Européenne
BCN	Banques Centrales Nationales
BNS	Banque Nationale de Slovaquie (Národná banka Slovenska)
BNT	Banque Nationale Tchèque
BRIBOR	taux d'intérêt sur le marché interbancaire
CE	la Commission Européenne
CAEM	Conseil d'Assistance Economique Mutuelle (acronyme anglais Comecon), organisation d'entraide économique des pays du bloc communiste.
CSK	couronne tchécoslovaque (monnaie en ex-Tchécoslovaquie)
ČSOB	Banque Commerciale Tchécoslovaque
DEM	mark allemand
ERM II	«exchange rate mechanism» soit le mécanisme de change II
FED	Federal Bank aux Etats-Unis
FMI	Fonds Monétaire International
FRF	franc français
GBP	livre britannique
IME	Institut Monétaire Européen
IPC	indice des prix à la consommation
IPCH	indice des prix à la consommation harmonisé
MZMI	taux d'inflation annuel
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement économiques
RS	République Slovaque
RT	République Tchèque
RTS	République Tchécoslovaque
SKK	couronne slovaque (monnaie en Slovaquie)
TVA	taxe sur la valeur ajoutée
UME	Union Monétaire Européenne
USD	dollar américain
V4	les quatre pays dits de Visegrad, ou encore « V4 » (Hongrie, Pologne, République Tchèque, Slovaquie)

## Introduction

La politique monétaire en tant qu'alternative à la politique économique a évolué dans son application. Jusqu'à la moitié des années 70, elle avait, par rapport à la politique budgétaire, un rôle simplement secondaire. A partir de la deuxième moitié des années 70, la plupart des pays ont commencé à l'appliquer. Pourtant, la politique monétaire, ainsi que la politique fiscale, ont leurs limites ; en conséquence, aucune de ces politiques ne peut fonctionner exclusivement. La plupart des pays se servent des instruments monétaires, fiscaux et d'instruments des autres politiques économiques afin d'atteindre les objectifs choisis.

L'évolution de la politique monétaire en Slovaquie s'est effectuée avec un retard significatif en comparaison avec les économies de marché développées. Jusqu'en 1990, les conditions économiques pour sa mise en œuvre n'existaient pas. Dans les années 80, les quelques réformes qui avaient été mises au point voulaient traiter de problèmes macroéconomiques auparavant cachés. Cependant, la politique monétaire ne pouvait pas être complètement appliquée, parce que les changements les plus importants n'avaient pas encore été réalisés. Par exemple, les relations liées à la propriété privée n'étaient pas encore adaptées aux principes de l'économie de marché. Après 1990, la Banque Centrale Tchécoslovaque a entièrement commencé à mettre en action la politique monétaire. Après 1993, la Banque Nationale Slovaque (BNS) a démarré l'application de la politique monétaire dans le cadre de la République Slovaque indépendante. La BNS était exposée à une difficile épreuve. La cadence, le rythme et le succès du processus de transformation ainsi que les résultats des ambitions d'intégration dépendaient également des décisions et de l'application des outils monétaires.

Selon plusieurs études, la BNS s'est comparativement bien débrouillée en cette période critique. Dès le début, elle suivait l'allure d'une autorité monétaire indépendante et elle menait une politique transparente. La couronne slovaque en a d'abord terminé avec sa convertibilité extérieure et, vers la fin de l'année 1998, la BNS a transformé le régime du taux de change fixe en un régime de taux de change flexible, plus précisément en un régime de « flottement administré ». Durant des années, l'ensemble des instruments monétaires ont changé de manière plus ou moins flexible en fonction des tendances en cours. Le changement décisif a eu lieu le 1<sup>er</sup> janvier 2000, lorsque la BNS a changé ses méthodes de gestion. Auparavant, c'était une gestion quantitative à travers les agrégats monétaires ; depuis 2000, c'est une gestion qualitative par le biais du taux d'intérêt. Plus tard, selon la rénovation de la

loi No. 566/1992 Zb. sur la Banque Nationale Slovaque, l'objectif final a été modifié. La stabilité de prix est devenue la cible finale.

La BNS met au point sa politique monétaire sur la base d'une politique dite discrétionnaire. La banque centrale vise des cibles à moyen et à long terme, pourtant elle les ajuste successivement selon les changements d'actualité. L'avantage de cette approche réside dans sa grande flexibilité, alors que son principal inconvénient concerne le fait que la réaction de la banque centrale est inconnue et incertaine *ex ante*. Les agents économiques n'ont aucune garantie que la BNS réagira comme attendue dans sa politique monétaire pour la période actuelle. Par conséquent, les agents économiques effectuent leurs activités économiques dans un environnement assez incertain. Or, c'est un espace pour d'éventuelles spéculations.

La Banque Nationale Slovaque doit donc raisonner sur l'application d'autres stratégies. Même si elles connaissent certaines restrictions, elles possèdent toutefois des points forts. Une des possibilités réside, par exemple, dans l'application d'une règle monétaire qui puisse permettre aux agents économiques de prévoir la réaction de la banque centrale. La formulation d'une telle règle pour les besoins de l'économie slovaque (afin qu'elle atteigne ses cibles macroéconomiques) pourrait avoir un apport significatif, même si, au début, son caractère serait de seulement constituer un point de repère. Nous pouvons supposer qu'une telle stratégie de la banque centrale – profiter de la règle monétaire – pourrait fortifier l'efficacité de la politique monétaire et atteindre des cibles délimitées non seulement à court terme mais aussi à moyen et long terme.

# **1 Etat actuel de la problématique : nature et évolution de la politique monétaire**

La politique monétaire est une des politiques économiques<sup>1</sup> grâce à laquelle l'Etat contrôle le volume de monnaie en circulation, le taux d'intérêt et les conditions pour octroyer le crédit. A travers la politique monétaire, l'Etat influence l'offre de la monnaie afin d'atteindre les objectifs envisagés. Pour que ce contrôle soit possible, il est nécessaire de remplir les conditions de base de l'application de la politique monétaire. Dans la littérature économique, les conditions suivantes sont le plus souvent mentionnées:

- ✓ le mécanisme de fonctionnement du marché,
- ✓ l'existence du marché financier,
- ✓ l'existence du marché des capitaux,
- ✓ l'existence d'une autorité monétaire – en général, la banque centrale.

La banque centrale est une institution qui aide à l'Etat appliquer la politique économique, notamment sa fraction monétaire. Cela ne doit pas signifier la restriction de sa position indépendante. Le but est une meilleure coordination de la politique fiscale du gouvernement et de la politique monétaire de la banque centrale.

## **1.1 Définition de la politique monétaire**

Dans la littérature scientifique tchèque et slovaque il existe deux termes pour la politique monétaire: « monetárna et menová politika ».

Piovarčiová [1998, p.374] mentionne que « ...une forme de politique économique orientée sur le contrôle du volume de la monnaie en circulation et du taux d'intérêt ayant pour but d'influencer les grandeurs macroéconomiques décisives s'appelle politique monétaire (monetárna politika) ».

Lukáčik [2006, pp.166-167] considère la politique monétaire (« menová politika ») comme un outil important de la politique économique qui appartient aux stimulateurs pécuniaires clés de la croissance économique. « Au sens large, la politique monétaire est une activité consciente d'un agent qui vise à réguler le volume de monnaie en circulation par le biais des instruments monétaires afin d'atteindre une certaine cible ».

---

<sup>1</sup> La politique macroéconomique était surtout au départ prise en tant que politique de stabilisation. Son rôle était de stabiliser l'évolution économique.

Revenda [2001, p.79,80] définit également la politique monétaire (« menová politika ») au sens large comme l'activité consciente d'un certain agent qui vise à réguler le volume de la monnaie dans la circulation par le biais des instruments monétaires et ce afin d'atteindre certaines cibles. Pour lui, la cible principale est la stabilité monétaire qui existe en économie lorsque le volume réel de monnaie est égal au volume économiquement nécessaire, et lorsque l'offre de monnaie ( $M_S$ ) est égale à sa demande ( $M_D$ ).

Kliková et Kotlán [2003, p.149] prennent les deux expressions de la politique monétaire (« menová et monetárnu politiku ») pour des synonymes et ils la caractérisent comme un processus où le créateur de la politique monétaire (la banque centrale) vise à atteindre des objectifs ciblés d'avance. La cible clé de la politique monétaire est la baisse et la stabilisation de l'inflation et la stabilisation du taux de change.

Selon Schillera [2004, p.265], la politique monétaire (« monetárna politika ») permet de réguler à la fois la monnaie et le crédit afin d'influencer les résultats macroéconomiques.

Selon Rusmichová [1995, p.96] « la politique monétaire (« monetárna politika ») et la politique du crédit sont des activités de l'Etat orientées vers le contrôle du volume de monnaie en économie, la régulation des taux d'intérêt et les conditions du crédit ».

Jílek [2004, p.375] caractérise la politique monétaire (« monetárna politika ») comme régulation de l'objectif opérationnel par la banque centrale par le biais des instruments de la politique monétaire afin d'atteindre l'objectif intermédiaire et enfin même la cible finale.

Selon ces définitions, il s'ensuit que les deux expressions « monetárna » et « menová politika » sont appliquées pour décrire des phénomènes économiques similaires. La plupart des économistes slovaques ne font pas la différence entre les deux termes, ils les appliquent en tant que synonymes. Même dans la littérature étrangère, une seule expression existe : la politique monétaire (« monetary policy »).

Pour des besoins de cette thèse, la politique monétaire peut être définie comme une activité consciente de l'autorité monétaire (de la banque centrale) qui s'efforce, par le biais d'instruments, d'atteindre les objectifs ciblés. Elle applique les instruments monétaires : taux de change, instruments d'escompte, instruments financiers, instruments administrativement restreints, etc.).

Depuis 2001, la stabilité des prix constitue la cible principale dans la RS [BNS 1993-2002, 2003, p. 13].



La politique monétaire a évolué dans les pays développés avec une avance évidente par rapport à la Slovaquie. Elle s'est formée comme une des alternatives de la politique économique afin d'atteindre certaines cibles macroéconomiques comme, par exemple, la stabilité des prix, une croissance économique suffisante, un taux de chômage proche du taux du chômage naturel, une balance des paiements équilibrée, un taux de change stable, etc. Certaines de ces cibles font partie du carré dit magique. La politique monétaire en Slovaquie a une histoire comparativement courte. Son existence avant la révolution en 1989 n'était pas possible, car il n'existait ni conditions économiquement convenables, ni canaux de transmission en action, et encore moins d'instruments monétaires. Enfin, même le ciblage des objectifs monétaires aurait été inutile, car les problèmes macroéconomiques habituels qui sont omniprésents dans les pays développés ainsi que dans les pays en voie de développement n'apparaissaient officiellement pas dans les pays des économies planifiées.

## **1.2 Naissance et évolution de la politique monétaire**

La politique monétaire n'a pas été considérée dans le monde et à travers les âges comme une politique suffisamment efficace pour atteindre des objectifs ciblés. Dans les années 50, 60 et au début des années 70, c'était la politique fiscale qui était de loin préférée à la politique monétaire. La politique fiscale, selon les approches actuelles, était dans cette période une forme plus efficace de politique économique [Sojka, 1991, p.122]. La politique monétaire n'avait qu'un rôle secondaire, auxiliaire. Pourtant, depuis des années, un changement important s'est produit. Les chocs pétroliers, la crise économique qui a suivi ces chocs et qui s'est manifestée par des phénomènes auparavant inconnus – la stagflation<sup>1</sup> et la slumpflation<sup>2</sup> – ont contesté le fonctionnement universel de la politique fiscale. Des conceptions plus libérales ont connu une certaine supériorité dans la littérature spécialisée. Elles ont remplacé les conceptions basées sur les idées de J. M. Keynes et sur sa théorie d'une demande agrégée effective insuffisante.

La politique monétaire acquiert une position dominante dans la politique économique. Pourtant, elle connaît ses propres limites.

---

<sup>1</sup> La stagflation signifie l'état de l'économie où se manifestent à la fois une forte inflation et une stagnation (ou un ralentissement) de la croissance économique, le tout accompagné d'une montée du chômage.

<sup>2</sup> La slumpflation signifie l'état de l'économie où se manifestent à la fois une forte inflation et une récession de la croissance économique.

Ni la politique monétaire, ni aucune autre politique ne peut avoir une position exclusive. Désormais, on préférera une politique de stabilisation qui englobe la coopération et la coexistence des deux politiques, éventuellement de plusieurs politiques économiques (« policy mix »).

### **1.2.1 Prédominance de la politique fiscale dans les années 50, 60 et au début des années 70**

Dans les années 50, 60 et au début des années 70, dans la plupart des pays industrialisés et développés – sauf quelques exceptions, c’était l’approche keynésienne, et plus tard néo-keynésienne, qui a dominé pour résoudre les problèmes macroéconomiques [Sojka, 1991, p.122]. La politique fiscale était considérée comme plus efficace en comparaison avec les autres alternatives de la politique économique. La politique fiscale a paru être plus convenable surtout sur la base des événements de la Grande crise économique des années 30.

Comme cela a déjà été mentionné, la politique monétaire avait uniquement un rôle d’appui. Or, selon Keynes, la politique monétaire ne peut influencer la sphère macroéconomique qu’à travers les taux d’intérêt. Le changement d’offre de monnaie n’a pas d’effet sur les agrégats réels. Ce changement n’a d’influence que sur le marché de la monnaie, où elle affecte le marché financier. Par conséquent, la politique monétaire ne peut uniquement que toucher la sphère monétaire et financière, et ne peut donc pas affecter la sphère réelle.

Keynes a créé sa théorie avant tout sous l’influence de la Grande crise économique. Selon Keynes la cause fondamentale de la défaillance des forces autorégulatrices du mécanisme de marché était une faible demande effective ainsi qu’une utilisation des facteurs de production insuffisante. Il a traité cette problématique dans sa théorie de la demande agrégée effective. A la différence des économistes classiques, pour les keynésiens, la variable clé n’est plus l’offre mais la demande. La source principale de l’instabilité de l’économie de marché est le pouvoir de la monnaie, pouvoir qui est instable. C’est la raison pour laquelle, Keynes mettait l’accent sur l’égalité entre l’épargne  $S$  et l’investissement  $I$  [Sojka, 1991, p.126]:

$$S = I \quad (1)$$

Keynes, à la différence des économistes classiques, ne supposait pas que l’égalité entre l’épargne et l’investissement pouvait se produire automatiquement. Si  $S < I$ , le niveau de prix

tend à monter; en revanche, si  $S > I$ , le niveau de prix tend à baisser. Dans une économie de marché, l'équilibre entre l'épargne et l'investissement n'est pas assuré automatiquement. Keynes part des équations [1936, traduction 1963, p. 90]:

$$Q = C + I \quad (2)$$

c'est-à-dire:

production = consommation + investissement

et

$$Y = C + S \quad (3)$$

c'est-à-dire:

revenu = consommation + épargne

Si l'épargne est supérieure à l'investissement, l'économie ne peut pas atteindre le plein emploi. Selon les keynésiens, l'**épargne** totale ne dépend pas du taux d'intérêt à moins que ses changements ne soient pas trop importants. Cependant, elle dépend du revenu national réel et de la propension marginale à consommer. En outre, plus le revenu est élevé, plus la propension marginale à consommer est faible, et plus la propension marginale à épargner est élevée. Le taux d'intérêt n'a presque aucune influence sur le volume de l'épargne mais plutôt sur son utilisation, son placement dans des titres qui apportent un taux d'intérêt différent [Sojka, 1991, p.157].

**Le niveau d'investissement** ne dépend du taux d'intérêt que d'une manière indirecte. L'investisseur compare l'efficacité marginale du capital et le taux d'intérêt. Si l'efficacité marginale du capital est supérieure au taux d'intérêt, l'investisseur va augmenter son investissement. Keynes explique la **demande de la liquidité monétaire** par le biais de la préférence de la liquidité. Les agents économiques préfèrent la liquidité en raison du motif de transaction, du motif de précaution et du motif de spéculation. Néanmoins, les deux premiers motifs dépendent surtout du revenu et seul le motif de spéculation pour la demande de monnaie dépend du taux d'intérêt [Sojka, 1991, p.162].

**L'offre de monnaie** dépend de la banque centrale qui peut l'influencer par la régulation de la base monétaire ; pourtant elle ne peut pas la déterminer exclusivement et absolument. L'offre de monnaie est également le résultat de la création du crédit par les banques de second rang [Gonda, 2005, pp.61-62].

Puisque, selon Keynes, les motifs pour la création de l'épargne et de l'investissement sont différents et ne dépendent pas l'un de l'autre, l'économie ne doit pas aboutir facilement à

l'équilibre uniquement à travers l'autorégulation. Par conséquent, les interventions de l'Etat sont, selon lui, nécessaires.

***Selon Keynes, les interventions de l'Etat peuvent avoir deux formes fondamentales [Sojka, 1991, p.127]:***

- a) l'Etat peut appliquer une politique monétaire centrée sur la régulation du taux d'intérêt, et ce afin d'équilibrer épargne et investissement,
- b) il faut utiliser les dépenses du gouvernement – la politique fiscale si les anticipations des entrepreneurs sont si pessimistes que l'influence sur le taux d'intérêt ne suffit pas à stimuler les investissements. Par conséquent, Keynes a préféré cette forme d'intervention de l'Etat.

Malgré cette faible influence du taux d'intérêt sur la demande et l'offre de monnaie, ce dernier reste le facteur le plus important de la politique monétaire affectant l'économie. Keynes mettait l'accent avant tout sur les canaux de transmission du crédit et sur le taux d'intérêt à travers lequel la politique monétaire peut être mise en œuvre. Keynes ne prêtait pas beaucoup d'attention aux autres objectifs intermédiaires, comme par exemple aux agrégats monétaires ou au taux de change, ni aux canaux de transmission. Cependant, dans les conditions de l'époque de l'étalon-or, les autres canaux de transmission n'avaient pas d'importance et n'étaient pas d'actualité.

La croissance ou l'abaissement du volume de la monnaie en circulation cause la diminution, éventuellement l'augmentation du taux d'intérêt. Cela affecte significativement l'investissement, puisque les entreprises prennent leurs décisions d'investissements selon la différence entre le taux d'intérêt et la recette marginale du capital. Bien entendu, un taux d'intérêt faible incite les investissements.

Keynes a refusé l'explication néoclassique du taux d'intérêt comme prix alternatif à la consommation présente. Selon lui, le taux d'intérêt est un phénomène purement pécuniaire. C'est une récompense (une prime) pour l'agent économique qui se prive des avantages de la liquidité et qui en subit un risque. Il comprend le taux d'intérêt comme une fonction de la préférence de la liquidité et du volume de la monnaie en circulation.

L'autorité monétaire, donc, dans la plupart des cas, la banque centrale, peut seulement influencer le niveau des taux d'intérêt ; néanmoins, elle ne peut pas affecter leur influence sur les agrégats macroéconomiques. La mesure de la banque centrale peut – mais également ne doit pas aboutir – à enfin atteindre les cibles. Parce que les résultats de la politique monétaire sont incertains, Keynes a préféré l'application d'une politique fiscale. Les mesures de la

politique fiscale peuvent directement influencer la demande agrégée et, en conséquence, le résultat macroéconomique apparaît en général plus rapidement.

Keynes et ses partisans ont souligné les défaillances éventuelles de la politique monétaire. Robertson, un collègue de Keynes, a appelé le phénomène lié à ces défaillances, « trappe à liquidité ». La réduction des taux d'intérêt à travers l'accroissement du volume de monnaie en circulation a ses limites. Si le taux d'intérêt est trop faible et la demande de monnaie est parfaitement élastique, les agents économiques anticipent une croissance future du taux d'intérêt. C'est la raison pour laquelle ils commencent à augmenter leur demande spéculative de monnaie. La banque centrale ne peut pas réduire le taux d'intérêt, même si elle réalise un autre afflux de la monnaie en circulation ; par conséquent, elle n'arrivera pas à stimuler les investissements [Sojka, p.144]. Pendant une certaine période, le phénomène de « trappe à liquidité » était uniquement considéré au niveau théorique [Gowland, 1990, p.15]. Pourtant, plusieurs études empiriques actuelles confirment son existence réelle, comme par exemple dans le cas du Japon dans les années 90 [Jilek, 2004, p.446].

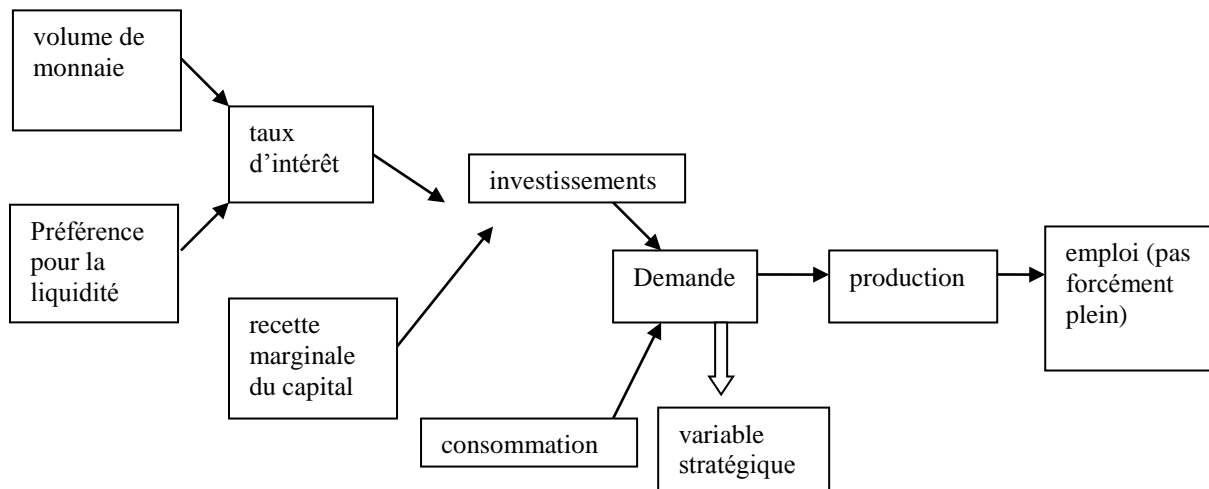
Keynes a également argumenté du fait que la réduction du taux d'intérêt ne doit pas toujours aboutir à l'augmentation des investissements. C'est également la raison pour laquelle la politique monétaire expansionniste n'a en général pas, selon les keynésiens, le résultat souhaité.

De plus, les keynésiens ont réfuté l'efficacité de la politique monétaire expansionniste pour lutter contre le chômage.

### ***L'opinion de Keynes sur la monnaie***

Keynes, à la différence des économistes classiques, ne confère pas à la monnaie une influence neutre sur l'activité économique, mais une influence décisive. En même temps, il ne prend pas la monnaie pour un actif ordinaire, courant. Il souligne le caractère de la monnaie à travers la fonction de réserve. L'objectif des agents économique est l'accumulation de la richesse [Sojka, 1991, p.130]. L'influence décisive de la monnaie paraît évidente à la vue du schéma suivant [Patat, 2002, p. 382]:

### Schéma 1.2.1: l'influence de la monnaie sur l'activité économique selon Keynes



Les raisons de préférer la politique fiscale à la politique monétaire dans les années 50, 60 et au début des années 70 sont les suivantes:

- une action plus rapide,
- une action directe sur les cibles finales,
- un contrôle plus facile et une anticipation plus précise de l'application des instruments,
- l'efficacité de la politique fiscale est comparativement sûre d'avance,
- une plus grande efficacité dans la lutte contre le chômage,
- une faible sensibilité des agrégats macroéconomiques aux changements du taux d'intérêt,
- une influence sur la sphère réelle ainsi que financière.

Pourtant, suite aux changements macroéconomiques, l'opinion sur la position de la politique économique a évolué.

### 1.2.2 La prédominance de la politique monétaire de la fin des années 70 aux années 90

Comme cela a déjà été mentionné, jusqu'à la période des chocs pétroliers dans les années 70, le rôle de la politique monétaire n'était que secondaire, auxiliaire dans le cadre de la politique économique. La politique fiscale avait une position décisive ; pourtant ses faiblesses et ses limites sont apparues juste dans cette période. La « stagflation », c'est-à-dire une inflation élevée sans aucune croissance économique, s'est manifestée dans la plus part des

pays développés. La politique fiscale s'est trouvée impuissante face à une telle combinaison inhabituelle. Contre quel phénomène faudrait-il plutôt lutter? Contre cette inflation élevée ou contre cette croissance insuffisante? La politique fiscale à travers ses dépenses et son budget déficitaire a seulement soutenu la croissance de l'inflation, mais pas la croissance économique.

Plusieurs économistes ont commencé à échanger des théories économiques conservatrices, notamment l'idée que la politique monétaire constituait une alternative plus convenable de la politique économique. Ils proposaient de résoudre dans un premier temps l'inflation élevée [Sojka, 1991, p.183].

Dans le même temps, certains économistes, par exemple Friedman [1968], commencèrent à contester la validité de la courbe de Phillips sous sa forme originale [Phillips, 1958], qui démontre implicitement la concurrence et le caractère contraire des deux cibles. Soit la politique économique s'attaque à l'inflation, soit elle s'attaque à la croissance économique (éventuellement au taux du chômage). Selon la théorie de Phillips, en général, il n'était pas possible d'obtenir des résultats positifs dans les deux domaines. Grâce aux analyses et observations nouvelles, cette théorie a été progressivement réfutée.

La théorie monétariste est significativement inspirée par l'économie classique et par la théorie quantitative de la monnaie. La théorie quantitative de la monnaie prend sa source dans les opinions de l'économiste français J. B. Say, qui a formulé « la loi de l'offre », affirmant que les entreprises produisent les flux des biens et des services. Par conséquent, elles créent les salaires, le profit, les recettes de taux d'intérêt, les revenus, dont la valeur correspondent aux flux des biens et des services. La réalisation de ces revenus représente une demande suffisante pour assurer le placement de la production [Patat, 2002, p. 378]. Donc, plus simplement, l'offre crée automatiquement sa demande.

Dans ces conditions d'équilibre automatique, la monnaie est considérée comme neutre. Elle n'influence pas les revenus et la production, ni, non plus, les autres agrégats réels. Les théories néoclassiques et néoconservatrices, comme par exemple le monétarisme, n'associaient pas à la monnaie une fonction de réserve. De plus, en période d'évolution de ces théories, la monnaie perdait sa valeur stable et sa dépréciation était courante.

Les théories des monétaristes ainsi que la théorie quantitative de la monnaie élaborée encore plus tôt sont basées sur ces hypothèses. La théorie quantitative de la monnaie était formulée par Fisher en 1911 dans une équation d'échange.

### *L'équation d'échange selon Fisher*

Fisher est inspiré par une version dite rigide (inflexible) de la théorie quantitative de la monnaie et il a proposé l'équation quantitative suivante:

$$M_D \cdot V_T = P \cdot T \quad (4)$$

où  $M_D$  est la quantité optimale de la monnaie en circulation (la demande de la monnaie),  $V_T$  la vitesse de circulation (de transaction) de la monnaie, c'est-à-dire, le nombre de transactions qui sont servies par une unité de la monnaie,  $P$  le niveau de prix,  $T$  le volume des transactions réelles ou la quantité des biens et des services réalisée dans l'économie pendant une période donnée, par exemple une année. La demande de monnaie basée sur l'équation de Fisher est exclusivement la demande de transaction. Elle fait abstraction de l'influence:

- du taux d'intérêt, éventuellement de la recette des actifs alternatifs,
- des autres facteurs de richesse,
- de l'inflation anticipée.

Les changements de la vitesse de transaction de la monnaie ( $V_T$ ) se manifestent assez lentement, car ils sont uniquement causés par des modifications technologiques, ou, éventuellement, par des modalités institutionnelles. C'est la raison pour laquelle, à court terme,  $V_T$  est considérée comme une constante.

Soit la demande de la monnaie ( $M_D$ ) égale à l'offre de la monnaie ( $M_S$ ), par la suite:

$$M_S \cdot V_T = P \cdot T \quad (5)$$

Les conclusions suivantes peuvent être dégagées de cette équation:

- 1) l'offre de la monnaie est une variable exogène,
- 2) l'augmentation de l'offre de la monnaie n'influence pas la vitesse de la monnaie en circulation, laquelle peut être affectée uniquement par des changements technologiques, éventuellement les modalités institutionnelles,
- 3) l'accroissement de l'offre de la monnaie n'affecte pas le niveau des transactions réelles, car il est donné par les conditions dans le secteur réel,
- 4) l'augmentation de l'offre de la monnaie peut influencer uniquement le niveau de prix et même proportionnellement.



### *Version dite de Cambridge de l'équation d'échange*

Cette équation prend sa source dans la théorie de demande de la monnaie élaborée par Marshall, bien qu'elle fut formulée par ses collègues de l'école cambridgienne. Sa forme est la suivante:

$$M_D = k.P.Y \quad (6)$$

où  $M_D$  est la demande de monnaie,  $P$  le niveau des prix de la production finale,  $Y$  le revenu réel,  $P.Y$  le revenu nominal,  $k$  la constante « cambridgienne ». La constante  $k$  est, selon Marshall, déterminée technologiquement. D'après ses collègues et grâce à l'évolution suivante,  $k$  est influencée par le taux d'intérêt et par la richesse. La constante dépend négativement du taux d'intérêt, c'est-à-dire que si le taux d'intérêt augmente, la demande de la monnaie baisse. La constante dépend positivement de la richesse. Si la richesse monte, la base monétaire augmente également. L'inconvénient de cette équation est qu'elle est statique et qu'elle ne comprend pas des variables telles que le revenu anticipé ou le taux d'inflation anticipé. Même cette version d'échange suppose que l'offre de la monnaie soit une variable exogène.

L'équation d'échange a été reformulée et adaptée par plusieurs économistes, mais, cependant, son principe n'a pas changé. Une des versions les plus souvent utilisées est peut être la relation ci-dessous [Patat, 2002, p. 378] appliquée même par Friedman:

$$M . V = P . Q \quad (7)$$

où  $M$  représente la quantité de la monnaie en circulation,  $V$  la vitesse de la monnaie en circulation (c'est-à-dire, la vitesse de transaction d'une unité monétaire),  $P$  le niveau de prix et  $Q$  le volume de la production totale. La vitesse de la monnaie en circulation est considérée comme constante, la production d'équilibre est assurée automatiquement. En conséquence, le changement de la quantité de la monnaie en circulation peut affecter uniquement le niveau de prix. Par conséquent, l'objectif intermédiaire du contrôle de la quantité de la monnaie en circulation à travers des agrégats monétaires est devenu très important et l'utilisation des taux d'intérêt fut abandonnée.

### ***La théorie de la demande de la monnaie selon Friedman***

La théorie de la demande de la monnaie selon Friedman constitue, d'une part, une version moderne de la théorie néoclassique de la demande de la monnaie et, d'autre part, une réaction critique à la théorie de Keynes sur la demande de monnaie. Friedman prend la monnaie pour une forme de la richesse, pour un type d'actifs. Les agents économiques possèdent leur richesse sous forme de monnaie, d'actifs, d'obligations, de capital « non-humain » et de capital humain. Un agent économique rationnel divise sa richesse en actifs particuliers selon sa restriction budgétaire, et ce afin de maximaliser son utilité.

#### ***La demande de la monnaie dépend:***

a) de la richesse, éventuellement du revenu permanent, puisque la richesse comprend tous les revenus à venir de l'agent économique choisi. Les valeurs futures sont escomptées à un moment actuel et le facteur d'escompte est le taux d'intérêt. La valeur de la richesse est calculée comme une somme des revenus escomptés futurs ; elle est appelée « valeur présente » et elle peut être calculée de la manière suivante:

$$W_{SH} = Y_1/(1+IR) + Y_2/(1+IR)^2 + \dots + Y_n/(1+IR)^n \quad (8)$$

où les  $Y_n$  représentent les revenus futurs des actifs particuliers,  $n$  le nombre des périodes,  $IR$  le taux d'intérêt sur le marché.

b) des recettes anticipées des actifs alternatifs, qui prennent la forme d'intérêts provenant des dépôts, des obligations, des actions. La recette des actifs alternatifs influence la demande de la monnaie d'une manière négative. Plus la recette est élevée, plus la demande de monnaie est faible.

c) du taux d'inflation anticipé. Si les agents économiques attendent une croissance de l'inflation, leur détention de monnaie et d'obligations baisse par crainte de leur dépréciation. Néanmoins, les actifs réels s'accroissent avec l'accroissement du niveau général des prix, et, par la suite, leur demande augmentera.

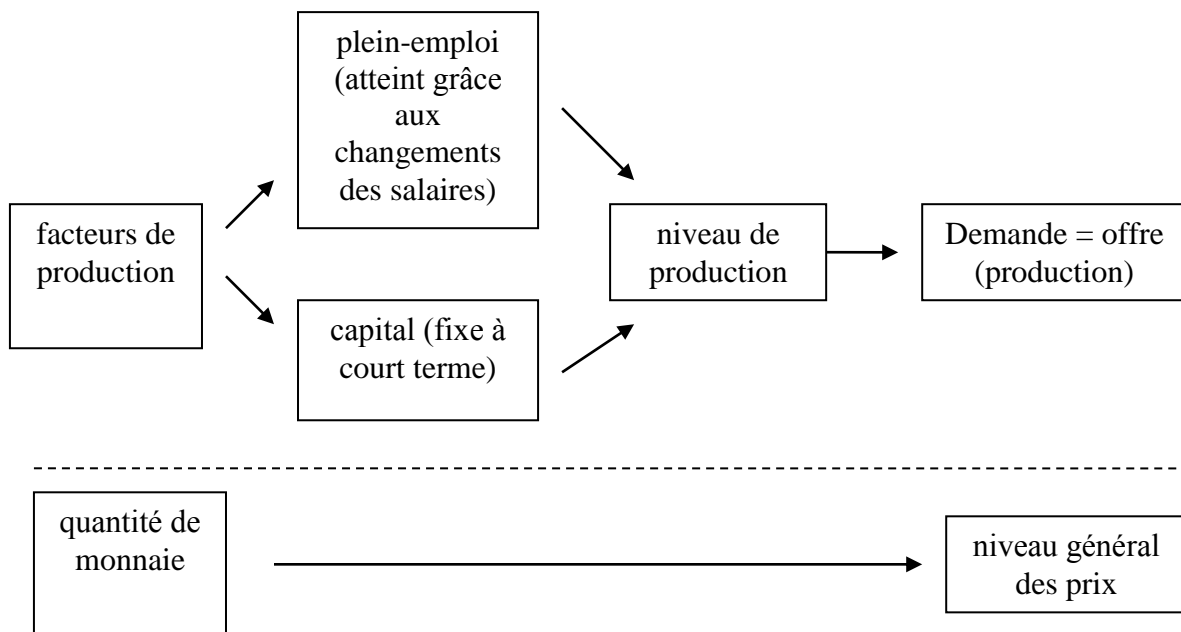
d) du niveau de prix, d'une manière positive. Le niveau de prix actuel qui augmente accroît aussi la demande de la monnaie.

### *L'offre de monnaie*

L'offre de monnaie est exogène selon les monétaristes, c'est-à-dire, qu'elle est indépendante du fonctionnement du système économique. Le rôle principal est joué par la politique d'émission de la banque centrale et du système bancaire entier [Gonda, 2005, p.57]. L'offre de monnaie est chez Friedman un facteur fondamental, qui peut inciter les défaillances dans l'évolution de l'économie. En même temps, il peut devenir un facteur important de stabilisation. Pourtant, cela nécessite une politique économique appropriée [Sojka, p.244].

Le caractère neutre de la monnaie qui était préféré par les monétaristes est démontré sur le schéma classique présenté ci-dessous [Patat, 2002, p. 378]:

**Schéma 1.2.2: le caractère neutre de la monnaie selon les monétaristes**



Les monétaristes supposent qu'il existe une relation directe entre quantité de monnaie en circulation et niveau général des prix. L'inflation est alors un phénomène purement monétaire. Par conséquent, les autorités monétaires dans plusieurs pays se sont concentrées sur le contrôle du volume de la monnaie à travers les agrégats monétaires afin de lutter contre les chocs pétroliers et de stabiliser le revenu nominal et les prix. Au sommet de Tokyo en 1979 [Meddeb, 2000, p.170], de nombreux pays développés s'étaient même officiellement

engagés à obtenir, dans un premier lieu, le contrôle de l'inflation et des agrégats monétaires. Par la suite, la politique monétaire a gagné plus de préférences par rapport à la politique fiscale. Vers la fin des années 70, les opinions monétaires prédominaient déjà et la politique monétaire était considérée comme une politique économique alternative plus efficace.

L'approche de Keynes explique le canal de transmission de la politique monétaire à travers **un modèle dit structurel**, qui est démontré sur le schéma suivant [Mishkin, 2003, p.635]:

$$M \Rightarrow \boxed{i \Rightarrow I} \Rightarrow AD \Rightarrow Y$$

Cela signifie que l'offre de monnaie  $M$  influence le taux d'intérêt  $i$ , et ce dernier affecte la quantité des investissements  $I$ , ceux-ci déterminent le volume de l'output agrégé  $Y$ . Les économistes keynésiens observent donc la relation entre l'offre de monnaie et l'output agrégé. Ils s'efforcent de l'expliquer par le biais des canaux de transmission monétaires.

En revanche, les monétaristes n'expliquent pas les facteurs particuliers à travers lesquels l'offre de la monnaie affecte l'output agrégé. Ils veulent seulement quantifier cette relation. Ils utilisent donc **le modèle dit réduit** [Mishkin, 2003, p.636]:

$$M \Rightarrow \boxed{?} \Rightarrow Y$$

Friedman ne suppose qu'un seul motif de demande de monnaie : la demande de transaction. Il en exclut le motif spéculatif et celui de précaution. En conséquence, il part de l'hypothèse que la demande de monnaie est constante à long terme et qu'elle dépend du revenu permanent, du taux d'intérêt, du niveau total de prix et de l'inflation anticipée. Selon les monétaristes, c'est seulement l'offre de monnaie qui change et qui influence le niveau des prix. C'est la raison pour laquelle le rôle de l'autorité monétaire doit être la régulation de cette offre en utilisant les agrégats monétaires.

C'est presque la seule régulation acceptable dans la conception friedmanienne. L'intervention d'Etat qui est si répandue dans l'approche keynésienne devient indésirable. Les

capacités d'autorégulation du mécanisme de marché deviennent plus significatives, même si leurs limites sont déjà plus prises en considération qu'avant la grande crise économique des années 70. Certaines interventions de l'Etat sont jugées indispensables, par exemple au niveau d'une autorité monétaire indépendante.

### **1.2.3 La position actuelle de la politique monétaire**

D'après l'économiste Patat [2002, p. 376], actuellement, les idées des keynésiens et des monétaristes varient surtout au niveau de la combinaison optimale entre outils de politique fiscale et ceux de politique monétaire. Pour les keynésiens, c'est la politique fiscale qui est décisive sur les activités économiques. Pour les monétaristes, c'est la politique monétaire qui a une influence plus pertinente. Les keynésiens préconisent de gérer directement le niveau des taux d'intérêt, parce que, selon eux, l'offre de monnaie n'arrivera pas à changer les taux d'intérêt du volume nécessaire. Par contre, les monétaristes ont supposé que, grâce à l'effet sur le volume de la monnaie en circulation, il est possible de modifier le taux d'intérêt.

Patat [2002, p. 384] affirme que le taux d'intérêt influence la quantité de la monnaie en circulation, mais pas aussi significativement que les économistes classiques l'avaient supposé. Le taux d'intérêt incite plutôt le placement d'épargne dans des actifs financiers variés. C'est une sorte de compromis entre les économistes classiques et Keynes.

Pourtant, le taux d'intérêt n'est pas un facteur exclusif affectant les investissements. Dans les années 70, les investissements et la croissance économique n'étaient pas encouragés tandis que le taux d'intérêt était réduit. Il s'agissait d'une « trappe à la liquidité » qui avait déjà été mentionnée par Keynes et qui était due à plusieurs phénomènes, comme, par exemple:

- les chocs pétroliers, qui ont découragé les agents économiques à investir,
- les taux d'intérêt, qui, dans les années 70, étaient, en général, très faibles et dont la diminution était trop négligeable pour inciter les investisseurs potentiels, etc.

Par contre, même des taux d'intérêt élevés ne doivent pas toujours signaler une réduction des investissements. Les activités d'investissement dépendent également d'autres facteurs, par exemple d'un environnement économique stable et favorable, de l'évolution future anticipée, etc.

Les marchés à l'échelle mondiale, l'internalisation et la mondialisation croissante restreignent l'application de la politique monétaire ainsi que de la politique fiscale. Pour réussir leur application, la confiance des investisseurs constitue un élément important. Cette

confiance dépend étroitement de la crédibilité des autorités monétaires – c'est-à-dire de la banque centrale [Patat, 2002, p. 396].

Cependant, dans les années 80, d'importants changements se sont produits dans les systèmes financiers. Il s'agissait surtout de l'évolution des marchés financiers, des nouvelles procédures financières, des outils, des titres de placement, l'application du floating en tant que régime de taux de change. Ces innovations financières ont augmenté l'instabilité et ont rendu la régulation des agrégats monétaires difficile. Progressivement, cela a abouti à la redéfinition des agrégats monétaires et, même plus tard, à l'abandon de cet instrument de politique monétaire [Patat, 2002, p. 356].

Pendant l'histoire, il s'est progressivement manifesté que ni la politique monétaire, ni la politique fiscale, ni aucune autre politique économique éventuelle ne peuvent prétendre à avoir une position exclusive en économie. Chacune de ces politiques a ses avantages ainsi que ses faiblesses, et c'est la raison pour laquelle elles doivent s'accompagner mutuellement. Une telle symbiose des deux d'entre elles, éventuellement de plusieurs politiques, est un but général de tous les pays développés. La République Slovaque utilise la politique monétaire comme une politique fiscale afin d'atteindre des cibles macroéconomiques visées. Les deux politiques possèdent certaines caractéristiques spécifiques ; par exemple, les outils de la politique fiscale atteignent des résultats assez rapidement mais de manière globale, et seulement à court terme, tandis que les effets de l'application des outils monétaires se manifestent plus tardivement, avec un certain retard, mais à long terme. La coexistence des deux politiques économiques représente les tendances actuelles des politiques de stabilisation, plus aujourd'hui prises comme des politiques de stabilisation originellement caractérisées par Keynes. Puisque l'application de la politique monétaire est indirecte et que les interventions de l'Etat sont plutôt considérées comme indésirables, les résultats apparaissent avec un retard et à long terme. Par conséquent, les partisans des interventions minimales de la part de l'Etat préfèrent la vision de la politique monétaire à long terme.

En revanche, l'application d'une politique fiscale directe et les interventions de l'Etat sont considérées comme courantes, voire même indispensables. Les résultats de la politique fiscale peuvent être observés presque tout de suite<sup>1</sup>. En effet, cela correspond également aux préférences du gouvernement, lequel exerce ses interventions par rapport à l'existence de cycles électoraux.

---

<sup>1</sup> Pourtant, cela n'est pas vérifié dans le cas des changements des impôts. Ceux derniers se manifestent, en général, après un certain recul de temps.

En conséquence de quoi, les partisans des interventions de l'Etat préfèrent la vision de la politique économique à court terme, donc des résultats instantanés.

Cette relation entre les interventions de l'Etat et la longueur de la période temporelle d'application de la politique monétaire avait déjà été observée par M. Friedman [1976] et [1992, traduction 1997, pp. 53, 54]. Selon lui, le rapport à court terme entre la croissance de la monnaie et la croissance du revenu nominal demeure faible. Les changements de croissance monétaire requièrent du temps pour influencer le revenu. Friedman a observé que dans la plupart des pays développés une modification du taux de croissance monétaire cause une modification du taux de revenu nominal avec un retard de six à huit mois. Le changement de taux de revenu se manifesterait au départ dans le produit. L'impact sur les prix vient 12 à 18 mois plus tard. Par conséquent, le retard global entre le changement de la croissance monétaire et le changement du taux de l'inflation est en moyenne à peu près de deux ans.

C'est précisément parce qu'il existe une telle dichotomie (discordance) temporelle [Artus, Wyplosz, 2002, p. 65] entre politique fiscale et politique monétaire qu'il est nécessaire d'utiliser les deux politiques. Si l'une des politiques est impuissante, l'autre pourrait fonctionner, et vice versa.

Le principe monétariste a plutôt réussi dans la pratique économique de plusieurs pays du monde. Pourtant, il n'a pas complètement dominé dans aucun pays du monde. Les postulats monétaristes sont devenus la base pour les recommandations des institutions financières pour la formation de la politique économique des pays qui lui ont demandé leur aide. C'était même le cas des pays de l'Europe centrale et orientale [Gonda, 2004, p. 47].

### **1.3 Application pratique de la politique monétaire par les banques centrales**

L'application pratique de la politique monétaire par les banques centrale a évolué et évolue toujours. Les changements se manifestent au niveau des outils, des cibles intermédiaires et finales, et également au niveau de la position des banques centrales. Certains auteurs, comme De Grauwe [1994] par exemple, mentionnent deux types fondamentaux de système de banques centrales en Europe: le modèle anglo-français et le modèle allemand.

Ces modèles ont influencé les activités mêmes des autres banques centrales dans le monde. Les opinions sur la position indépendante des banques centrales ont significativement évolué. Les résultats ont été progressivement mis en pratique.

### 1.3.1 Le modèle anglo-français versus le modèle allemand

Ces modèles diffèrent selon les cibles suivies et selon les rapports entretenus entre la banque centrale et le gouvernement.

**Tableau 1.3.1: le modèle anglo-français versus le modèle allemand**

<b>Modèle</b>	<b>Cibles monétaires</b>	<b>Rapports entre la banque centrale et le gouvernement</b>
<b>anglo français</b> –	<ul style="list-style-type: none"><li>• La banque centrale suit plusieurs cibles. La stabilité des prix n'est qu'une des cibles délimitées et elle n'a pas une position spécifique par rapport aux autres cibles.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Les décisions de la politique monétaire sont conditionnées par l'adoption du gouvernement.</li><li>• En général, il s'agit d'une dépendance considérable.</li></ul>
<b>allemand</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• La stabilité des prix est une cible principale et privilégiée de la banque centrale.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Les décisions de la politique monétaire sont acceptées sans influence du gouvernement.</li><li>• Il s'agit d'une indépendance politique.</li></ul>

Source: De Grauwe, 1994

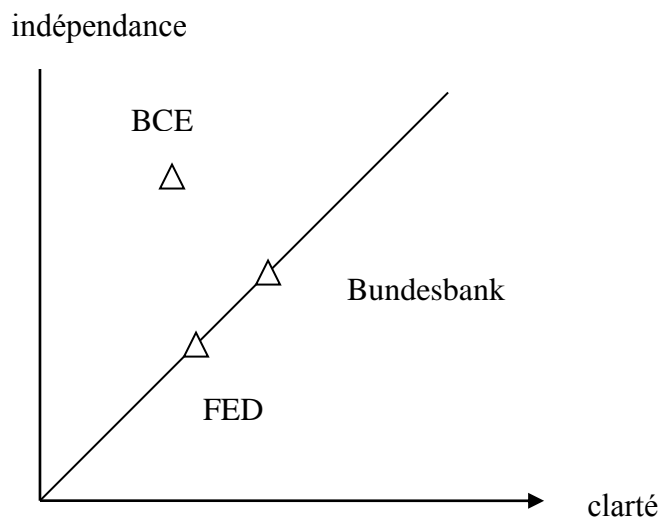
La Banque centrale européenne s'est surtout inspirée de la Bundesbank. Donc, elle s'oriente plus vers le modèle allemand. La Banque Nationale de Slovaquie (BNS) s'approche également du type allemand. De point de vue de l'indépendance politique c'est évident depuis la création de la BNS. Au niveau des cibles monétaires, la BNS converge vers le modèle allemand depuis janvier 2000. Cela sera plus précisément expliqué dans les chapitres suivants.

Néanmoins, l'indépendance de la banque centrale devrait être, selon plusieurs économistes – selon De Grauwe par exemple – liée avec un degré élevé de la clarté et de la transparence de sa politique. Lorsque le gouvernement délègue une partie de ses pouvoirs à une autre institution, le gouvernement devrait garder la possibilité de la contrôler. C'est évident, étant donné que le gouvernement est responsable devant ses électeurs. Cela peut être assuré par une transparence et une clarté suffisante au niveau des mesures de la banque centrale.

L'indépendance d'une autorité monétaire devrait croître proportionnellement avec sa clarté. Le rapport optimal entre indépendance et clarté – éventuellement la transparence – est exprimé sur le graphique suivant:



### Graphique 1.3.1: relation optimale entre indépendance et clarté de la banque centrale



Source: De Grauwe

Le taux d'indépendance et la clarté des banques centrale devrait se trouver, dans le cas idéal, le long de la diagonale du graphique précédant. L'analyse de la position indépendante et de la transparence était le sujet de nombreux travaux qui s'appuyaient souvent sur des études empiriques. Plusieurs études empiriques seront mentionnées dans le chapitre suivant.

### 1.3.2 Importance de l'indépendance de la banque centrale

Encore au début des années 80, la plupart des banques centrales dans le monde étaient assez dépendantes du gouvernement et de l'appareil d'Etat. Seule la Federal Bank (FED) aux E.-U. et la Bundesbank en Allemagne étaient des exceptions. Patat [2002, p. 400] mentionne qu'une des raisons les plus importantes pour justifier de l'indépendance de la banque centrale allemande dès après la Seconde Guerre mondiale était le phénomène d'hyperinflation répétée. Cette hyperinflation était si élevée qu'aucun pays européen ne l'a jamais connue. L'indice des prix avait augmenté en Allemagne depuis le janvier 1922 jusqu'à novembre 1923 de dix milliard [Sobek, 2003, p. 54]. Pourtant, dans les périodes suivantes, la Bundesbank a réussi à maintenir son inflation à un niveau exemplairement faible. Une contribution importante à cette réussite, selon certains économistes, résidait dans l'indépendance du pouvoir publique de cette institution sur le long terme et dans sa crédibilité élevée. Par conséquent, au début des

années 80, une large discussion sur la nécessité de l'indépendance de la banque centrale a commencé parmi les nombreux économistes [Kliková, Kotlán, 2003, p. 151].

Au milieu des années 80, les autres banques centrales ont commencé à gagner de plus en plus d'indépendance. Cette tendance avait plusieurs raisons, par exemple [Patat, 2002]:

- a) Comparativement, une assez grande inflation persistait, même dans la première moitié des années 80, sans aucune croissance pertinente. Plusieurs pays ont dû accepter un accroissement significatif des taux d'intérêt. Une telle mesure pouvait être réalisée seulement par une institution assez indépendante. Les pouvoirs publics, alourdis par des questions d'ordre politique, n'auraient jamais réussi dans cette démarche.
- b) Les banques centrales ont progressivement tenu une position importante en raison de l'évolution des innovations financières, de la titrisation, etc. Le rôle de régulation des banques centrales a donc augmenté.
- c) La politique monétaire apporte des résultats après un certain laps de temps, c'est la raison pour laquelle il faut maintenir la stratégie choisie à moyen ou à long terme. Néanmoins, chaque gouvernement est au pouvoir seulement à court terme et, de plus, il est fortement influencé par les cycles d'élection. Dans une période précédant les élections, le gouvernement est tenté de céder aux solutions « myopes », seulement afin d'assurer sa victoire électorale. Cela est également une raison importante pour justifier de l'indépendance de la banque centrale.

A travers la notion d'indépendance de la banque centrale, nous comprenons que l'autorité monétaire, lors de la réalisation de sa politique, n'est pas limitée par la volonté ou, éventuellement, par le mécontentement du gouvernement. En général, chaque gouvernement pourrait préférer se concentrer sur l'objectif de croissance économique, éventuellement sur le chômage, plutôt que sur la lutte contre l'inflation. Cette tendance est d'autant plus évidente dans les périodes précédant les élections. Donc, la politique monétaire du gouvernement est probablement toujours très instable. Elle cède aux cycles d'élection. Une banque centrale indépendante a assez de liberté pour pouvoir réaliser sa vision à long terme sans tenir compte de son gouvernement.

L'indépendance de la banque centrale signifie selon Blinder [2000, p. 54]:

- 1) la liberté dans l'application des outils afin d'attendre des objectifs ciblés, et en même temps**
- 2) la certitude que les décisions de la banque centrale ne peuvent être changées et données par le gouvernement que difficilement.**

Certains économistes, comme par exemple Debelle et Fischer [1994], ajoutent encore un autre degré d'indépendance, à savoir **au niveau du ciblage des objectifs de la politique monétaire**. Pourtant, Blinder [2000, p. 54] n'est pas d'accord avec un si grand degré de l'indépendance. Selon lui, dans une société démocratique, il vaudrait mieux que cela soit les pouvoirs publics (c'est-à-dire le gouvernement), représentant les citoyens, qui déterminent les cibles macroéconomiques. Par conséquent, la banque centrale devrait servir les citoyens afin d'atteindre les objectifs en question. Même, selon Fischer [1994], la banque centrale devrait être indépendante seulement au niveau de l'application des instruments, mais pas au niveau de la détermination des cibles.

Pourtant, en réalité, les banques centrales ont une grande liberté, même dans la fixation des cibles monétaires ou, du moins, dans le domaine de leur syntonisation, puisque les cibles sont décrites dans la loi, mais elles ne sont pas définies précisément. Par exemple, la FED a, selon la loi, l'obligation d'assurer le chômage le moins élevé possible et des prix stables. Cependant, aucune valeur exacte pour ces cibles n'est quantifiée. Donc, il est du ressort des compétences de la banque centrale d'interpréter ces objectifs, et c'est seulement autour de cet aspect que porte sa liberté. Par conséquent, la banque centrale peut partiellement déterminer les cibles monétaires au niveau de leur quantification.

**Un autre type d'indépendance est l'indépendance envers les marchés financiers.** D'une part, une telle indépendance est indésirable, car la politique monétaire effectue son activité sur les marchés financiers ; par là même, les réactions des marchés financiers ne peuvent pas être ignorées. D'autre part, l'évolution sur le marché financier peut tenter les banquiers centraux à suivre le taux d'intérêt qui est donné par les actifs sur ce marché [Blinder, 2000, p. 60].

Il n'est pas évident de savoir si la réaction de la banque centrale est juste. Rogoff [1985] affirme que le gouvernement devrait nommer à la tête de la banque centrale des représentants qui associent à la cible de l'inflation un poids plus élevé que la société en général ou le gouvernement lui-même. Rogoff a qualifié un tel type de banquiers centraux de « conservateurs ». Dans certains ouvrages, la notion « conservateur » signifie un banquier central qui cible un taux d'inflation plus faible que celui que fixerait la société. Cependant, dans la plupart de la littérature, cette expression signifie un poids plus grand associé à cette cible qu'aux autres.

En outre, certains auteurs développent des raisons en faveur de l'indépendance des banques centrales et proposent des arguments au détriment de l'indépendance de la politique monétaire [Balko, 2006, p. 2, Strieborný, 2003, p. 124]:

- 1) s'il n'est pas possible de confier aux politiciens élus l'application de la politique monétaire, on ne peut alors rien leur confier.
- 2) la politique monétaire doit être coordonnée avec les autres éléments de la politique économique, notamment avec la politique fiscale du ministère des finances. Cette coordination est en général mentionnée dans la loi. C'est la raison pour laquelle l'indépendance de la banque centrale est indésirable.
- 3) un autre argument porte sur la responsabilité manquante de la banque centrale en cas d'échec de la politique monétaire. Si la banque centrale bénéficie de l'indépendance, elle devrait être en même temps responsable sur ses activités. Mais supporter la responsabilité par la banque centrale est en pratique presque impossible. Par conséquent, l'autorité monétaire ne devrait pas être indépendante.

Cependant, les auteurs mentionnent eux-même ces arguments, surtout en raison de l'objectivité, et, en général, ils acceptent le poids des arguments en faveur de l'indépendance.

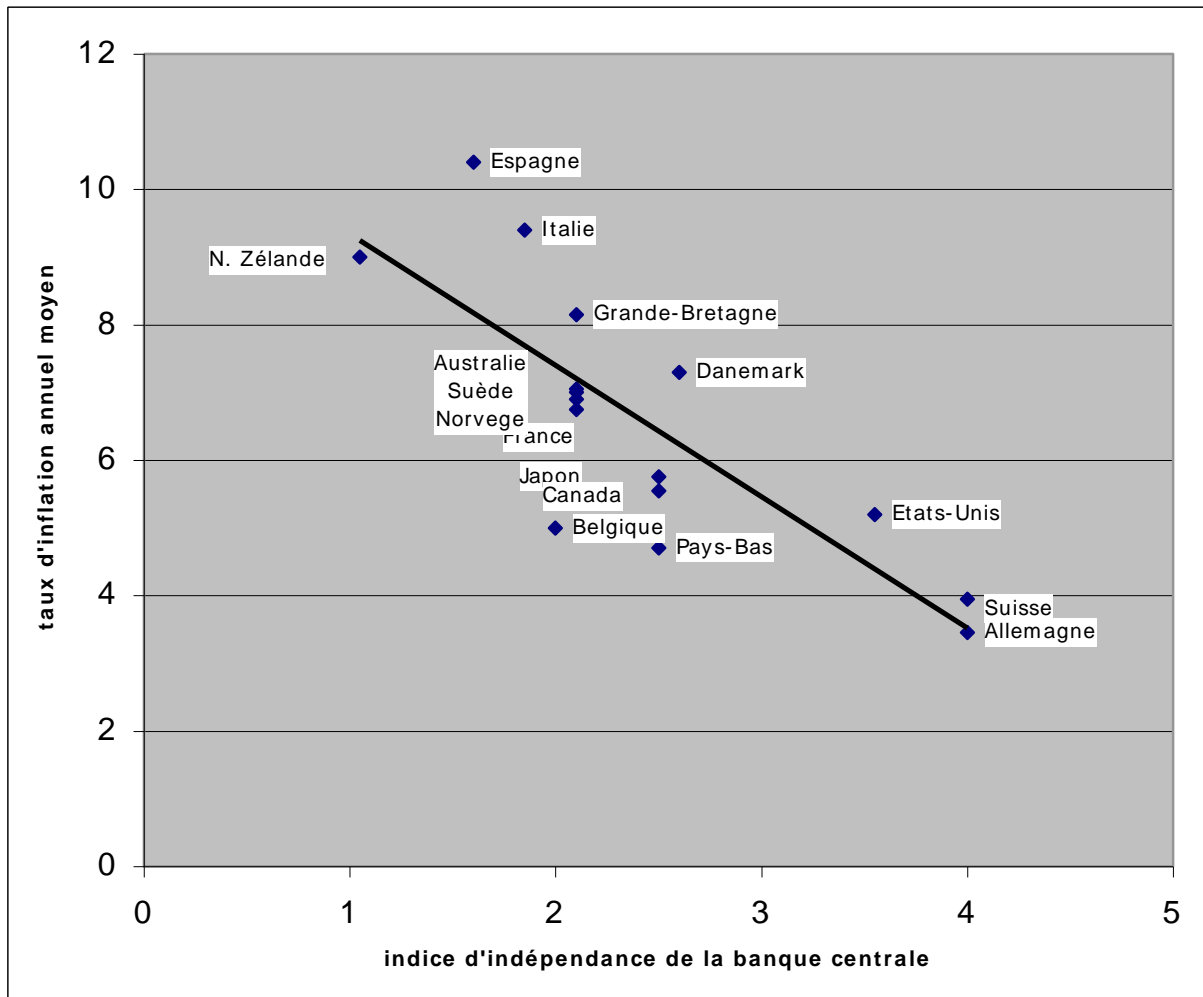
Au début des années 90, dans les pays développés, la plupart des banques centrales étaient déjà indépendantes du pouvoir de l'Etat ou, au moins, étaient autonomes. Plusieurs travaux empiriques ont prouvé que c'était une démarche efficace dans la lutte contre l'inflation. Certaines études, par exemple celles de Suzukiho [1993] ou d'Alesina [1988], ont démontré qu'il existait une corrélation négative entre degré d'indépendance de la banque centrale et taux d'inflation. Ce raisonnement est schématisé dans le graphique 1.3.2a, fondé sur des données moyennes prises de 1961 à 1990:

Pour la quantification de l'indice d'indépendance, la plupart des auteurs, par exemple Cukierman [1992], Eijffinger et de Haan [1996], prennent en considération plusieurs aspects, par exemple les aspects législatifs, politiques, économiques, sociaux et autres. Selon ces indicateurs, ils quantifient le taux ou bien l'indice d'indépendance des banques centrales dans les pays en question.

Donc, en général, cela valide la tendance suivante : plus la banque centrale est indépendante, plus elle réussit à maintenir l'inflation à un niveau faible. Cependant, cette observation s'est surtout trouvée vérifiée pour les pays développés. Bien entendu, même dans ces relations, nous pouvons trouver des exceptions. Cargill [1995] souligne le cas du Japon,

où le taux d'inflation est faible depuis longtemps mais où sa banque centrale est assez indépendante du gouvernement.

**Graphique 1.3.2a: relation entre l'indépendance de la banque centrale et le taux d'inflation (1961 – 1990)**



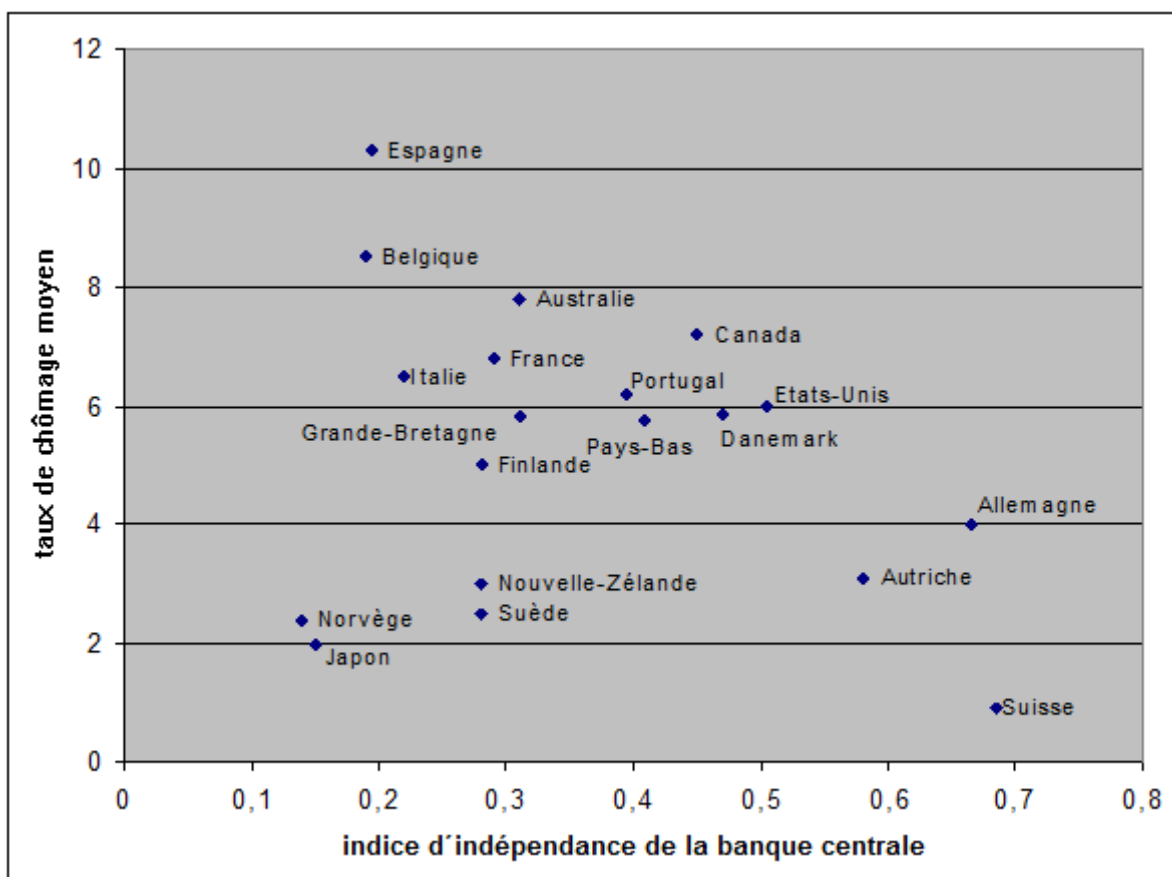
Source: Blinder, 2000

Pourtant, il est évident, que l'indépendance de la banque centrale ne suffit pas pour maintenir un faible niveau des prix. Une gestion réussie de l'inflation doit être soutenue également par d'autres conditions. Certains économistes soutiennent que l'indépendance institutionnelle de la banque centrale ne peut pas assurer un taux d'inflation faible. Par exemple, Posen [1995] considère une société fondée sur une loi constitutionnelle comme une condition essentielle.

Il est cependant intéressant de noter que la relation entre indépendance de la banque centrale et d'autres objectifs comme, par exemple, le taux de chômage, ou la croissance

économique, n'a pas été confirmée. Cela est démontré sur les graphiques 1.3.2b et 1.3.2c. Le graphique 1.3.2b exprime le rapport entre l'indice d'indépendance des banques centrales en question et le taux de chômage moyen des pays donnés, de 1960 à 1995. Le graphique 1.3.2c montre le rapport entre l'indice d'indépendance des banques centrales et le taux moyen annuel de croissance économique de 1961 à 1990.

**Graphique 1.3.2b: relation entre indépendance de la banque centrale et taux de chômage (1960 – 1995)**



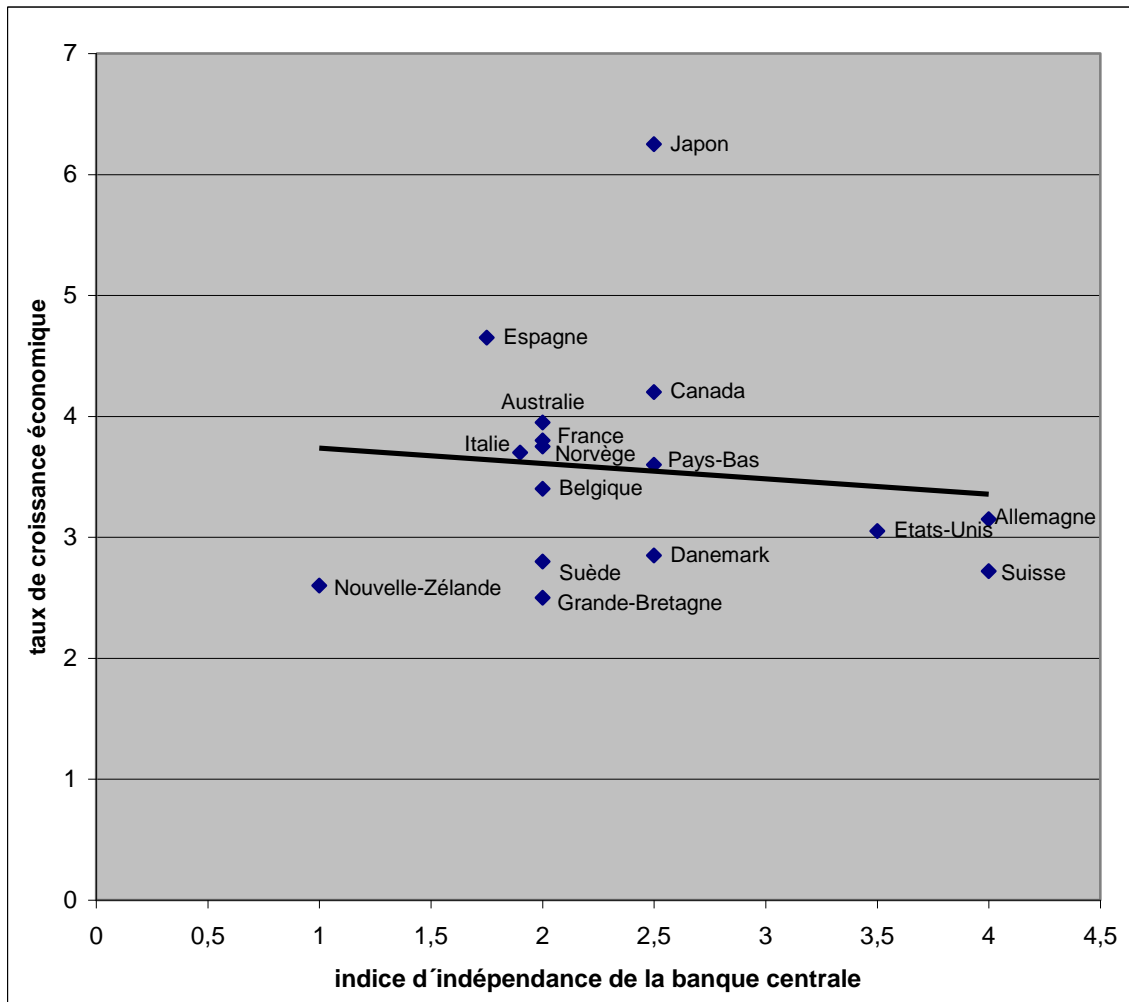
Source: Artus, Wyplosz; 2002

Devant ces relations, il paraît évident que les problèmes de croissance économique et de chômage ne peuvent pas être résolus par la politique monétaire. Leur essence est plus profonde et pas seulement monétaire.

Pourtant, même si l'indépendance de la banque centrale ne promeut pas directement la croissance de l'emploi et du PIB, elle ne l'empêche pas. Néanmoins, quelques études ont enrichi cette vision. Tandis que, dans les pays développés, le taux de croissance évoluait sans tenir compte de l'envergure de l'autonomie de la banque centrale, dans les pays en voie de

développement, une certaine corrélation positive entre les indicateurs en question s'est manifestée.

**Graphique 1.3.2c: relation entre indépendance de la banque centrale et croissance économique (1961 – 1990)**



Source: Blinder, 2000

Il existe plusieurs manières de déterminer des indices d'indépendance des autorités monétaires. La méthode la plus souvent utilisée consiste à définir des catégories déterminant l'indépendance. Ensuite, la banque centrale obtient des points dans des catégories particulières. L'indice global d'indépendance est la somme des points et, sous cette forme, il est possible de se livrer à des comparaisons internationales. Les catégories d'indépendance sont en général divisées en deux groupes : l'indépendance politique et économique sont jugées séparément. L'indépendance économique observe surtout la possibilité du gouvernement d'obtenir des crédits de la part de la banque centrale, le caractère des

instruments monétaires, etc. La fraction politique de l'indice concerne surtout la démarche de la nomination des membres de la direction de la banque centrale, la relation de cet organe avec le gouvernement et la définition formelle des tâches de l'autorité monétaire. Cette méthode a été par exemple appliquée par Grilli, Masciandaro et Tabellini [1991]. Cukierman [1999] a appliqué une méthode similaire mais il a calculé des critères particuliers rassemblés en un seul indice. Il n'a pas fait de différence entre indépendances politique et économique.

Une autre approche de la détermination de l'indépendance des banques centrales est fondée sur la critique du mode de calcul des indices. Elle préfère se livrer à une étude profonde des banques centrales particulières. La critique connue des indices de l'indépendance est celle de Forder [1998]. Forder argumente que la possibilité de changer la législation a un impact similaire à la législation elle-même sur le comportement des banquiers centraux. Si les représentants de la banque centrale pensent qu'il est facilement possible de modifier les lois et par voie de conséquence de réduire l'indépendance, ils réagissent différemment, car ils ne seront pas sûrs de sa position.

Les résultats exacts des différents indices ainsi que des conclusions de l'analyse profonde de l'indépendance de la BNS seront mentionnés dans le chapitre 4.2.1.

## **1.4 Revue des travaux ayant une problématique similaire**

Les opinions sur l'application de la politique monétaire changent périodiquement et sont corrélées avec l'élargissement des études empiriques. Keynes [1936] et Friedman [1963, 1968] sont parmi les premiers auteurs qui se sont intéressés à la politique monétaire en tant qu'alternative à la politique économique. Leurs travaux ont constitué une source d'inspiration pour d'autres économistes, par exemple Sojka [1991], Mishkin [1999, 2003] et Patat [2002]. Ils ont fondé leurs travaux sur des expériences pratiques d'application de la politique monétaire. Revenda [1997], Sobek [2003] et Jílek [2004] ont caractérisé des possibilités de mise en œuvre de la politique monétaire dans les conditions macroéconomiques tchèque et slovaque mêmes.

Au milieu des années 80, les arguments en faveur de la position d'indépendance de la banque centrale étaient de plus en plus nombreux. Par conséquent, cette problématique constituait le centre d'intérêt de plusieurs auteurs. Un des spécialistes connus dans ce domaine est Blinder [2000], qui fut, pendant plusieurs années le vice-président du Conseil des gouverneurs de Federal Reserve System aux Etats-Unis, en conséquence de quoi il avait la



possibilité de traiter ce phénomène sur la base de ses propres expériences personnelles. Blinder, Suzuki [1993] et Alesina [1998] ont réalisé des études empiriques dans lesquelles ils ont pu observer l'existence d'une corrélation entre l'indépendance des banques centrales et les indicateurs choisis. Cukierman [1992], [1999] et Grilli [1991] ont proposé des indices qui pourraient quantifier cette indépendance. Pour juger de la position actuelle de la BNS du point de vue de l'Union Monétaire Européenne (UME), il est important suivre le document de l'Institut Monétaire Européen [Rapport de convergence, 2006], qui a élaboré des critères d'indépendance des banques centrales nationales. Des critères d'indépendance politique et économique, en regard avec les pays en transformation sont offerts par Kliková et Kotlán [2003].

Les conditions initiales d'application de la politique monétaire en Tchécoslovaquie après 1990 et plus tard dans le cadre de la Slovaquie indépendante à partir de 1993 ont été analysées par plusieurs auteurs, notamment domestiques. Des apports significatifs ont été donnés par Durčáková et Mandel [1994], Jankovská [1994], Marcinčin et Beblavý [2000], mais également Václav Klaus [1995]. Klaus, qui fut ministre des finances au début des années 90 et qui est l'actuel président de la République Tchèque, a proposé dans ses travaux une perspective directe sur quelques mesures initiales de politique économique. En outre des économistes domestiques, divers spécialistes étrangers ou des observateurs d'organisations internationales, comme par exemple Aghevli [1992], ont précisément observé le processus de transition. Aghevli [1992] a élaboré son étude pour les besoins du Fonds Monétaire International.

Les travaux de la BNS elle-même, ceux de Kohútiková et Komínková [2000, 2001] étaient importants pour les chapitres caractérisant l'application pratique de la politique monétaire en Slovaquie. La source clé des informations sont les rapports annuels, les programmes monétaires, les revues monétaires, le journal de la BNS – Biatic – et les autres publications de la BNS.

Les analyses des économistes Marcinčin et Beblavý [2000, 2002] ont été significatives pour évaluer la politique monétaire dans les étapes particulières de l'évolution de la RS. Ils ont analysé cette problématique très précisément dans les années 90, à partir de la création de la RS. Les rapports de l'OCDE et du FMI évaluent eux aussi la politique monétaire dans la période de la transformation. Des apports importants se trouvent également par exemple dans les travaux de l'économiste Gajzdica publiés dans le document intitulé « Rapports synthétiques sur l'état de la société ».

La problématique des stratégies monétaires a été traitée par plusieurs économistes, comme par exemple Lavigne et Villieu [1996], Blinder [2000] ou encore Nell [2004a, b, c]. Certains d'entre eux, comme par exemple Walsh [2001], mentionnent même des solutions intermédiaires des stratégies monétaires qui permettent d'accumuler les avantages des plusieurs alternatives. Brucháčová [2000] analyse les stratégies monétaires surtout par rapport à leurs applications pratiques par la BNS.

Les travaux de l'économiste américain Taylor [1993, 1996] ont constitué la base des propositions de la règle monétaire optimale dans les conditions de la RS. Taylor a développé la règle dite de Taylor. Celle-ci a suscité beaucoup d'attention parmi les économistes et les représentants des banques centrales. Plus tard, de nombreux travaux empiriques et pratiques ont prolongé cette problématique. Des économistes comme par exemple Kozicki [1999], Gerdesmeier et Roffia [2003] ont essayé de mettre en pratique cette règle sur les conditions données de pays donnés, et en même temps d'éliminer ses limites éventuelles. Plus tard, des règles types de Taylor ont été proposées. Elles ont pris en considération le retard monétaire du processus, et les données prédites ou attendues étaient préférées aux données actuelles [Clarida, Gali, Gertler, 1998 ; Batini, Haldane, 1999 ; Orphanides, 2001]. Dans la littérature slovaque, Sobek [2003] a traité du retard monétaire. Par la suite, une échelle entière de règles monétaires a été élaborée. La démarche de la formation d'une règle monétaire optimale dans les conditions des Etats-Unis a été proposée par Levin, Wieland et Williams [2003]. Ils ont intégré dans leur analyse les résultats et les calculs des autres auteurs. Cela leur a permis de comparer plusieurs alternatives et d'en trouver la meilleure.

Parmi les auteurs les plus importants proposant une règle monétaire optimale pour la zone euro nous trouvons, par exemple, Clarida, Gali, Gertler [1998], Gerlach et Schnabel [1998], Artus, Penot, Pollin [1999], Faust, Rogers, Wright [2001], Gerlach-Kristen [2003].

Dans cette thèse, les recommandations des auteurs mentionnés ci-dessus mais surtout celles de Gerdesmeier et Roffia [2003] ont été utilisées pour la proposition d'une règle monétaire optimale adaptée au contexte de la RS.

## 2 Objectifs de la thèse

Depuis l'indépendance de la RS, la politique monétaire paraît comme la plus efficace des politiques monétaires. Bien entendu, la politique monétaire peut influencer l'évolution économique d'un pays d'une manière positive ainsi que négative.

L'objectif principal de cette thèse est de **caractériser l'évolution et la nature de la politique monétaire appliquée en RS depuis 1990 jusqu'à aujourd'hui**. Afin d'atteindre cet objectif, quelques objectifs partiels doivent être accomplis :

1. Analyser les conditions nécessaires pour l'application de la politique monétaire en Slovaquie.
2. Analyser l'application pratique de la politique monétaire en RS.
3. Evaluer et analyser les effets de la politique monétaire dans les étapes particulières de l'évolution de la RS.

Un des autres objectifs de cette thèse est de **proposer une stratégie monétaire optimale pour la BNS**. Cet objectif exige de résoudre les objectifs partiels suivants:

1. Analyser la stratégie actuelle de la BNS.
2. Réaliser une comparaison entre la stratégie présente et les autres stratégies alternatives.
3. Proposer une règle monétaire optimale pour les conditions de l'économie slovaque et analyser les règles monétaires existantes.

### **3 Matériel et méthodes d'élaboration de la thèse**

Ce chapitre mentionne la méthodologie, le matériel et les données d'entrée qui seront appliquées pour l'élaboration de cette thèse. Le logiciel EViews sera décrit plus loin. Il est utilisé pour la formulation de la règle monétaire dite optimale. Le principe de cette règle sera brièvement décrit à la fin du chapitre.

#### **3.1 Matériel, données d'entrée et méthodes appliquées**

Pour les objectifs de cette thèse, il est convenable d'utiliser l'analyse économique des conditions, des raisons et des impacts des facteurs économiques et sociaux lors de la naissance, création et développement de la politique monétaire en Slovaquie. Par conséquent, une synthèse des connaissances en question sera appliquée. Une autre méthode importante est la comparaison au niveau théorique ainsi qu'au niveau pratique. La comparaison théorique en accord avec une perspective historique permet de récapituler les approches théoriques de la politique monétaire. La comparaison pratique crée un espace pour l'évaluation de l'application des approches monétaires en RS, pour une évaluation de la mise en œuvre des outils monétaires et pour un bilan des résultats de la politique monétaire. La comparaison est importante dans le choix d'une stratégie monétaire convenable. Chaque stratégie a ses avantages ainsi que ses limites. Par conséquent, il est nécessaire de comparer ses points forts et ses points faibles, et dans le contexte de la RS choisir une stratégie optimale soit sous la forme d'une règle monétaire, soit sous la forme d'une autre procédure stratégique.

Ce travail exige de suivre les informations et les connaissances actuelles et passées par rapport à la politique monétaire de la BNS. En même temps, il est favorable d'étudier les expériences des autres banques centrales et des économistes abordant ce sujet. Une source très importante d'informations et de données est constitué de matériels électroniques et imprimés de la BNS elle-même, des programmes monétaires de la BNS, des déclarations et des rapports de ses représentants. Néanmoins, afin d'évaluer les activités de la BNS il est nécessaire d'élaborer des connaissances et des données d'autres sources propres. Il s'agit surtout de données de la part de l'Agence de la Statistique de la République Slovaque, de la part de l'OCDE ou de l'hebdomadaire économique Trend. L'étude de la littérature slovaque, francophone, anglophone et tchèque d'auteurs reconnus est fondamentale. Pourtant, les périodes de temps utilisées dans cette thèse sont relativement courtes en comparaison avec la littérature étrangère concentrée sur une problématique similaire. Il est évident, que une

période de temps plus longue n'est malheureusement pas disponible à cause de l'histoire courte de la République slovaque.

L'analyse, comparaison et l'induction en conclusion seront utilisées dans ce travail avec des données statistiques.

## **3.2 EViews**

Le logiciel EViews, appliqué dans ce travail est un logiciel qui intègre les outils pour l'analyse régressive des données et pour la prédiction, c'est-à-dire la prévision de valeurs futures. En outre, il aide à déterminer la relation statistique entre les indications. EViews peut être utilisé dans les domaines tels que par exemple:

- tests des corrélations entre les indicateurs choisis,
- prédiction de l'évolution des indicateurs,
- analyse des valeurs des indices,
- analyse financière,
- simulation, analyse et évaluation des données, etc.

Lors de la formation de EViews, les auteurs fondent leur travail sur le logiciel déterminé pour élaboration des séries numériques. Même si EViews est développé et utilisé surtout par des économistes, il peut être utilisé également d'autres domaines. Il possède des outils de programmation qui permettent de développer soi-même des algorithmes de calcul [Bourbonnais, 2005].

Les exigences du système pour EViews sont les suivantes (version 5.0):

- ordinateur avec l'architecture x86,
- système d'exploitation MS Windows 98 et supérieur,
- au moins 128 MB de mémoire vive (RAM),
- au moins 80 MB d'espace du disque dur (nécessaire surtout à cause de la documentation, les exemples et les tableaux des données prenant de la place).

## **3.3 Méthodes et tests permettant l'élaboration des règles monétaires**

Un des objectifs de cette thèse vise à proposer une règle monétaire optimale pour la BNS. Les règles de type Taylor, utilisées assez souvent dans la pratique, constitue la base même de

ce travail. La règle originale de Taylor a pour but de quantifier le niveau du taux d'intérêt nominal. Il est connu sous la forme suivante [Taylor, 1996]:

$$i = \pi + g y + h(\pi - \pi^*) + r f \quad (16)$$

où  $i$  est le taux d'intérêt nominal à court terme mesuré en pourcentage,  $\pi$  le taux d'inflation – également mesuré en pourcentage,  $\pi^*$  le taux d'inflation ciblé. Les paramètres  $\pi^*$ ,  $r f$ ,  $g$ ,  $h$  ont des valeurs positives.  $g$  et  $h$  sont les poids d'écart du PIB et d'écart d'inflation. Le dernier membre,  $r f$ , est le taux d'intérêt d'équilibre de la banque centrale, c'est-à-dire un taux d'intérêt cohérent avec le plein emploi.

Notre ambition est de trouver la forme de cette règle ou, éventuellement, d'une règle analogue dans le contexte de la RS. Nous avons testé plusieurs grandeurs importantes qui pourraient avoir un certain impact sur l'évolution du taux d'intérêt directeur. Les tests sont effectués à travers la méthode des moindres carrés par le biais du logiciel EViews. En plus des grandeurs proposées par Taylor, nous avons même observé l'impact du taux de change vis-à-vis de l'euro et du dollar, le solde de la balance de paiement, l'évolution des exportations, le taux de chômage, l'agrégat monétaire M2, etc.

Nous avons appliqué les données mensuelles et trimestrielles mentionnées dans l'annexe de cette thèse. Il s'ensuit que les résultats obtenus à travers des données trimestrielles étaient statistiquement plus importants. Les données trimestrielles font plus abstraction de fluctuations trop fréquentes. Les fluctuations et les chocs sont plus présents dans les données mensuelles. Ces conclusions sont confirmées par plusieurs auteurs mentionnés ultérieurement. En outre, l'application des données trimestrielles paraît plus pratique parce que certains indicateurs, comme par exemple le PIB ou le PIB potentiel, ne sont disponibles uniquement qu'au niveau trimestriel.

De surcroît, nous avons pris en considération l'aspect suivant: les grandeurs macroéconomiques influencent les variations du taux d'intérêt directeur avec un certain retard. Par conséquent, les données retardées d'un ou plusieurs périodes (dites lags) ont été également intégrées dans les calculs. Ce principe est surtout traité dans le cas de la variable endogène elle-même, c'est-à-dire dans le cas du taux d'intérêt directeur. Nous avons supposé que le taux d'intérêt directeur dépend surtout de sa propre valeur dans la période précédente, donc que le facteur d'inertie (la prudence, « smoothing factor ») se manifeste éventuellement.

Certains auteurs préfèrent l'application d'autres taux d'intérêt inter-bancaires en tant qu'instruments monétaires dérivés. Par conséquent, nous avons également décidé de tester la

relation du taux d'intérêt BRIBOR de trois mois. C'est le taux d'intérêt sur le marché slovaque inter-bancaire des dépôts. L'importance de ce taux d'intérêt augmente dans l'application et la transmission de la politique monétaire en raison du développement du marché financier en Slovaquie.

Le logiciel EViews nous a permis d'évaluer et de choisir les grandeurs avec un impact statistiquement significatif sur l'évolution du taux d'intérêt directeur, et éventuellement du BRIBOR. En même temps, il nous a permis de déterminer le poids de cet influence, c'est-à-dire l'étendue d'une variable donnée. La corrélation des grandeurs est testée par le biais des hypothèses habituelles appliquées dans l'analyse de régression et dans la méthode des moindres carrés. L'importance statistique est déterminée au niveau de 0,1. Si la valeur est supérieure à 0,1, l'hypothèse zéro ( $H_0$ ) est rejetée.  $H_0$  suppose qu'il n'existe pas de corrélation entre la variable endogène et la variable exogène, donc que le paramètre de la grandeur exogène est, avec une grande probabilité, égal à zéro. Dans le cas de rejet de l'hypothèse  $H_0$ , la grandeur exogène est considérée comme statistiquement significative pour d'autres calculs.

La corrélation des indicateurs observés est jugée à travers les calculs, mais également par le biais de l'évolution graphique des valeurs. Cela nous a permis de corroborer les résultats obtenus par les calculs.

Dans notre cas pourtant, la variable endogène dépend très probablement de plusieurs variables exogènes. Par conséquent, après avoir intégré plusieurs variables dans l'équation, nous avons observé la capacité explicative du modèle ou de l'équation. Cette capacité est jugée à travers le coefficient de détermination  $R^2$ , éventuellement  $R^2$  corrigé. Plus la valeur du coefficient s'approche de 1, plus la capacité explicative du modèle augmente. Par conséquent, il n'est pas nécessaire de chercher d'autres variables éventuelles dans l'équation.

L'exactitude des calculs est également jugée par le biais du test de Durbin-Watson, un des tests possibles pour évaluer l'autocorrélation des grandeurs. Plus la valeur finale s'approche de 2,1, plus la probabilité d'occurrence de l'autocorrélation comme phénomène indésirable est moindre.

La méthode ex-post, fondée sur les données passées, a été utilisée dans la formation de la règle monétaire optimale dans les conditions de la RS. Les données, à partir de 1993 jusqu'à 2005, ont été appliquées voire des données selon leur disponibilité. Il s'agit donc d'une règle rétrospective (« backward-looking »). Il serait bien entendu plus avantageux pour la BNS de connaître également une règle orientée en avant, c'est-à-dire vers l'avenir (« forward-looking rule ») qui serait fondée sur les valeurs prédites futures. Les avantages de la règle orientée vers l'avenir sont mentionnés dans le chapitre 4.5. Cependant, une formulation plus précise

d'une telle règle est possible seulement si des séries temporelles plus longues étaient disponibles et si les conditions macroéconomiques plus stables. Les possibilités de calculs plus précis sont donc d'une année à l'autre de plus en plus grandes.

Il est évident que la règle proposée dans cette thèse est loin d'être optimale. Pourtant l'expression «la règle optimale» signifie pour nous une «vision», «objectif» où la BNS ou les autres analystes devraient aboutir en calculant et en appliquant des règles monétaires. La règle optimale devrait maximiser le bénéfice macroéconomique du pays.



## **4 Résultats et discussion**

La quatrième partie de cette thèse se concentre successivement sur l'accomplissement des objectifs ciblés. Le premier chapitre analyse les conditions d'application de la politique monétaire en Slovaquie, explique son absence avant 1990 et sa mise en œuvre initiale dans une économie en voie de transition. Le deuxième chapitre décrit et analyse les éléments particuliers de l'application de la politique monétaire en RS à travers les caractéristiques de la position de la Banque Nationale de Slovaquie, les cibles finales, les objectifs intermédiaires, les instruments monétaires et la négociation de la BNS sur les marchés financiers. Le troisième chapitre évalue l'application de la politique monétaire dans les étapes particulière de l'évolution de la RS. Le chapitre suivant propose une stratégie monétaire optimale pour la BNS par le biais de l'analyse et de la comparaison d'autres stratégies alternatives. Le dernier chapitre de cette partie contient la proposition d'une règle monétaire optimale qui serait conforme aux conditions macroéconomiques slovaques. Dans le même temps, d'autres règles monétaires alternatives seront analysées dans ce chapitre, ainsi que leur importance dans l'accroissement de l'efficacité des banques centrales.

### **4.1 Analyse des conditions d'application de la politique monétaire en Slovaquie**

L'évolution de la politique monétaire en Slovaquie a une histoire significativement plus courte qu'ailleurs dans le monde. Avant 1989, la politique monétaire en Slovaquie, nation encore incluse dans la Tchécoslovaquie, ne pouvait pas exister pour des raisons objectives : l'économie planifiée ne créait ni conditions ni incitations pour son application. Pourtant, la création de l'économie de marché a permis la pleine réalisation de la politique économique. Les réformes décisives entreprises au début des années 90 ont assez bien réussi à amortir les crises de transformation qui menaçaient le pays durant cette période. Les défis réels pour la politique monétaire se sont manifestés après la naissance de la République Slovaque indépendante lorsque la Banque Nationale Slovaque a commencé sa mission.

### **4.1.1 L'absence de politique monétaire en Slovaquie avant 1990**

Comme mentionné précédemment dans l'introduction du premier chapitre de ce travail, pour que l'application de la politique monétaire soit réalisable en pratique, les conditions suivantes doivent être remplies : l'existence d'un mécanisme de marché, l'existence d'un marché financier, d'un marché des capitaux et d'une autorité monétaire sont indispensables. C'est la raison pour laquelle la politique monétaire n'a été, en Slovaquie, – ou plutôt en Tchécoslovaquie – appliquée qu'après l'année 1989. L'économie planifiée ne générait pas les conditions essentielles pour la politique monétaire, car l'outil de régulation n'était pas le mécanisme de marché, mais l'Etat.

La politique monétaire doit être réalisée par l'autorité monétaire, il s'agit le plus souvent de la banque centrale qui doit avoir un certain degré d'indépendance face au gouvernement. Néanmoins, La Banque Nationale Tchécoslovaque, comme la banque centrale en Tchécoslovaquie, ne possédait aucun degré d'indépendance. Elle était entièrement dépendante des décisions politiques d'une seule partie. De plus, la politique monétaire, en raison de son caractère, ne peut pas être appliquée directement.

Le défaut du déséquilibre macroéconomique au niveau de l'inflation ne se manifestait pas officiellement. L'inflation n'a uniquement existé que sous une forme dite cachée. Les prix de tous les biens et services étaient absolument et exclusivement contrôlés par l'Etat. Les changements des prix étaient, à la limite, occasionnels, et cela seulement avec l'accord du gouvernement. Les prix ne résultaient pas de relations de marché entre la demande et l'offre.

Même si le déséquilibre de l'économie tchécoslovaque n'existait officiellement pas, en réalité, il était un phénomène permanent caché. Il se manifestait surtout à travers une prédominance de la demande sur l'offre, tant au niveau global qu'au niveau de sa structure. Le déséquilibre structurel entraînait une substitution dans la consommation. Pourtant, une telle substitution était forcée et elle ne concernait que quelques biens et services de base. Eventuellement, d'autres besoins étaient satisfaits par une économie parallèle, où les prix étaient significativement plus élevés. Le déséquilibre structurel entraîne surtout de l'inflation cachée et le déséquilibre global a en général conduit à une inflation poussée. [Marcinčin, Beblavý, 2000, pp. 32-33]. En Tchécoslovaquie existaient deux types de cette inflation : par exemple dans les années 1970 jusqu'à 1989, l'inflation officielle régularisée par l'Etat s'approchait à environ 1% par an. L'inflation réelle englobant l'inflation à la fois cachée et poussée était à peu près annuellement de 2,5 % [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 95].

La couronne tchécoslovaque n'était pas convertible. Le taux de change de la couronne tchécoslovaque était déterminé administrativement et il ne représentait pas les relations réelles des processus et des phénomènes économiques. En effet, plusieurs niveaux de taux de change par rapport au dollar américain existaient en même temps, par exemple un taux pour des motifs de tourisme, un autre pour les entreprises exportant des marchandises, un autre pour les étrangers, pour les agents domestiques, pour les étudiants, pour les banques, et ainsi de suite. Par conséquent, la politique monétaire n'avait pas d'importance même dans cet aspect.

La croissance économique était planifiée par la loi pour une période de cinq ans sur la base des plans élaborés lors des réunions du parti communiste. Le chômage n'existait pas. Le droit, et en même temps l'obligation, de travailler était déterminée par la loi. En conséquence de quoi, en réalité, le suremploi se manifestait.

Les défauts structurels s'approfondissaient. L'économie tchécoslovaque – et surtout slovaque – était étroitement orientée dans sa production<sup>1</sup>. Les défauts entraînaient une perte d'adaptation flexible et ont approfondi la rigidité. L'efficacité et la performance de l'économie ont significativement baissé [Fifeková, 2000, p. 21].

Une telle économie, en apparence sans problèmes, n'affrontait aucun défi. Le ciblage des objectifs monétaires n'était pas nécessaire. La politique monétaire n'avait aucune importance pour assurer la stabilité extérieure (représentée par le taux de change), ni pour assurer la stabilité intérieure (représentée par le niveau de prix), et ni pour atteindre les cibles éventuelles.

La Tchécoslovaquie possédait l'économie la plus contrôlée par l'Etat en comparaison avec les autres économies planifiées d'Europe centrale et orientale [Aghevli, 1992, p. 1]. Presque tous les facteurs de productions étaient dans les mains de l'Etat. Les entreprises privées n'existaient pas non plus au niveau des artisans privés comme par exemple en Hongrie.

La Banque Nationale Tchécoslovaque était une sorte de « monobanque ». Elle possédait les compétences d'une banque centrale comme, par exemple, l'émission de monnaie, mais également des fonctions de banque commerciale pour les entreprises comme par exemple l'administration des comptes bancaires, l'offre de crédits, etc.

---

<sup>1</sup> La RS avait surtout dans le passé une étroite échelle d'activités économiques. Il s'agissait par exemple de l'industrie de l'armement, des constructions mécaniques et des domaines avec une faible valeur ajoutée. Les industries plus innovatrices et à valeur ajoutée plus élevée étaient plutôt concentrées en RT.

Pourtant La Banque Nationale Tchèque n'effectuait pas de fonctions en rapport avec la politique monétaire. En plus des banques concentrées sur le commerce extérieur et les caisses d'épargne, les banques commerciales n'existaient pas [Marcinčin, 2000, p. 99].

Pourtant, dans les années 80, quelques changements furent effectués. Dans les économies planifiées, le système bancaire se transforme au système à deux rangs où les compétences de la banque centrale et des banques commerciales sont clairement divisées. La mise en place d'un système bancaire à deux rangs avait déjà été décidée avant 1989. Pourtant, la réforme ne fut réalisée que le 1<sup>er</sup> janvier 1990.

Dans cette période, il était déjà évident que l'économie planifiée ne pouvait pas fonctionner sous cette forme à long terme. Par la suite, quelques petites modifications furent réalisées, mais une transformation plus profonde aurait été plus utile. L'état économique n'était pas soutenable. La production n'était pas efficace, la concurrence n'existait pas. Les entreprises étaient sous la possession de l'Etat, donc elles n'avaient aucune motivation à produire efficacement, parce que leurs pertes éventuelles étaient toujours compensées par le budget de l'Etat. Le commerce avec l'étranger n'existait pas, ou, à la limite, sous une forme restreinte et presque exclusivement avec les pays du COMECON ou CAEM (Conseil d'Aide Economique Mutuelle).

Plus tard, l'Etat a fondé une entreprise appelée « entreprise du commerce étranger » qui contrôlait et organisait les importations et les exportations. Cependant, il était de plus en plus nécessaire d'augmenter la productivité et de soutenir les exportations. Enfin, en 1986, un marché des devises a été créé par l'Etat, où les devises étrangères pouvaient être échangées : il s'agissait surtout du dollar américain. Ce marché de devises était ouvert seulement partiellement et, bien entendu, il était soumis au contrôle strict de l'Etat.

La monnaie tchécoslovaque passait par une évolution comparativement difficile. La couronne tchécoslovaque a commencé son histoire le 25 février 1919. Avant la deuxième guerre mondiale, elle était parmi les monnaies européennes les plus importantes. Son taux de change était stable et elle possédait la confiance sur les marchés financiers [Durčáková et Mandel, 1994, p. 108]. Cette évolution fut interrompue par la guerre. Après la guerre et la mise en place d'une économie planifiée, le taux de change était déterminé administrativement. Le taux de change ne reflétait pas l'état réel et ses déterminations étaient modifiées plusieurs fois. L'évolution de la couronne tchécoslovaque en économie planifiée peut être divisée en quatre périodes de base [Durčáková et Mandel, 1994, p. 109] et [Jankovská, 1994, p. 59]:

- a) période de 1945 à 1953 : période de détermination du taux de change sur la base de la parité du pouvoir d'achat,

- b) période de 1953 à 1967 : période du taux de change fixe officiel,
- c) période de 1967 à 1988 : période du taux de change corrigé d'une manière différenciée avec une oscillation cachée,
- d) période de 1988 à 1989 – période d'un seul niveau du taux de change et création des conditions nécessaires pour la convertibilité de la couronne,

**a) période de 1945 à 1953:** Après une première réforme monétaire après la guerre en 1945, le taux de change de la couronne tchécoslovaque (CSK) était déterminé selon la parité du pouvoir d'achat. Les niveaux des prix en Tchécoslovaquie étaient comparés avec ceux de quatre pays développés choisis, c'est-à-dire les Etats-Unis, la Suisse, la Suède et la Grande Bretagne. Selon cette méthode, le taux de change était assigné au niveau comme suivant:

$$1 \text{ USD} = 50 \text{ CSK}$$

à partir de cette formule, même le volume de l'or dans la couronne était dérivé. Il était de 0,0177734 g. Il aurait dû constituer le taux de change réel et étant donné que la Tchécoslovaquie était à cette époque membre du FMI, le taux de change pouvait fluctuer dans l'envergure autorisée, c'est-à-dire de +/- 1 % seulement. Pourtant, en réalité, ce taux de change était irréaliste et sous-estimé. Il est apparu que la méthode de la parité du pouvoir d'achat n'était pas convenable dans la période suivant la guerre. Plusieurs biens n'existaient pas sur le marché tchécoslovaque. De plus, les prix sur le marché noir se sont différemment développés par rapport aux prix des biens rationnés. L'évolution dans le domaine monétaire entraînait une autre dépréciation de la couronne.

**b) période de 1953 à 1967:** L'objectif de la deuxième réforme monétaire de l'an 1953 était d'augmenter le pouvoir d'achat de la couronne tchécoslovaque dans l'économie domestique et de fortifier son taux de change par rapport à l'étranger. La loi a déterminé plusieurs nouveaux principes de politique du taux de change:

1. le volume d'or de la couronne tchécoslovaque était assigné à un niveau de 0,123426g d'or pur,
2. le taux de change de la couronne par rapport aux monnaies étrangères était déterminé selon son volume d'or,
3. le régime fixe de taux de change était adopté.

En 1953, le niveau des prix et celui des revenus ont baissé de 20 %. Les prix ont donc décréu dans un rapport de 5:1, par conséquent, le pouvoir d'achat de la couronne s'en est trouvé accru de cinq fois. Cependant, le volume d'or de la couronne a augmenté de presque

sept fois. Le nouveau taux de change de la couronne vis-à-vis du dollar était assigné selon le nouveau volume d'or au niveau de:

$$1 \text{ USD} = 7,20$$

Par rapport au niveau des prix, ce taux de change était surestimé. Pourtant, la surestimation était intentionnelle. Cette surestimation était fondée sur les hypothèses que les prix du commerce en gros serait abaissés, et ce en raison de la croissance de la productivité du travail, et que les prix à l'étranger augmenteraient. Cela aurait été la solution pour équilibrer le déséquilibre entre le taux de change officiel et la parité de pouvoir d'achat.

Le taux de change officiel de la couronne était fixe et, en plus du volume d'or, il n'était pas influencé par d'autres déterminants. Par conséquent, le taux de change du dollar américain par rapport à la couronne ne changeait absolument pas de 1953 à 1971. Le premier changement officiel est survenu en 1973 lorsque la première dévaluation du dollar s'est réalisée et que le taux de change du dollar a baissé au niveau de 5,92 CSK pour unUSD [Jankovská, 1994, p. 60].

*c) période de 1967 à 1988:* l'application d'un taux de change officiel irréaliste couplée avec la compensation automatique des différences grâce au budget de l'État entraînait enfin l'isolation totale de la sphère de production de l'environnement externe [Durčáková a Mandel, 1994, p. 112]. En Tchécoslovaquie, il fut successivement nécessaire de trouver un taux de change plus réaliste. Pourtant, les méthodes de marché standards ayant un impact de longue durée n'étaient pas appliquées dans ce domaine-là. Par contre, des mesures administratives exigeantes furent effectuées. Leur impact n'était que temporaire. Un mécanisme spécial de conversion était mis en pratique, qui consistait en différents coefficients compensatoires de rectification, des surtaxes sur prix et des rabais. Des majorations différentes étaient appliqués dans le domaine des paiements non commerciaux, des monnaies convertibles, des monnaies des pays socialistes, etc. Par conséquent, les taux de change étaient constitués de deux composantes. La première composante était comme auparavant déterminée sur la base de la parité d'or des monnaies. La deuxième composante dépendait des différents coefficients qui auraient dû constituer un taux de change plus réel [Jankovská, 1994, pp. 60-61].

La partie intégrale des mesures était la formation d'un panier monétaire individuel. Le panier fut créé par le Ministère des Finances en 1981. Le panier monétaire était composé de cinq monnaies : le dollar américain (USD), le mark allemand (DEM), la livre britannique (GBP), le franc français (FRF) et le shilling autrichien (ATS). Pourtant, le rôle du panier était purement informatif, le taux de change étant toujours aligné administrativement.

*d) période de 1988 à 1989:* de nouvelles suppositions pour l'application de la convertibilité interne de la couronne tchécoslovaque furent créées à cette période [Jankovská, 1994, pp. 61-62, Durčáková et Mandel, 1994, pp. 114-115]:

- le panier monétaire était revu le 1<sup>er</sup> janvier 1989. La composition des monnaies ne changeait pas, pourtant le poids du mark allemand était devenu supérieur au poids du dollar. La fonction du panier n'était plus seulement informatif,

- en janvier 1989, le taux de change de deux composantes était substitué par celui d'une seule composante qui était encore différente pour les paiements commerciaux et non commerciaux. Il était créé par la mise en commun du taux de change officiel avec les coefficients ou les surtaxes,

- au cours de l'année 1989, des enchères de devises étaient mises en œuvre sous la forme initiale d'un marché de devises en Tchécoslovaquie. Les importateurs et les exportateurs ont alors créé une demande et une offre de devises. Les échanges étaient réalisés dans des « lots », un lot valant 10 000 CSK. Progressivement, le nombre d'agents autorisés à participer aux enchères des devises s'est répandu. Pourtant, l'offre de devises était significativement limitée.

Dans la période suivante, le taux de change de la couronne a évolué beaucoup plus dynamiquement. Pourtant, c'était déjà dans les conditions de l'économie de marché. L'évolution du taux de change dépendait non seulement des mesures administratives d'Etat mais également des déterminants standards et de l'application de la politique monétaire.

#### **4.1.2 La naissance de la politique monétaire en Tchécoslovaquie**

L'existence de la politique monétaire d'une manière complète ne peut être abordée qu'après 1990 grâce à la création des conditions nécessaires pour le fonctionnement du mécanisme de marché. Cela a permis un changement d'organisation politique. La banque centrale s'est transformée, elle a obtenu un plus grand degré d'indépendance, et en même temps, plus de responsabilités dans son activité. L'inflation cachée, le solde débiteur de la balance de paiement ainsi que les autres problèmes macroéconomiques auparavant réprimés étaient dévoilés. Pourtant l'économie tchécoslovaque possédait la meilleure position initiale du point de vue de l'endettement extérieur. Celui-ci était en 1989 bien moindre par rapport à d'autres pays en voie de transition de l'Europe centrale et orientale [Aghevli, 1992, p. 2].

### *Les principes du processus de transformation en Tchécoslovaquie*

Après la révolution, le gouvernement dirigé par le Premier Ministre de l'époque – et actuel Président de la République Tchèque – Václav Klaus a commencé au début des années 90 à transformer l'économie planifiée en économie de marché. Klaus respectait surtout les principes suivants [Klaus, 1995, p. 82]:

- 1) Le processus de transformation possède une dimension à la fois macroéconomique, de libéralisation, de dérégulation et de privatisation. Aucune de ces dimensions ne peut pas être sous-estimée. Le processus de transformation existe même au niveau microéconomique, où il devrait éliminer les décisions microéconomiques de l'Etat.
- 2) La stabilisation macroéconomique doit être réalisée avant la libéralisation des prix et du commerce extérieur, donc des marchés internes et externes.
- 3) La libéralisation des prix et celle du commerce extérieur devraient être simultanément réalisées. Autrement, des effets négatifs issus du comportement des monopoles hérités pourraient se manifester.
- 4) La libéralisation des prix et du commerce extérieur doit être précédée par une dévaluation significative de la monnaie. Cette dévaluation devrait être accompagnée par existence de la convertibilité interne.
- 5) Les mesures de libéralisation et de déréglementation doivent être les plus larges possibles. Les variables économiques doivent avoir la possibilité de libre circulation. Elles doivent être capables de s'adapter à la situation actuelle. Pourtant, une variable devrait être prise comme ancre fixe. Les autres variables devraient être rattachées à cette ancre. Dans le cas de la Tchécoslovaquie, c'est le taux de change qui est devenu l'ancre nominal.
- 6) Une privatisation adéquate devrait être le catalyseur – l'accélérateur du processus de transition. Une privatisation dite de coupons fut organisée en Tchécoslovaquie.
- 7) Pour qu'une réforme soit jugée crédible, la politique économique doit être cohérente. C'est-à-dire que le caractère de la politique fiscale doit être en accord avec la politique monétaire. De plus, il est important de communiquer chroniquement avec le grand public et d'expliquer les mesures réformistes. Par conséquent, les démarches seront plus efficaces et le transfert de leurs impacts sera plus désirable.

Une des premières mesures du nouveau gouvernement fut la création du système bancaire à deux rangs [Aghevli, 1992, p. 3]. En outre de la banque centrale, un espace pour les activités des banques commerciales fut créé. La banque centrale ainsi que les banques commerciales n'étaient plus dépendantes de l'Etat.



Klaus s'efforçait de protéger la Tchécoslovaquie en pleine transformation de la menace d'une spirale inflationniste, trappe typique pour les économies en transition et, avant tout, au début de ce processus. Les opinions selon lesquelles la transformation graduelle seraient plus coûteuses pour la Tchécoslovaquie dominaient. C'était la raison pour laquelle, Klaus a appliqué une solution radicale – « la thérapie de choc ».

La politique fiscale ainsi que la politique monétaire furent réalisées sous leur forme restrictive. Klaus supposait que, durant cette période, l'inflation était une cible plus importante que la croissance économique ou le chômage. Après la libéralisation des prix, ceux-ci ont augmenté beaucoup plus que les salaires. Donc, les salaires réels ont radicalement baissé. Après la libéralisation du commerce extérieur, le taux de change a également significativement décri. Les salaires étaient inférieurs à la productivité de travail et le taux de change était inférieur à la parité du pouvoir d'achat. Néanmoins, le gouvernement de Klaus a intentionnellement réalisé ses mesures. Selon Klaus, les salaires et le taux de change bas ont créé deux « coussins » permettant de faire face à la période de la privatisation et de la restructuration. Ces deux coussins ont permis de combiner tous les éléments du processus de transition et ont offert le temps nécessaire pour l'adaptation à la concurrence étrangère. L'absence de ces deux coussins protecteurs auraient très probablement conduit l'économie à un chômage très important, à l'élimination d'un grand nombre des branches économiques et à un coût de transaction beaucoup plus élevé. Pourtant, il est très important de ne maintenir ses coussins que pendant une période nécessaire, et pas plus. De plus, ils doivent être progressivement « dégonflés » et « amincis » en faveur de l'avancement de la transformation [Klaus, 1995, p. 40]. Plus la privatisation, la restructuration et la stabilisation des firmes sont rapides, plus courte sera l'existence des coussins, de par leur action favorable. Un taux de change maintenu longuement disproportionné élevé, ainsi que des salaires réels très bas constitueraient, selon Klaus [1995, p. 83], une source d'instabilité, d'inflation, de déficit commercial extérieur, de dévaluations permanentes, de chômage élevé, etc.

### ***Les nouvelles approches pour la détermination du taux de change de la couronne tchécoslovaque***

En outre, il était nécessaire de changer les méthodes de détermination du taux de change. Plus exactement, il était important de substituer les approches administratives par celles du marché. En janvier 1990, le taux de change était assigné au niveau de 17 CSK/ 1USD. Pourtant, cette valeur ne représentait pas encore un taux de change d'équilibre.

Afin d'appliquer la convertibilité interne de la couronne, il était très important de déterminer de manière adéquate le taux de change initial. Plusieurs valeurs initiales furent proposées. Il fallait raisonner à partir de leur impact sur l'économie tchécoslovaque:

- l'influence de la valeur du taux de change sur le taux d'inflation, surtout par le biais du prix des importations,
- l'influence de la valeur du taux de change sur la stimulation des exportations,
- l'influence de la valeur du taux de change sur les réserves de devises, sur le niveau de la dette extérieure.

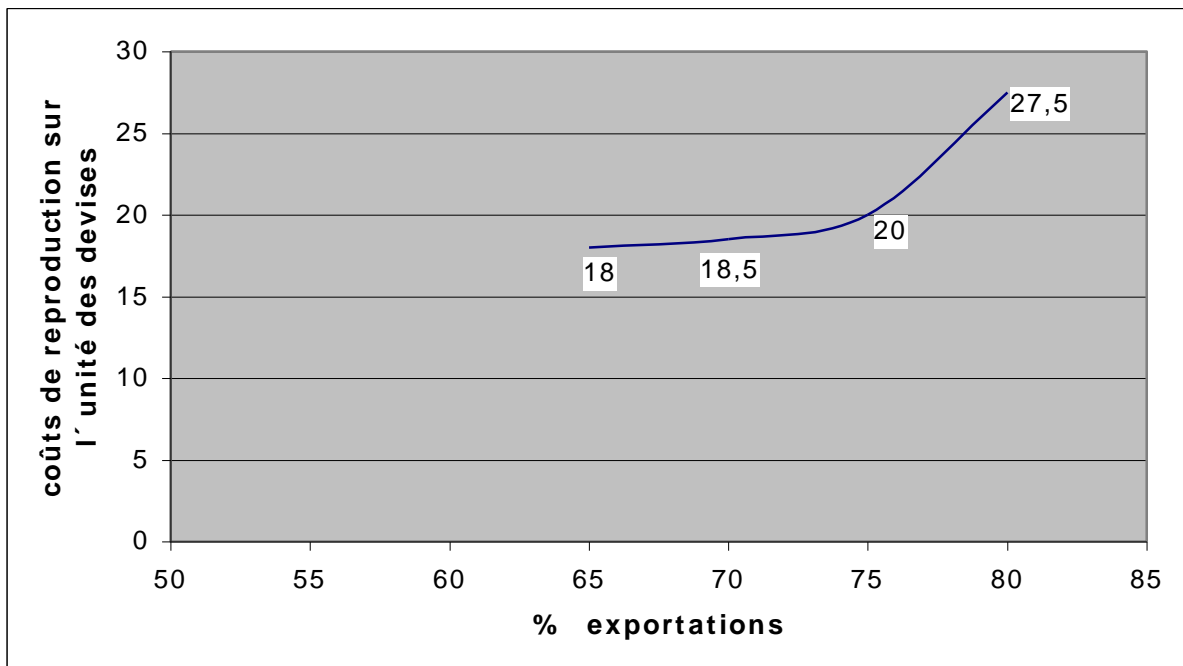
Au cours de l'année 1990, le taux de change est devenu assez rapidement de plus en plus réel. Trois dévaluations étaient successivement réalisées. Le taux de change était déjà unique dans tous les domaines. Le niveau de taux de change s'approchait des relations réelles des monnaies convertibles. Pourtant, pendant une courte période transitoire, le taux de change touristique était appliqué à côté du taux de change général. L'ambition commune du nouveau gouvernement et de la banque centrale indépendante était d'assurer la convertibilité interne de la couronne tchécoslovaque.

Enfin, deux propositions pour déterminer le taux de change initial ont été prises en considération. Une proposition fut élaborée par le Ministre des finances, Václav Klaus. Il a proposé un taux de change au niveau de 28 CSK pour 1 USD. Une autre proposition opposée était offerte par un collègue de Klaus, Valter Komárek de l'Institut des Prévisions de l'Académie Tchécoslovaque des Sciences [Klaus, 1995, p. 46]. Komárek a proposé un taux de change au niveau de 20 CSK pour 1 USD. Son calcul était basé sur la parité du pouvoir d'achat. Pendant l'année 1990, il a observé une certaine élasticité dans la création de réserves des devises en Tchécoslovaquie. Il a démontré que 65 % des devises possédaient des coûts de reproduction de 18 CSK/USD, 70 % des devises de 18,50 CSK/USD, 75 % des devises de 20 CSK/USD et 80 % des devises de 27,50 CSK/USD. L'élasticité n'était donc pas pareille dans toute la structure des exportations. Si en 1990 il était possible, dans le cas de la dévaluation de 14 CSK à 19 CSK par 1 USD, d'attendre une augmentation des exportations de 40 %, la dévaluation au niveau de 28 CSK par 1 USD n'aurait eu qu'un très petit effet sur la promotion des exportations selon Komárek. Par conséquent, Komárek proposa un taux de change de 20 CSK par 1 USD. Son raisonnement est démontré sur le graphique 4.1.2.

Pourtant, Klaus supposait que la proposition de Komárek n'était pas soutenable à long terme. Il était persuadé que le niveau de taux de change de Komárek devrait de toute manière faire face à une autre dévaluation. Les exportateurs tchécoslovaques ne seraient pas

concurrentiels sur les marchés étrangers, les importations augmenteraient, le solde de la balance commerciale s'approfondirait, le maintien de l'équilibre des devises serait très problématique. Par conséquent, Klaus a proposé un taux de change au niveau de 28 CSK pour 1 USD.

**Graphique 4.1.2: structure des exportations selon les coûts de reproduction sur l'unité des devises**



Source: Durčáková et Mandel, 1994, p. 116

De plus, Klaus [1995, pp. 124-125] a supposé qu'il existait plusieurs raisons à la différence entre parité du pouvoir d'achat et taux de change d'équilibre:

- les anticipations d'une inflation élevée ou d'une dévaluation peuvent entraîner des achats de spéculation des monnaies étrangères, et cela aboutit à une dévaluation réelle du taux de change;

- après de nombreuses années, les habitants ont la possibilité de voyager à l'étranger. Cela augmente la demande des devises et baisse le taux de change de la monnaie domestique. Le processus est encore plus accentué par la libéralisation du commerce extérieur;

- tandis que la parité du pouvoir d'achat permet de calculer le taux de change selon les prix de tous les biens et services, le taux de change d'équilibre n'est influencé que par les prix des biens marchands, c'est-à-dire par les biens qui passent réellement par le commerce

extérieur. Pourtant, cet aspect devrait être de moins en moins présents, en liaison avec un plus grand engagement du pays dans l'économie mondiale;

- en raison de la longue fermeture de l'économie à la concurrence mondiale, surtout au début des années 90, de nombreuses différences dans la qualité et les caractéristiques de l'utilité des biens se manifestaient. C'était une autre raison pour laquelle la parité du pouvoir d'achat n'était pas une méthode convenable pour la détermination du taux de change. Son résultat aurait significativement différé du taux de change d'équilibre.

Enfin, c'est la proposition de Klaus de 28 CSK pour 1 USD qui fut choisie. Avec un certain recul, elle peut être évaluée positivement.

La détermination, mais également le maintien du taux de change au niveau du marché, était important. Le niveau du marché signifie le niveau entraînant l'équilibre de la balance des paiements. Cela a exigé une dévaluation significative, puis alors une forte augmentation des prix des devises afin d'équilibrer l'offre des devises avec leur demande. L'alternative de Klaus préférait le principe de l'équilibre des devises. Elle était fondée sur la force portante de l'endettement extérieur pour que le taux de change soit stable en période de transition. Une dévaluation moindre inciterait une demande plus élevée des devises et par conséquent un prélèvement accru de devises – éventuellement l'accroissement de l'endettement extérieur [Durčáková et Mandel, 1994, p. 117].

A partir du 1<sup>er</sup> janvier 1991, la convertibilité interne de la couronne tchécoslovaque était mise en place sur la base d'un taux de change unique, c'est-à-dire comprenant le taux de change touristique. La convertibilité interne était fondée sur le devoir des entreprises de vendre toutes les devises à la banque. D'autre part, les entreprises avaient la possibilité d'achat illimité des devises. Par conséquent, le marché de devise ainsi formé a substitué les enchères de devise et le système administratif de la redistribution des devises [Jankovská, 1994, p. 62]. Cependant, cette convertibilité interne n'était pas encore complète. Ce n'était qu'un pas intermédiaire vers la convertibilité entière, avantageux pour une économie en voie de transition [Klaus, 1995, p. 91]. En même temps, le 1<sup>er</sup> janvier 1991, le taux de change de la couronne était fixé et il est devenu l'ancre nominale pour la sphère entière de la macroéconomie. La démarche se fondait sur la théorie de l'équilibre général selon laquelle la fixation exogène d'une grandeur est une condition nécessaire pour la détermination des valeurs des autres grandeurs nominales [Patinkin, 1965]. En principe, il existe trois variables qui pourraient être fixés afin de devenir les ancres nominales. Il s'agit du volume nominal de la monnaie, des taux des salaires nominaux et du taux de change nominal. La fixation du taux de change nominal est le plus souvent pratiquée et elle fut choisie par la Tchécoslovaquie.

Depuis le janvier 1992, le franc français a substitué la livre britannique dans le panier monétaire individuel non standard.

A partir de septembre 1992, La banque tchécoslovaque d'Etat déterminait le taux de change de la couronne par rapport aux monnaies convertibles à l'aide d'une méthode dite combinée. Elle a appliqué à la fois les résultats du panier monétaire et ceux du mécanisme d'offre et de demande sur le marché interbancaire des devises selon le bilan journalier de vente et d'achat de la Banque d'Etat Tchécoslovaque. La différence entre le taux de change final et sa valeur calculée selon la méthode du panier monétaire ne devait pas dépasser +/- 0,5 % [Jankovská, 1994, p. 63]. L'évolution des taux de change était non seulement influencée par le mouvement des taux de change dans le panier monétaire, mais également par l'évolution de la demande et de l'offre des devises sur le marché des devises internes. Ce changement constituait un pas important vers la convertibilité entière de la monnaie domestique [Durčáková et Mandel, 1994, p. 119].

#### **4.1.3 La politique monétaire dans la République Slovaque indépendante**

La Banque Nationale Slovaque (BNS) fut fondée le 18 novembre 1992 par la Loi No. 566/1992 Zb. sur la Banque Nationale Slovaque. Cette loi a été plusieurs fois renouvelée. La banque a commencé à effectuer son activité à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1993, sa création étant la conséquence logique de la naissance de la RS le même jour [BNS, 1993, p.7]. Le premier jour de son activité, et donc, en même temps, premier jour de l'existence de ce nouvel Etat, un nouvel accord entre la RS et la République Tchèque (RT) est entré en vigueur, en même temps qu'une nouvelle monnaie sur le territoire des deux pays, où une même monnaie était auparavant en vigueur (la couronne tchécoslovaque). Puisque l'existence d'une monnaie commune avait exigé une approche très spécifique, un comité monétaire dont le rôle essentiel était d'assurer le fonctionnement de cette monnaie commune avait donc été créé et. Ce comité comprenait trois représentants de la Banque Nationale Tchèque, et trois représentants de la BNS. Pourtant, l'expérience pratique a démontré qu'une telle coopération monétaire si étroite entre la RS et la RT n'avait aucune perspective. Par la suite, le 8 février 1993, les deux monnaies se sont en fin de compte séparées [Tkáč, 1994].

La BNS a dû, à partir de sa création, appliquer sa propre politique monétaire. La BNS avait déjà, depuis le début, un degré d'indépendance assez élevé, ceci étant développé dans les

travaux de Beblavý et Marcinčin, [2000, p.106]. En fait, cette caractéristique est typique pour plusieurs pays en transition. A partir du mois de juin 2001, la déclaration d'indépendance de la BNS est même mentionnée dans la Constitution de la RS, notamment dans l'article renouvelé 56 de la Loi constitutionnelle No 90/2001, où il est mentionné que la BNS est une banque centrale indépendante et que, dans le cadre de son activité, elle est autorisée à publier des réglementations juridiques générales dans les domaines de son mandat selon la loi.

Les adaptations constitutionnelles renouvelées à propos de la BNS étaient nécessaires, également à cause des exigences de l'Union Européenne sur la position des banques centrales nationales<sup>1</sup>.

Les autorités de la BNS sont:    **a) Le Conseil bancaire de la BNS (CB BNS)**

**b) Le Directoire de la BNS**

a) L'autorité la plus élevée de la BNS est Le Conseil bancaire (CB BNS). Il détermine la politique monétaire et les instruments qui permettent son application. Il décide des mesures monétaires pour sa réalisation. Ses membres sont : le gouverneur, deux vice-gouverneurs, deux hauts dirigeants et trois autres membres. Le gouverneur et les vice-gouverneurs sont nommés et démis par le Président de la RS sur proposition du gouvernement de la RS, après avoir été acceptés par le Parlement. La BNS est représentée officiellement par le gouverneur [BNS, 1994, p.7].

b) Le Directoire de la BNS est une autorité exécutive. Il est responsable de toutes les décisions du Conseil bancaire. Les membres du Directoire sont : un vice-gouverneur et des hauts dirigeants de la BNS [BNS, 1994, p.7].

La BNS doit supporter, dans le cadre déterminé par la loi, la politique économique du gouvernement. C'est-à-dire que leurs objectifs ne devraient pas être contradictoires.

Pourtant, elle remplit ses tâches indépendamment des instructions du gouvernement [BNS, 1994, p.7]. La première session du Conseil bancaire a eu lieu le 6 janvier 1993, où l'application des outils monétaires pour l'année 1993 fut décidée.

La première assez grande réussite de la BNS fut la séparation monétaire réussie d'avec la RT. Durant la première étape de l'existence de la couronne slovaque, cette séparation était seulement provisoire. Les billets de banque étaient similaires, mais ceux destinés à la RS

---

<sup>1</sup> Voir le document: Banque Nationale de la Slovaquie 1993 – 2002, publié par la BNS, à Bratislava, avril 2003

étaient imprimés spécialement. Néanmoins, à la fin de l'année 1993, l'émission des billets de banque et des pièces slovaques était achevée avec réussite [Tkáč, 1994, p.2].

Depuis le début, la couronne slovaque a dû prouver sa vitalité sur le marché domestique, ainsi qu'également sur le marché étranger. La dépréciation de la couronne slovaque par rapport aux monnaies avec convertibilité complète était nécessaire. Enfin, cette dépréciation était anticipée depuis le début. Donc, la BNS a dû dévaluer la couronne slovaque de 10% le 10 juillet 1993. Cette mesure était nécessaire en raison de l'évolution des réserves de devises, de la balance des paiements, de la balance commerciale mais aussi en raison des anticipations des entrepreneurs. La dévaluation fut effectuée selon les recommandations de la mission du FMI. Grâce à cette dévaluation appropriée, dans un temps juste, et qui s'est effectuée selon les recommandations du FMI, la RS a obtenu son premier emprunt, soient 90 milliards de dollars [Tkáč, 1994, p.2]. La dévaluation était nécessaire afin surtout de soutenir les exportations en liaison avec la politique économique, dans cette période déjà expansionniste.

La vitalité de la couronne slovaque a créé des conditions favorables pour l'entrée de la RS sur les marchés financiers étrangers, accès à ces marchés encore peu aisé pour les pays postcommunistes. Avant la RS, seules la RT et la Hongrie avaient réussi à y accéder. Début septembre 1993, la BNS a réalisé sa première émission des titres, d'une valeur 240 milliards de dollars sur les marchés européens et asiatiques. Cela a augmenté significativement ses réserves en devises [Tkáč, 1994, p.2]. L'entrée sur les marchés de capitaux étrangers était devenue encore plus facile, lorsque la couronne slovaque a obtenu la convertibilité extérieure.

Durant la première année d'existence de la RS, le rôle de la BNS était sans doute très important. Les missions du FMI et de la Banque Mondiale ont constaté que seule la Banque Centrale avait réussi à préserver une économie slovaque fragile [Tkáč, 1994, p.2].

En 1994, la BNS a transformé son régime de taux de change. Elle a abandonné le panier monétaire composé des cinq monnaies de référence, et elle a créé un panier de deux monnaies pour des raisons objectives. Le panier de référence comprenait le dollar américain et l'euro.

Progressivement le régime du taux de change était libéralisé et les mesures administratives étaient abandonnées. Cela a aboutit à la mise en place de la convertibilité complète de la balance des paiements le 1<sup>er</sup> octobre 1995 [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 97].

Le taux de change dans une économie en voie de transition remplit plusieurs devoirs [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 115]:

- il exprime l'intérêt de l'Etat dans le maintien d'une inflation basse,
- en tant qu'ancre nominale, il aide l'économie ouverte slovaque à déterminer les prix et les salaires,

- le taux de change fixe est transparent et facile à contrôler en tant qu'objectif monétaire.

Pourtant, et comme cela sera corroboré dans le chapitre 4.3.3, le taux de change fixe ne devrait pas être pratiqué dans les pays en voie de transformation plus longtemps que nécessaire.

Pourtant, le 1<sup>er</sup> octobre 1998, le changement était plus radical, un régime flottant était mis en place. Le niveau du taux de change a donc commencé à se former sur la base de l'état actuel entre la demande et l'offre de couronne slovaque sur le marché des devises. Les interventions de la banque centrale, sous la forme, par exemple, d'achat ou de vente des devises, devenaient possibles, car ce régime flottant était et est toujours dirigé (« flottement administré »). Les interventions dans le cas du flottement administré peuvent être effectuées par la banque centrale si l'évolution du taux de change ne correspond pas à l'évolution des agrégats macroéconomiques – par exemple la croissance économique – ou si les changements du taux de change ne sont seulement causés que par des spéculations sur le marché des devises. La raison qui est à la base de la mise en place du flottement administré en SR était une baisse des réserves de devises ainsi que des anticipations de dévaluation qui se sont manifestées par la conversion des dépôts tenus en monnaie nationale en devises. Pendant l'année suivante, le taux de change s'est déprécié, surtout à cause du régime modifié. Pourtant, cela n'a pas influencé l'évolution de l'inflation [BNS 1993 – 2002, 2003].

**Tableau 4.1.3: récapitulatif des régimes des taux de change de la couronne slovaque**

année	régimes des taux de change	zone de fluctuation en %	composition du panier monétaire
1993	fixe	+/-0,5	USD 49,6% DEM 36,1% ATS 3,7% CHF 9% FRF 2,9%
1994	fixe	+/-0,5	USD 49,6% DEM 36,1% ATS 3,7% CHF 9% FRF 2,9%
		+/-1,5	USD 40% DEM 60%
1995	fixe	+/-1,5	USD 40% DEM 60%
1996	fixe	+/-3	USD 40% DEM 60%
		+/-5	USD 40% DEM 60%
1997	fixe	+/-7	USD 40% DEM 60%
1998	fixe	+/-7	USD 40% DEM 60%
depuis 10/1998	flottant	-	monnaie de référence – l'Euro (depuis 1.1.1999)
28.11. 2005	flottant, ERM II	+/-15%	monnaie de référence – l'Euro

Source: Banque Nationale de la Slovaquie 1993 – 2002, publié par la BNS, à Bratislava, avril 2003; Rapport annuel 2005, BNS



Après la mise en place du régime flottant le 2 octobre 1998, l'euro est devenue la monnaie de référence à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999. Pourtant, cela avait des impacts sur le flottement de la couronne [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 97].

## **4.2 Application pratique de la politique monétaire actuelle de la BNS**

La politique monétaire en Slovaquie, malgré sa courte histoire, est passée par des évolutions significatives. Les changements peuvent être observés au niveau de la position de la banque centrale qui a fortifié son indépendance, notamment grâce à la mise en œuvre d'une législation appropriée. L'évolution est importante, même au niveau des objectifs et des instruments monétaires. Cela avait un impact significatif sur les possibilités de la BNS de négocier sur les marchés financiers. Ces possibilités s'élargissaient progressivement. La fortification de l'indépendance de la BNS, le ciblage des objectifs et l'application des outils monétaires sont étroitement liés à la standardisation de l'environnement macroéconomique en Slovaquie et avec processus d'intégration de la RS dans l'Union Européenne. Ce dernier a corroboré l'harmonisation de la politique monétaire de la RS avec celle de la zone euro. Les tendances dans le domaine monétaire étaient appliquées avec plus de flexibilité.

### **4.2.1 L'indépendance de la Banque Nationale de Slovaquie**

Depuis le début de son existence la BNS a disposé d'un degré de l'indépendance comparativement élevé. En fait, cette caractéristique était typique pour plusieurs pays en voie de transition. Pourtant, en liaison avec l'entrée de la RS dans l'Union européenne et plus tard en liaison avec son entrée prévue dans la zone euro, la BNS doit être conforme aux exigences de l'UE. Une des revendications principales de l'UE était la détermination d'une nouvelle cible de base de la BNS (maintien de la stabilité des prix) et en même temps l'accentuation de l'indépendance (institutionnelle, fonctionnelle, financière et personnelle) de la BNS. L'indépendance est jugée au niveau global ainsi qu'au niveau des membres indépendants du Conseil bancaire lors du ciblage de la cible principale et la réalisation des tâches associées [Hrčka, 2001, p. 5]. Par voie de conséquence, dans les années précédentes, quelques changements législatifs et institutionnels furent mis en place. La Loi 566/1992 sur la BNS était largement renouvelée, respectant les revendications de l'UE et sa nouvelle version fut

mise en œuvre à partir du 1<sup>er</sup> mai 2001. Dans la Constitution de la RS, et ce jusqu'en juillet 2001, il n'était mentionné que l'élément suivant : « *La République Slovaque crée la banque d'émission. Les détails seront déterminés par la loi.* ». Depuis juillet 2001, l'indépendance de la BNS est même mentionnée dans la Consitution de la RS, notamment dans son article mis à jour, article No. 56 de la Loi constitutionnelle No. 90/2001, selon lequel « *La Banque nationale de Slovaquie est une banque centrale indépendante et, dans le cadre de ces compétences, elle peut publier des prescriptions juridiques généralement obligatoires si la loi lui délègue ces compétences* ».

Sans nouvelle modification constitutionnelle sur la BNS, il ne serait pas possible d'atteindre certaines exigences de l'UE. Par rapport au système juridique slovaque, c'est seulement la Constitution de la RS qui peut suffisamment garantir l'indépendance de la BNS. Par exemple, la BNS pouvait même auparavant publier des prescriptions juridiques à caractère généralement obligatoire. Néanmoins, elle ne pouvait pas effectuer ces compétences en tant que banque centrale, mais en tant qu'institution du pouvoir exécutif dépendante du gouvernement [Hrčka, 2001, p. 5].

En 1997, l'Institut Monétaire Européen (IME) a élaboré une liste de caractéristiques fondamentales d'indépendance des banques centrales, décrites de manière détaillée dans le rapport de convergence en 1998 [ECB, 2006a, p. 98]. Ces caractéristiques permettaient d'évaluer l'indépendance des Banques Centrales Nationales (BCN). Celle-ci, selon l'IME, devrait être non seulement officielle, mais également un outil pour atteindre un objectif. La conception de l'indépendance des banques centrales englobe plusieurs types d'indépendance qui doivent être évalués indépendamment. Cette conception est devenue la norme pour la BNS après l'entrée dans l'UE et dans la perspective de l'entrée dans la zone euro. En conséquence, même la législation slovaque mise à jour est fondée sur ces critères. Il s'agit des types suivants d'indépendance:

- **fonctionnelle,**
- **institutionnelle,**
- **personnelle,**
- **financière.**

*L'indépendance fonctionnelle* exige une détermination claire et juridique de la cible fondamentale de chaque banque centrale [ECB, 2006a, p. 99]. De plus, la banque centrale doit avoir les moyens et les outils nécessaires afin d'atteindre l'objectif en question

indépendamment de n'importe quelle institution. Cela signifie également la transparence et le dialogue avec les personnes tiers.

***L'indépendance institutionnelle*** suppose l'interdit aux BCN et leurs membres possédant les plus grandes compétences de demander ou d'accepter les instructions des institutions ou organes européens, des gouvernements nationaux ou d'autres agents. Plus précisément, et sur la base de cette indépendance institutionnelle, les personnes tiers [ECB, 2006a, p. 100] ont l'interdiction :

- de donner des instructions aux BCN,
- d'adopter, d'arrêter, d'annuler ou d'ajourner les décisions des BCN,
- d'observer les raisons juridiques des décisions – les décisions peuvent être jugées seulement par des cours indépendantes,
- de participer – avec droit de vote – à des organes des BCN,
- de consulter les décisions des BCN *ex-ante* – les consultations *ex-ante* avec des personnes tiers donnant la possibilité d'influencer la décision finale de la BCN, ce qui va, par conséquent, à l'encontre du principe d'indépendance institutionnelle.

Pourtant le dialogue entre la BCN et les personnes tiers est conforme au précepte d'indépendance si:

- le dialogue ne limite pas et ne modifie pas l'indépendance des membres des organes de la BCN ayant des compétences décisionnelles,
- la position particulière des gouverneurs dans le Conseil Général de la BCE est complètement respectée,
- toutes les revendications afin de maintenir le secret professionnel sont respectées.

***L'indépendance personnelle*** est liée avec la garantie même de la durée fonctionnelle des membres des organes de la BCN ayant des compétences décisionnelles. La période fonctionnelle du gouverneur devrait être d'au moins 5 ans. Cette directive protège même contre le dédit inapproprié du gouverneur. Elle spécifie des raisons adéquates pour la révocation de la fonction. C'est-à-dire, par exemple, lorsque le gouverneur ne remplit plus les conditions nécessaires pour sa fonction ou lorsqu'il a commis une erreur grave, etc. En même temps, il faut assurer la possibilité de fournir le cas à la Cours Juridique des Communautés Européennes. L'indépendance personnelle de la banque centrale devrait reposer surtout sur les aspects suivants [ECB, 2006a, pp. 102-104]:

- la période fonctionnelle minimale du gouverneur devrait être de cinq ans , mais une période plus longue n'est pas exclue,
- les raisons pour la révocation du gouverneur devraient être déterminées dans le statut et elles devraient assurer que le gouverneur ne peut pas être révoqué à cause d'autres raisons. Le but de cette recommandation est d'empêcher aux organes qui nomment le gouverneur, surtout le gouvernement et le parlement, de révoquer le gouverneur selon leurs propres inclinaisons,
- en outre du gouverneur, garantir la durée de la période fonctionnelle des autres membres des organes de la BCN ayant des compétences décisionnelles. Il s'agit de membres participant aux tâches correspondant au Système Européen des Banques Centrales,
- le droit pour évaluation juridique – les membres des organes de la BCN ayant des compétences décisionnelles doivent avoir le droit de déposer n'importe quelle décision sur sa révocation envers la cours indépendante, et ce afin d'éliminer la possibilité politique de leur révocation,
- la protection contre le conflit d'intérêts signifie qu'un poste dans un organe ayant compétences décisionnelles est en contradiction avec l'exécution des autres fonctions.

Même si la BCN était indépendante de point de vue des critères précédents, mais si elle ne peut pas utiliser d'une manière autonome les ressources financières suffisantes afin d'exécuter son mandat, son indépendance générale serait menacée. Le principe d'*inépendance financière* signifie entre autres que les BCN doivent avoir assez des moyens financiers pour remplir des tâches en liaison avec le Système Européen des Banques Centrales, mais également pour l'exécution de ses propres tâches nationales. De ce point de vue, il est nécessaire d'observer les quatre aspects suivants sur la stabilité financière [ECB, 2006a, pp. 105-106]:

- la détermination du budget : exclure des compétences des tiers la détermination ou l'influence du budget de la BCN,
- les règles comptables : les comptes devraient être assortis, selon les règles comptables générales ou selon les règles des organes compétents de la BCN. La fermeture des comptes annuels devrait être approuvée par les organes de la BNS ayant des compétences décisionnelles sous la présence d'auditeurs indépendants et elle peut être approuvée également par les tiers (par exemple par le gouvernement). Sur le calcul du profit, les organes de la BCN devraient décider indépendamment et professionnellement,

- la division du profit, le bien fondamental et les réserves financières de la BCN : les statuts de la BCN peuvent prescrire la façon de répartir le profit. Si ces prescriptions sont manquantes, le profit peut être divisé selon les décisions de l'organe de la BCN ayant des compétences décisionnelles,
- la responsabilité financière de l'organe surveillant : certains pays membres ont un tel organe intégré dans la BCN. Si cet organe est soumis à une décision indépendante de la BCN, le problème ne se manifeste pas. D'autre part, il est important de s'assurer que les décisions de ces organes ne menaceraient généralement pas le financement de la BCN.

Sur la base du processus d'entrée dans la zone euro – qui a déjà commencé, il est indispensable d'adopter et de mettre en œuvre dans la législation domestique les parties des *acquis communautaires*, en outre liées à l'indépendance de la position et des fonctions de la banque centrale, mais également avec certaines sphères des finances. Il s'agit par exemple de l'interdiction faites de financer directement l'Etat, et d'accéder de manière privilégiée des organes d'Etat aux institutions financières, du libre mouvement des capitaux, de la législation bancaire, de la législation réglant les services d'investissement et du commerce avec les titres, etc. [Úrad vlády SR (Bureau de gouvernement), 2003, p. 1].

Les critères d'indépendance mentionnés ci-dessus et ainsi élaborés par l'IME étaient déjà intégrés dans la législation slovaque. La BNS a en effet une position indépendante garantie par la Constitution de la RS. La Loi sur la BNS respecte l'indépendance totale au niveau institutionnel, fonctionnel, personnel et financier. Selon le rapport du Bureau du gouvernement de 2002 à 2006, le cadre législatif sur la position et l'exécution des fonctions de la BNS est pleinement harmonisé avec les parties particulières des *acquis communautaires* [Úrad vlády SR (Bureau de gouvernement), 2003, p. 1]. La mise en place des directives de l'UE dans les domaines en question permet la standardisation de l'environnement interne des pays entrants, et afin d'augmenter l'efficacité de la réalisation de la politique monétaire unique après leur entrée dans la zone euro. Et justement la position autonome de la BNS et la stabilité du secteur financier sont les conditions clés de l'efficacité d'une politique monétaire unique [Úrad vlády SR (Bureau de gouvernement), 2003, p. 6].

Une convergence réelle et nominale réussie est en outre conditionnée également par la convergence institutionnelle et par les réformes législatives. La mise en œuvre de principes acceptés au niveau international dans la législation slovaque fortifie la standardisation de l'environnement interne du pays. Cela incite à une meilleure intégration de la Slovaquie dans

l'environnement économique et financier internationaux [Úrad vlády SR (Bureau de gouvernement), 2003, p. 1].

La BNS, dans l'échelle déterminée par la loi, doit promouvoir la politique économique du gouvernement. L'exécution de ces rôles principaux s'applique indépendamment des instructions du gouvernement [BNS, 1994, p. 7]. C'est-à-dire que la banque centrale slovaque possède une autonomie au niveau du choix des instruments monétaires et au niveau de l'envergure de leur application.

La volonté pour l'indépendance de la BNS s'en est également suivie de la déclaration du gouvernement de la RS de 2002 à 2006, selon laquelle une politique macroéconomique responsable doit être fondée sur la coopération équilibrée entre le gouvernement et la BNS. L'objectif du gouvernement est de toujours soutenir l'autonomie de la BNS et la communication avec la banque centrale en formulation de la politique économique [Programové vyhlásenie vlády (La déclaration du programme de gouvernement), 2002, p. 1].

La BNS remplit les conditions d'indépendance selon l'IME du point de vue de leur mise en œuvre dans la législation slovaque. Pourtant les critères, les signes et les indicateurs d'indépendance peuvent être variés. Même s'il est difficile de déterminer et de quantifier à travers des indicateurs exacts la convergence réelle de la BNS, Kliková et Kotlán [2003, p. 153] proposent l'application de critères partiellement différents afin de juger de l'indépendance de la banque centrale. Ils divisent les critères en deux groupes ; politiques et économiques (tableaux 4.2.1a et 4.2.1b). Selon l'évaluation de ces critères, l'indépendance de la BNS est significative ; pourtant, elle n'est pas si élevée que dans le cas précédent.

**Tableau 4.2.1a: l'indépendance politique de la banque centrale**

<b>Critères proposés</b>	<b>Evaluation des critères particuliers devant être remplis dans le cas de la BNS</b>
Le gouverneur n'est pas nommé par le gouvernement.	Le gouverneur et le vice-gouverneur sont nommés par le président selon la proposition du gouvernement, approuvée par le parlement de la RS.
Le gouverneur est nommé pour une période supérieure à cinq ans.	Le gouverneur est nommé pour cinq ans. La même personne peut être nommé gouverneur plusieurs fois mais pas plus que durant deux périodes fonctionnelles consécutives.
Le conseil bancaire entier n'est pas nommé par le gouvernement.	Huit membres du conseil bancaire sont nommés et révoqués par le gouvernement selon la proposition du gouverneur de la BNS.
Le conseil bancaire entier est nommé sur une période supérieure à cinq ans.	Les membres du conseil bancaire sont nommés pour une période de cinq ans. La même personne peut être nommé membre du conseil bancaire plusieurs fois mais pas plus que durant deux périodes fonctionnelles consécutives.
La participation d'un représentant du gouvernement dans le conseil bancaire n'est pas recommandée.	La Loi sur la BNS remplit entièrement à ce critère.
Le gouvernement n'approuve pas les intentions de la banque centrale sur la politique monétaire.	La BNS effectue ses activités indépendamment des instructions des organes d'Etat, des organes des autorités locales, d'autres organes des pouvoirs publics et d'autres agents. La BNS effectue des fonctions consultatives par rapport au gouvernement.
Lexigence de maintenir la stabilité monétaire est réglée par la loi.	La cible principale de la BNS est de maintenir la stabilité des prix (§2). De ce paragraphe, il s'ensuit également le maintien de la stabilité monétaire, puisque les deux types des stabilités sont étroitement liées et qu'elles s'influencent mutuellement. Cet aspect est même confirmé par le paragraphe §49aa, selon lequel « la BNS assure l'exécution des activités préparatoires pour l'adoption de l'euro... ». En pratique, cela signifie le maintien d'un taux de change stable, surtout pendant l'application du système ERM 2.
existence de mesures législatives dans le domaine de la solution des conflits entre la banque centrale et le gouvernement.	La législation slovaque convient entièrement à ce critère.

Source: Kliková et Kotlán; Ústavný zákon č. 90/2001 Z. z. (Loi constitutionnelle No. 90/2001); Zákon o BNS č. 566/1992 Zb. (Loi sur la BNS No. 566/1992)

**Tableau 4.2.1b: l'indépendance économique de la banque centrale**

Critères proposés	Evaluation des critères particuliers devant être remplis dans le cas de la BNS
possibilités de crédits directs existent, mais elles ne sont pas automatiques.	L'article 101 des directives du Conseil de la Communauté Européenne interdit à la BCE et aux BCN de l'UE de fournir aux gouvernements, aux institutions ou aux organes de la Communauté Européenne la possibilité d'épuiser les crédits [ECB, 2006b, p. 112].
crédits aux gouvernements à taux d'intérêt du marché.	L'article 102 interdit toutes les mesures qui permettraient un accès privilégié aux gouvernements, aux institutions et aux organes de la Communauté Européenne [ECB, 2006b, p. 112].
Le crédit direct n'est fourni au gouvernement que temporairement.	La législation slovaque convient entièrement à ce critère.
Le crédit direct n'est fourni au gouvernement qu'à un niveau limité.	La législation slovaque convient entièrement à ce critère. Par exemple cela est mentionné même par Beblavý [Marcinčin, 2000, p. 108] que la BNS ne peut prêter que 5% des revenus du budget d'Etat au maximum. L'émission des bons de caisse d'Etat est appliquée.
La banque centrale ne participe pas au marché primaire de la dette publique.	La législation slovaque convient entièrement à ce critère.
Le taux d'intérêt directeur est déterminé par la banque centrale.	La BNS détermine le taux d'intérêt directeur comme il s'ensuit de la Loi sur la BNS (§18).

Source: Kliková a Kotlán; Ústavný zákon č. 90/2001 Z. z. (Loi constitutionnelle No. 90/2001); Zákon o BNS č. 566/1992 Zb. (Loi sur la BNS No. 566/1992); Výročná správa 2005, ECB (Rapport annuel 2005)

D'autres économistes divisent même les critères d'indépendance en deux groupes. Ils distinguent donc l'autonomie politique et économique. C'est le cas par exemple de Grilli et ses collègues [1991] qui calculent l'indice de l'indépendance politique et l'indice de l'indépendance économique. L'indice de Cukierman [1992, p. 372] est fondé sur des principes similaires, mais les valeurs des critères particuliers sont enfin comptés ensemble et le résultat se retrouve en un seul indice. Beblavý [Marcinčin, 2000, p. 106] a calculé l'indépendance de la BNS et de la Banque nationale tchèque (BNT) sur la base de ces deux méthodes. Il a travaillé avec des données des années 90. Le tableau suivant donne les résultats obtenus:

**Tableau 4.2.1c: indépendance de la BNS et de la BNT**

Banque centrale	indice de Grilli sur l'indépendance politique	indice de Grilli sur l'indépendance économique	indépendance totale selon Cukierman
BNS	4-6,3	5	0,71-0,83
BNT	5-8	5	0,71-0,83

Source: Marcinčin, Beblavý; 2000, p. 107



Dans le cas de l'indépendance politique, valeur maximale se trouve au niveau de 8. Puisque les critères politiques ne sont pas toujours exacts, le résultat peut être partiellement imprécis. Les critères économiques peuvent être évalués plus facilement et leur somme maximale est de 7. Dans l'indice de Cukierman, la valeur maximale était de 1. Ces calculs ont été faits avant le changement de Constitution de la RS et avant la grande modernisation de la Loi sur la BNS, et même avant les autres changements législatifs en liaison avec l'harmonisation selon les critères de l'IME. Par conséquent, les valeurs actuelles des indices seraient plus élevées.

Pourtant, dans l'histoire de la RS, il existe une tentative de limiter l'indépendance de la BNS. En 1997 le gouvernement a déposé au parlement une proposition consistant en trois changements significatifs [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 108]:

- augmenter le nombre des membres du Conseil bancaire de huit à dix et où le gouvernement pourrait nommer et révoquer la moitié des membres. Auparavant, le gouvernement nommait et révoquait selon la proposition du gouverneur trois des huit membres,

- augmenter la somme éventuelle du crédit pour la BNS de 5 à 10% des revenus du budget de l'Etat sur la base de l'année précédente,

- le budget de la BNS serait approuvé par le parlement et non par le Conseil bancaire. Etant donné que la plupart du budget de la BNS est utilisée pour l'exécution de la politique monétaire, par conséquent, le parlement aurait pu influencer la politique de la BNS.

L'adoption des ces propositions aurait signifié l'abandon de la position indépendante de la BNS et la réduction de la crédibilité de la RS. Au final, les propositions n'ont pas été approuvées par le parlement. A l'étranger la BNS fut considérée comme une institution qui a garanti la politique macroéconomique équilibrée de 1994 à 1998 [OECD, 1999, p. 63]. Puisque l'afflux des investissements étrangers était à cette époque très bas en RS, le gouvernement était dépendant des crédits étrangers. La limitation ou l'abandon du statut d'indépendance de la BNS aurait entraîné le fait que les ressources étrangères auraient été plus chères ou même limitées.

D'autre part, on peut se poser la question de savoir si la banque centrale dans une économie petite et ouverte, telle que la Slovaquie, peut appliquer son indépendance entièrement. Pour la stabilité monétaire ou celle des prix, l'évolution sur les marchés mondiaux, l'évolution des prix du pétrole, la croissance économique en Union européenne, la situation politique en Europe centrale, etc. sont souvent beaucoup plus importants que les

mesures de la BNS ou les déclarations du gouverneur. Pourtant, cela ne veut pas dire que l'indépendance de la BNS soit inutile. Son impact sur la RS est incontestablement favorable.

#### 4.2.2 Les objectifs finaux de la politique monétaire

Les objectifs finaux d'une politique économique de stabilisation sont le plus souvent les agrégats macroéconomiques suivants:

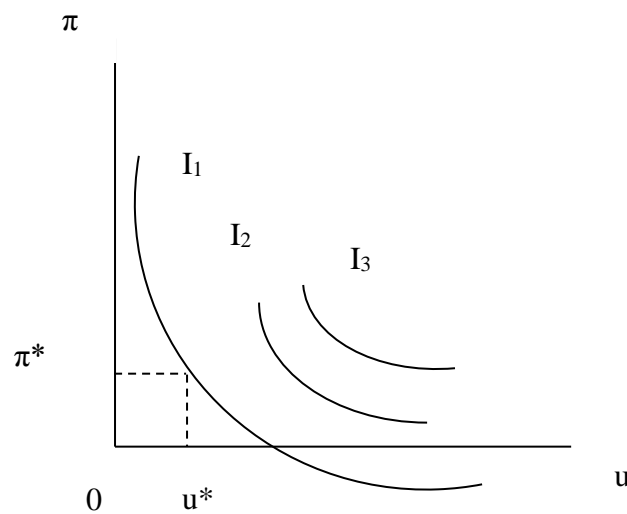
- le taux d'inflation, éventuellement le niveau de prix (c'est-à-dire un taux de l'inflation faible et stable),
- le produit total, plus précisément une croissance économique suffisante,
- l'emploi élevé,
- la solde de la balance de paiement en équilibre,
- la stabilité des taux d'intérêt de long terme,
- la stabilité du taux de change, etc.

Certaines opinions de la théorie, ainsi que de l'expérience pratique, affirment que quelques cibles monétaires sont en compétitivité entre elles. Il n'est donc pas possible de cibler un taux d'inflation faible et, en même temps, une croissance économique élevée. Cette conjecture prend sa source dans l'interprétation de la courbe de Phillips. Phillips a en effet observé une corrélation négative entre les taux de salaire nominaux et le taux de chômage. Plus tard, cette hypothèse était appliquée sur le taux d'inflation par rapport au taux de chômage. Les économistes ont supposé qu'une autorité monétaire doit faire l'arbitrage entre des cibles particulières.

La cible que la banque centrale choisissait finalement dépendait surtout de ses préférences. Or, dans la pratique, les cibles monétaires sont le plus souvent déterminées par la loi et accordées par le parlement, et sur propositions du gouvernement. Ces préférences peuvent être, par exemple, observées sur le graphique 4.2.2a, qui reflète les préférences entre la croissance économique et l'inflation sous la forme de courbes d'indifférence.

A partir de ce graphique il paraît évident que la banque centrale préférera la courbe d'indifférence ( $I_1$ ), qui se trouve être est la plus proche de zéro sur ce graphique. Pourtant, dans le cadre de cette courbe, elle doit faire un arbitrage entre l'inflation,  $\pi$  et le taux du chômage naturel,  $u$ . Eventuellement, elle va choisir un « compromis » entre les deux objectifs et sa politique monétaire sera, par exemple, au niveau de  $\pi^*$  et  $u^*$  :

### Graphique 4.2.2a: préférences des cibles finales monétaires exprimées par des courbes d'indifférence



Source: Handa. 2000. *Monetary Economics*. p. 300

Par contre, les observations présentes ne confirment pas cette corrélation. Les critiques de la courbe de Phillips affirment que l'hypothèse de Phillips n'est seulement valide qu'à court terme. A moyen et à long terme, la courbe de Phillips est jugée verticale [Meddeb, 2000, p.251]. Par conséquent, la politique monétaire ne doit pas chercher un compromis entre les cibles macroéconomiques, et elle peut fixer plusieurs cibles en même temps. Cette affirmation est également confirmée par la stratégie de la FED aux E.-U., qui cible trois objectifs équivalents en même temps: un taux faible d'inflation, une croissance économique suffisante, un taux d'emploi élevé.

Une des études empiriques est expliquée dans l'article de Stanners [1993]. Stanners a étudié, à l'aide des méthodes statistiques simples, l'existence d'une relation entre le taux d'inflation et le taux de croissance. Il a rassemblé les données de 44 pays pendant la période allant de 1950 jusqu'à 1988. Il a étudié la corrélation en appliquant plusieurs variations et modifications. La corrélation, au sens de la courbe de Phillips, n'était confirmée ni dans le cas d'une réduction, ni dans le cas d'un agrandissement de l'échantillon des pays observés. Cette analyse corrobore les doutes sur la validité de la courbe de Phillips.

Même quelques analyses affirment des hypothèses inverses, opposées. Une de ces études se trouve dans l'article M. Friedman et A.J. Schwartz [1982], qui comparaient la relation entre

l'inflation et la croissance économique aux E.-U. de 1875 jusqu'en 1975. Ils pensaient alors, au départ, trouver une relation positive entre le niveau de prix et le volume de production. Et ce fut une grande surprise pour eux de trouver une relation négative, c'est-à-dire une baisse des prix conduisant à l'accroissement de la production, et la relation inverse.

L'étude de A.J. Brown arrive à la même conclusion [1985] : il a analysé les données de 13 pays (Japon, Canada, Etats-Unis, Grande Bretagne, Australie, Italie, Suède, France, Allemagne, Danemark, Pays-Bas, Inde a Brésil) de 1951 jusqu'à 1979. Il a ainsi trouvé une corrélation négative entre le taux d'inflation et la croissance économique pour tous les pays en question et pour toutes les périodes observées.

Cependant, il est nécessaire de souligner qu'une telle corrélation est statistiquement significative uniquement à long terme.

Motley [Intertaglia, 2001] a étudié les données de pays développés et en voie de développement. Il a ainsi observé qu'une réduction d'inflation de 1% conduit à une croissance de la productivité de 0,6% à long terme. Cela signifie que l'augmentation de l'inflation de 2% à 12% conduirait à une réduction de la productivité de 6%. Cette corrélation entre l'inflation et la productivité est statistiquement beaucoup plus pertinente que celle entre l'inflation et la croissance économique. De même, les calculs de Taylor [1997] montrent qu'un accroissement de l'inflation de 1% conduirait, *ceteris paribus*, à une baisse de productivité de 0,25%.

A partir des années 90, de fortes tendances désinflationnistes ont pu être observées. C'était surtout le cas des pays développés qui ont appliqué une politique monétaire concentrée sur le ciblage de l'inflation. Dans plusieurs de ces pays, le niveau d'inflation était comparativement faible, à peu près de 2% à long terme. Cette tendance s'ensuit de plusieurs facteurs:

- dans les années 90, l'internalisation, la mondialisation se développe et les marchés locaux s'ouvrent aux marchés internationaux. Cela est encore plus accentué par les changements politiques d'Europe Centrale et Orientale. La concurrence augmente, les prix baissent – surtout dans les pays développés ; par contre, dans les pays en voie de transition ils augmentent en raison de la restructuration et de l'effet de Balassa-Samuelson<sup>1</sup>,
- dans les années 90 la plupart des banques centrales, surtout dans les pays développés, ont adopté la stratégie du ciblage d'inflation. Cela a également entraîné la baisse du taux d'inflation.

---

<sup>1</sup> Selon l'effet de Balassa-Samuelson, la hausse de l'indice des prix à la consommation est fonction a) de l'accroissement des prix des biens échangeables, b) de la différence des rythmes de productivité entre le secteur des biens échangeables et le secteur des biens non-échangeables. Plus les gains de productivité dans le secteur des biens échangeables sont forts (relativement à ceux de l'autre secteur) et plus la hausse des prix sera importante.

De ces analyses et d'autres études très similaires, il en découle que les cibles finales monétaires ne sont en général pas en conflit entre elles et surtout pas à long terme.

### ***Le poids optimal des cibles monétaires choisies***

Bien entendu, il n'est pas facile de déterminer exactement la valeur du paramètre qui exprime l'importance et le poids des objectifs monétaires. Romer [1993] a introduit le fait que la tendance à l'inflation dépend, entre autres, du taux d'ouverture de l'économie. Selon lui, dans les économies ouvertes, le poids de l'inflation devrait être plus grand par rapport à la pondération de la croissance économique, parce qu'elles sont plus sensibles aux influences externes. La relation entre l'ouverture et l'inflation est plus visible dans le cas des pays ayant des exportations et des importations plus élevées, ainsi que dans le cas des pays ayant un taux d'industrialisation plus grand. Cette corrélation ne s'avère pourtant pas pour la plupart des pays de l'OCDE.

### ***Les cibles finales monétaires dans la RS***

La stabilité de la monnaie constituait la cible essentielle jusqu'en 1999. Après le changement de régime de taux de change et l'application du régime flottant, la BNS a changé sa cible finale. Elle a commencé à cibler l'inflation même si ce n'était, au tout début, que d'une manière provisoire. Pendant l'année 1999, la BNS se focalisait alors sur l'indicateur d'inflation dite pure : le panier de consommation était divisé en trois parts – les biens alimentaires lesquels représentaient 26,8% de ce panier à cette époque, les biens et services dont les prix étaient régulés (17,8%), et les autres marchandises et services qui représentaient 55,4%. La BNS s'est décidée à ne viser uniquement que les prix dans le dernier groupe susmentionné. Les prix régulés en étaient exclus, car il s'agissait de mesures administratives, et la politique monétaire ne peut pas en être tenue responsable.

L'exclusion des prix de l'alimentation s'expliquait par une grande volatilité des prix dans ce domaine, en raison d'une offre instable causée par un niveau de récolte variable, etc. Pourtant, un tel ciblage de l'inflation a été souvent critiqué. Cet indicateur avait plusieurs inconvénients [Beblavý, Marcinčin, 2000, pp. 117-119] :

- Les biens alimentaires représentent une composante importante du panier de consommation, et c'est pourquoi leur exclusion menace l'importance de cet indicateur et de la cible monétaire,
- un tel panier ne représente que la moitié du panier de consommation totale,

- les parties volatiles, telles que les prix des biens alimentaires, peuvent être exclues seulement si leur évolution de long terme correspond à l'évolution du reste du panier. Autrement, leur exclusion déforme l'inflation pure par rapport à l'inflation totale. Dans le cas de la RS depuis 1995, la croissance des prix des produits alimentaires était moins élevée que la croissance du reste du panier. Par conséquent, le ciblage de l'inflation pure n'était pas très favorable en RS.

En 2001, selon l'harmonisation législative en RS avec la législation de l'UE, la loi sur la BNS était modernisée. Le nouveau cadre législatif sur la politique monétaire a déterminé le maintien de la stabilité des prix en tant que cible principale en lieu et place de la cible de la stabilité du taux de change [BNS, 2003a, p. 13]. Cependant, l'indicateur clé a changé : à partir de cette période, c'est l'inflation nucléaire qui est calculée par l'Agence de Statistique de la RS. Par la suite, la transparence des résultats de la politique monétaire et l'indépendance des calculs de la BNS furent assurées. L'inflation nucléaire capte même les biens alimentaires ; pourtant, des régulations administratives sont évacuées comme, par exemple, les changements dans les impôts indirects et dans les dotations. L'inflation nucléaire représente à peu près 82% des prix du panier de consommation. Cela peut être considéré comme un résultat plus précis [Beblavý, Marcinčin, 2000, pp. 118-119].

Selon la définition de la BNS [BNS, 2006, p. 168], l'inflation nucléaire quantifie le taux de croissance du niveau des prix sur un panier de consommation incomplet. Les éléments à prix régulés et les éléments à prix influencés par d'autres mesures administratives (telles que, par exemple, le changement de TVA, les taxes sur la consommation, les dotations) sont exclus du panier de consommation. L'inflation nucléaire fait partie de l'indice national des prix des consommateurs.

Depuis 2004, et ce après l'entrée de la RS dans l'Union européenne, l'indicateur d'inflation fondamentale pour la BNS est l'indice harmonisé des prix de la consommation (IHPC). La BNS contrôle uniquement cet IHPC et réagit seulement à ces prix.

Selon la définition de la BNS et de la BCE [BNS, 2006, p. 167], l'IHPC est un indice mesuré sur une base comparable des pays membres de l'UE qui prend en considération les différences dans les définitions nationales. Les échantillons de cet indice doivent être bien tenus à jour et les prix inclus dans les IHPC doivent être ajustés pour tenir compte des variations de la qualité des produits.

Les différences entre les indices particuliers sont exprimées dans le schéma suivant. L'inflation totale est exprimée par l'indice des prix à la consommation, éventuellement par l'IHPC.

### Schéma 4.2.2a: indicateurs de l'inflation

INFLATION TOTALE =

<b>secteur des biens négociables:</b>	biens alimentaires, autres biens négociables;
<b>secteur des biens non-commerciaux:</b>	prix régulés (surtout les prix des énergies), services marchands;

INFLATION PURE = INFLATION TOTALE – prix des biens alimentaires – prix régulés

INFLATION NUCLEAIRE = INFLATION TOTALE – prix régulés – changements dans la politique fiscale (influence de la TVA, impôts sur la consommation et les dotations)

Les objectifs et instruments de la politique monétaire pour chaque année sont mentionnés dans le programme monétaire publié par la BNS. Depuis 2000, la perspective anticipée de l'évolution des indicateurs macroéconomiques et monétaires du moyen terme fait partie du programme monétaire [BNS, 2003a].

En dépit de la cible essentielle de la politique monétaire – la stabilité des prix; la stabilité du taux de change est toujours très importante pour la BNS. C'est surtout vrai après l'entrée de la RS dans le système de ERM II. Ensuite, la stabilité des prix est parfois caractérisée à travers un double aspect [Jílek, 2004, p. 426]:

- a) la stabilité des prix interne – un niveau des prix stable,
- b) la stabilité des prix externe – une stabilité du taux de change

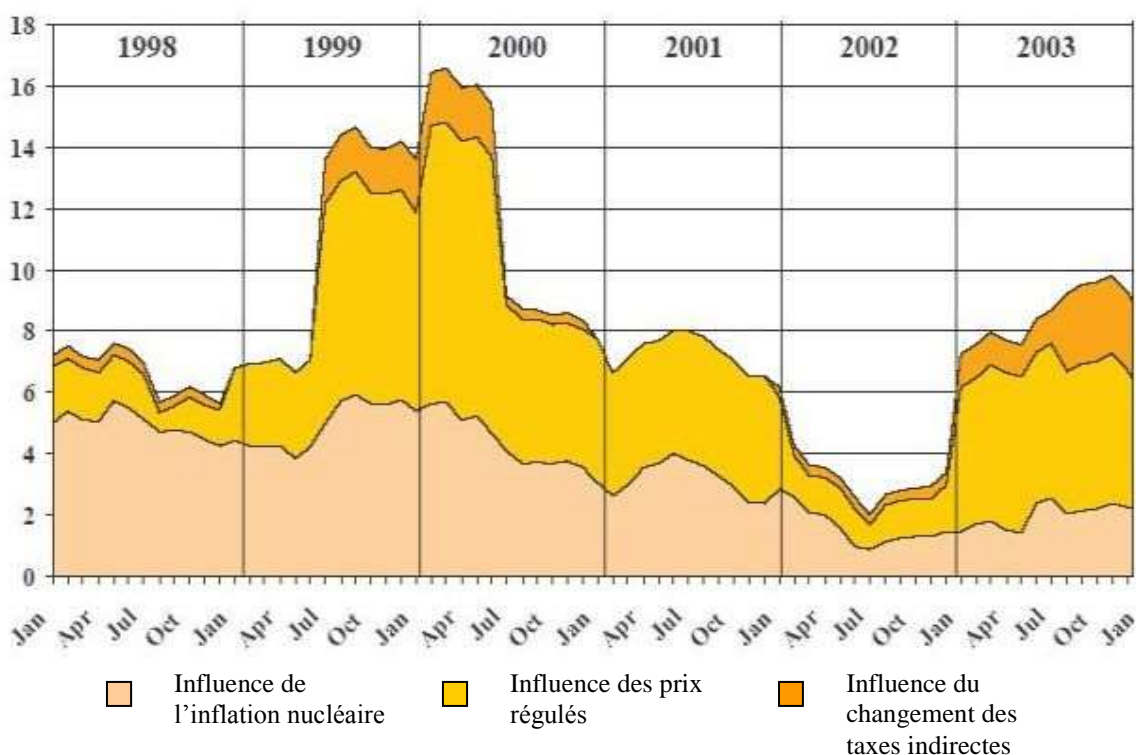
En RS, la stabilité des prix est prise dans le sens de la stabilité des prix interne.

Même si le taux d'inflation annuel était, les années précédentes, au niveau moyen de 8-9 %, c'était surtout la libération des prix qui l'a faite tant augmenter. Dans le passé, et même avant 1990, les prix de tous les biens et les services étaient fixés par l'Etat, il a donc fallu les libérer, mais bien entendu, d'une manière graduelle. Pour les besoins des pays en transition, il est surtout important d'observer l'inflation totale, mais également l'inflation pure, éventuellement l'inflation nucléaire (qu'on pourrait ici caractériser d' « inflation sous-jacente »). Puisque la part des prix fixés par l'Etat était surtout, au début, très significative, il est souvent plus utile de « nettoyer » l'inflation totale de ces prix. Par le biais de l'inflation

pure, nous pouvons évaluer le fonctionnement de la banque centrale et l'efficacité de sa politique monétaire d'une manière plus véridique. La banque centrale ne peut pas être responsable des décisions du gouvernement au niveau de la libération des prix. Par conséquent, le choix de l'inflation pure, éventuellement de l'inflation nucléaire, était, à la fin des années 90, justifié.

En raison du processus de transition avancé, les conditions d'observation de l'indice d'inflation totale sont devenues plus favorables. Cet indice est pour le grand public plus compréhensible et transparent. L'année 2004 fut, selon la déclaration du gouvernement, la dernière année de libération massive des prix, et, par voie de conséquence, à partir de l'année 2005, l'inflation totale devrait significativement s'approcher de l'inflation pure ou nucléaire. Par exemple, les prévisions d'inflation totale en 2005 estiment son niveau autour de 3,5% (+/- 0,5 %), et de 2% pour l'inflation pure éventuellement nucléaire [BNS, 2004a]. Dans les années précédentes, les différences entre inflation totale et inflation pure – éventuellement nucléaire – étaient beaucoup plus significatives, hormis pour l'année 2002, lorsque le gouvernement a seulement libéré les prix d'une manière minimale en raison des élections parlementaires. Cette situation est représentée sur les graphiques 4.2.2b et 4.2.2c:

**Graphique 4.2.2b: les éléments de l'inflation totale en RS de 1998 à 2003**



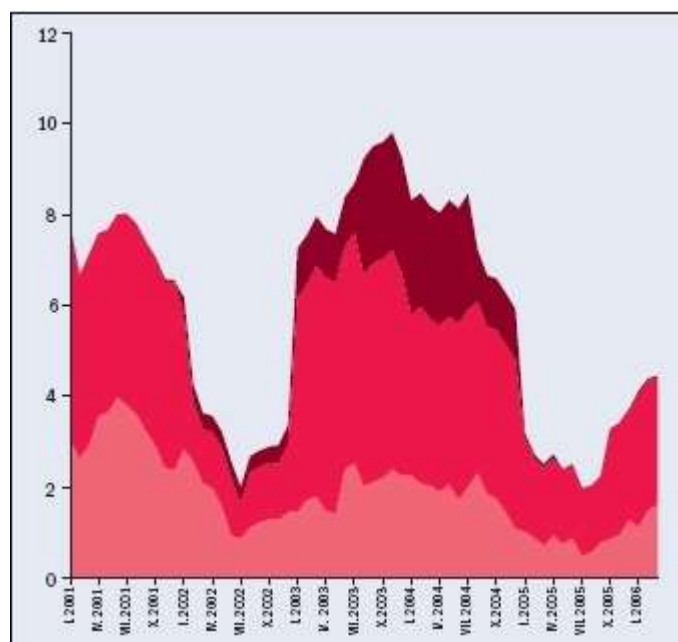
Source: Nell, 2004b, p. 23



La surface totale du graphique correspond à l'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation. En 2002, année électorale, des réductions significatives des mesures administratives peuvent y être observées. Par conséquent, l'inflation totale était en 2002 beaucoup moins élevée que durant les années précédentes. Le taux d'inflation bas observé en 2005 est, entre autres, causé par la réévaluation de la couronne slovaque et par les succès de la BNS dans l'application de la politique monétaire.

La BNS a progressivement adapté sa stratégie monétaire aux tendances existantes et aux possibilités macroéconomiques de la RS. Depuis 2002, elle applique un ciblage dit implicite et, depuis 2005, un ciblage de l'inflation dit, cette fois, explicite. Pourtant, les prix actuels ne devraient pas être décisifs, car ils sont déjà liés avec le passé, mais les prix anticipés à l'avenir devraient l'être. La politique monétaire actuelle devrait être adaptée aux prix anticipés. En conséquence, la BNS pratique dans le cadre de son ciblage de l'inflation explicite des prévisions de moyen terme. Celles-ci contiennent même des prévisions d'inflation. Cependant, cette problématique est mentionnée plus précisément dans le chapitre 4.4 sur les stratégies monétaires.

**Graphique 4.2.2c: les éléments de l'inflation totale en RS de 2001 à 2006**



- l'influence des changements des impôts indirects
- l'influence des prix régulés
- l'influence de l'inflation nucléaire

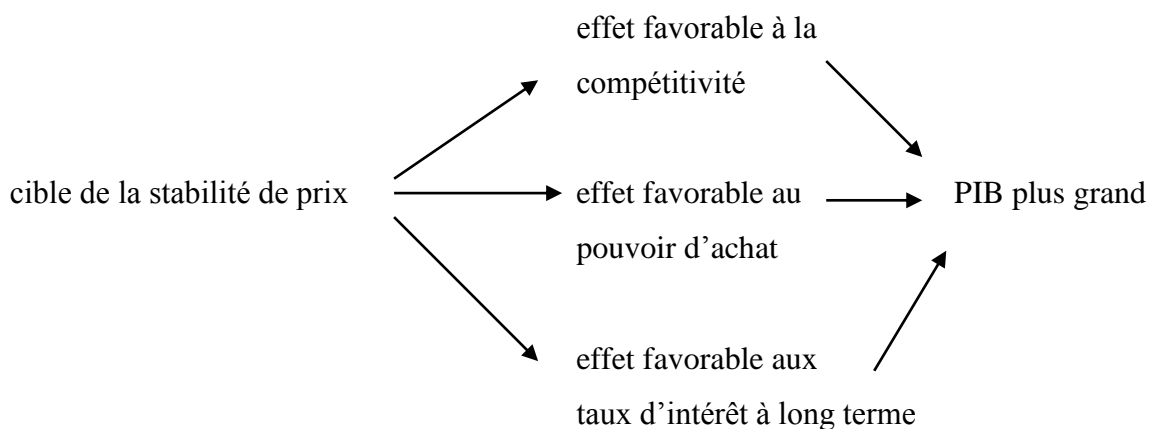
Source: ŠÚ SR

### ***Quelle cible finale choisir pour la Slovaquie?***

Les résultats atteints dans l'évolution du chômage retardent significativement, en arrière-plan, les résultats de l'inflation et de la croissance économique. La politique monétaire ne devrait-elle pas traiter un agrégat macroéconomique aussi important que le taux de chômage? La FED aux E.-U. donne une importance égale, à la fois, à l'inflation, à la croissance économique, au chômage. Pourquoi la cible de la croissance économique et du chômage n'est-elle pas visée par la BNS? Les études empiriques confirment qu'il n'y a aucune corrélation négative entre elles à long terme. C'est-à-dire qu'elles ne s'excluent pas mutuellement. On peut se demander s'il n'existe pas une corrélation positive entre elles, et donc si elles ne se soutiennent pas réciproquement.

Certains économistes s'efforcent de prouver qu'il existe une corrélation positive entre les cibles en question. Patat [2002] suppose que la détermination de la stabilité de prix en tant que cible finale de la politique monétaire apporte globalement quelques effets positifs pour l'économie et, enfin, également pour la croissance économique:

#### **Schéma 4.2.2b: effets positifs d'une stabilité des prix visée**



Ce schéma prend sa source dans la supposition que les prix sont stables [Patat, 2002], que les consommateurs ont l'impression que leur pouvoir d'achat ne change pas au cours d'une période plus longue, et, surtout, qu'il ne baisse pas. Ensuite, les employés ne font pas pression sur la croissance de leurs salaires. Ni les salaires, ni les coûts unitaires de salaire n'augmentent, et cela encourage la compétitivité des firmes. L'investissement, les exportations, la demande et la consommation s'accroissent. En conséquence, une politique monétaire expansionniste, ou éventuellement, une politique monétaire légère ne sont pas

nécessaires afin d'encourager la croissance économique. Même la politique monétaire a des capacités pour atteindre un effet similaire et, de plus, maintenir la stabilité de prix.

L'objectif de la stabilité de prix (éventuellement de l'inflation, même si les deux expressions ne sont pas complètement analogues, comme cela a déjà été expliqué ci-dessus) est une condition de base pour qu'une économie ait des chances d'atteindre une croissance économique et un niveau du chômage désirés. Mais les résultats positifs des deux dernières variables se manifestent cependant plus tard, en général à long terme.

Il s'ensuit que les cibles macroéconomiques particulières se soutiennent mutuellement et, de plus, la pratique a vérifié qu'il vaut mieux commencer par cibler la stabilité des prix. La politique monétaire arrive à influencer assez efficacement le niveau des prix par les instruments qu'elle a à sa disposition, puisqu'il s'agit d'une catégorie monétaire. Le niveau des prix dépend, avant tout, du volume de monnaie en circulation. Les autres facteurs ne sont pas si pertinents. A la limite, ils influencent à court terme, et d'une manière soudaine, sous la forme de chocs. Pourtant, on peut toujours se demander si elle arrive à influencer la croissance économique et le chômage.

En général, les économistes actuels considèrent ces deux catégories pour beaucoup plus complexes, qui dépendent d'une file d'autres facteurs. Par exemple, le chômage est surtout un problème structurel. Quel niveau de chômage faut-il alors cibler? Quel est le niveau de taux de chômage naturel? Quel est le niveau de taux de croissance naturel? Comment la productivité peut-elle influencer le chômage et le produit? Et ainsi de suite... En conséquence de quoi, la politique monétaire ne vise pas, en premier lieu, le niveau d'output ou de chômage. Certains économistes les comprennent en tant qu'effets secondaires possibles du ciblage d'inflation. Notamment, dans la RS, la politique monétaire ne devrait pas viser en même temps la croissance économique, le taux de chômage et l'inflation. Dans les pays en transition, les agrégats du chômage et de la croissance dépendent d'un grand nombre de facteurs. Les objectifs de l'emploi et de la croissance économique devraient être suivis plutôt par d'autres politiques économiques, par exemple, par une politique fiscale, budgétaire, par une politique de l'emploi, par une politique structurelle et ainsi de suite...

### **4.2.3 Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire**

Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire le plus souvent cités sont, par exemple, selon Handa [2000, p. 287], voire Patat [2002, p. 407] :

- les agrégats monétaires, ou les réserves,
- les agrégats de crédit – surtout l’endettement total du pays,
- les taux d’intérêt,
- le niveau de prix, éventuellement le taux d’inflation,
- le revenu nominal,
- l’écart entre le PIB actuel et le PIB potentiel, qui se manifeste dans le cas du plein-emploi,
- le taux de change, qui peut être un objectif intermédiaire très efficace dans les petites économies ouvertes.

Le niveau des prix, éventuellement l’inflation, peuvent servir comme cibles finales, ainsi qu’en tant qu’objectifs intermédiaires. Leur classification parmi les cibles finales est évidente, car il s’agit de cibles dans l’intérêt de l’autorité monétaire ainsi que dans l’intérêt des autres agents économiques. Certains économistes les classent pourtant plutôt en tant qu’objectifs intermédiaires, car ils ne doivent pas servir uniquement de buts mais également d’instruments monétaires. Un niveau des prix stable réduit l’incertitude dans une économie et il encourage l’épargne et l’investissement optimaux. Ensuite, le PIB et l’emploi sont favorisés.

Néanmoins, dans la plupart des cas, le taux d’inflation n’est pas appliqué en tant qu’objectif intermédiaire mais comme cible finale.

Les objectifs intermédiaires, toujours d’après Patat [2002, p.407], devraient avoir trois fonctions essentielles pour qu’ils soient à la fois efficaces et utiles pour la politique monétaire :

- qu’ils soient des agrégats pécuniaires, cela en s’assurant qu’ils puissent être mesurés et contrôlés,
- que les résultats des objectifs intermédiaires doivent être transmis efficacement sur les cibles finales,
- qu’ils devraient être facilement anticipés, cela permettant aux autorités monétaires de réagir à une situation donnée à temps ou, encore mieux, en avance, et ce alors d’une manière préventive.

Les agrégats monétaires sont les objectifs intermédiaires les plus souvent utilisés, surtout par le passé, jusqu’aux années 70-80. Les taux d’intérêt (essentiellement, à court terme) ne sont surtout utilisés que depuis les années 80.

Pourtant, plusieurs pays appliquent plusieurs objectifs intermédiaires en même temps, jouant un rôle d'indicateurs de l'évolution économique. Cette démarche leur permet de s'orienter plus facilement et de prédire l'évolution des cibles finales [Patat, 2002, p.408].

Si nous anticipons les chocs sur le marché des biens et services, il vaudrait mieux utiliser les agrégats monétaires, et ainsi éviter l'application des taux d'intérêt comme objectifs intermédiaires. Ensuite, il est possible d'éliminer les grandes fluctuations de la demande agrégée. Néanmoins, si des chocs se manifestent surtout sur le marché financier, il est plus favorable de préférer un taux d'intérêt stable aux agrégats monétaires. Par voie de conséquence, nous éliminons les grandes perturbations sur la demande agrégée. Pourtant, dans les économies réelles, les deux types des chocs se manifestent, et personne ne sait avec certitude lesquels prédomineront. Il n'est donc pas facile de choisir un seul objectif à l'avance.

Milton Friedman, ainsi que les autres monétaristes des années 70 [Handa, 2000, p.292] a préféré le ciblage monétaire au ciblage des taux d'intérêt. Or, le volume de la monnaie en circulation possède de bien meilleures possibilités pour quantifier les résultats au niveau des cibles finales – l'inflation par exemple, puisque le volume de la monnaie en circulation influence proportionnellement et directement le taux de l'inflation. Si la banque centrale arrive à suffisamment contrôler les agrégats monétaires, elle sait déterminer assez précisément quelle sera leur influence sur les cibles visées. De plus, dans le passé, la monnaie et les titres étaient clairement séparés. Les frontières entre les agrégats particuliers étaient précisément définies et facilement caractérisées. En revanche, en cas d'application des taux d'intérêt en tant qu'objectif intermédiaire de la politique monétaire, il n'est pas possible, par exemple, d'assurer que la baisse des taux d'intérêt conduit réellement à un accroissement du volume des crédits accordés. Cette hypothèse est valide seulement en général, mais pas forcément dans tous les cas.

A partir de la deuxième moitié des années 80, et ce dans la plupart des pays, les banques centrales ont préféré le ciblage de la politique monétaire à travers des taux d'intérêt stables. Il existe au moins cinq raisons à ce changement :

- en raison de la dérégulation financière, de la libéralisation et de l'innovation, les marchés financiers sont plus ouverts et plus sensibles aux différents chocs externes ;
- les agrégats monétaires sont de plus en plus instables et, donc, moins observables. La banque centrale arrive à contrôler seulement une petite part du volume de n'importe

quel agrégat. Un volume beaucoup plus élevé de monnaie est émise sous une forme non-liquide par les autres institutions bancaires ou non-bancaires ;

- les frontières de classification des agrégats particuliers ne sont plus si évidentes à cause de la titrisation élevée, des innovations financières, des nouvelles technologies, et de l'existence désormais d'un grand nombre de nouveaux produits ;
- pour ces raisons, plusieurs banques centrales ont décidé d'abandonner le contrôle des agrégats étroits, tels que M1, M2, et elles préfèrent maintenant contrôler des agrégats plus larges, tels que M3, et ce afin d'augmenter leur niveau de contrôle de la monnaie en circulation. Pourtant, même cette mesure n'a pas vraiment été efficace en raison des changements susmentionnés.
- les chocs plus fréquents sur le marché financier, qui est exprimé à travers la courbe LM du schéma IS-LM, exigent plutôt l'utilisation des taux d'intérêt en tant qu'objectif intermédiaire de la politique monétaire. Les chocs fréquents sur le marché des biens et des services qui est exprimé par la courbe IS, supposent l'application des agrégats monétaires. Poole [1970] explique que, jusqu'à ces dernières années, la courbe LM était très instable. Ensuite, les banques centrales ont l'une après l'autre abandonné l'application des agrégats monétaires dans la politique monétaire.

Ensuite, plusieurs études, dans les années 90, ont démontré l'existence de relations instables entre le volume de la monnaie en circulation (le volume des agrégats particuliers) et les dépenses totales, la demande agrégée, et éventuellement l'inflation. C'est la raison pour laquelle le ciblage à travers des agrégats monétaires, c'est-à-dire, la gestion quantitative de la politique monétaire, a été abandonné.

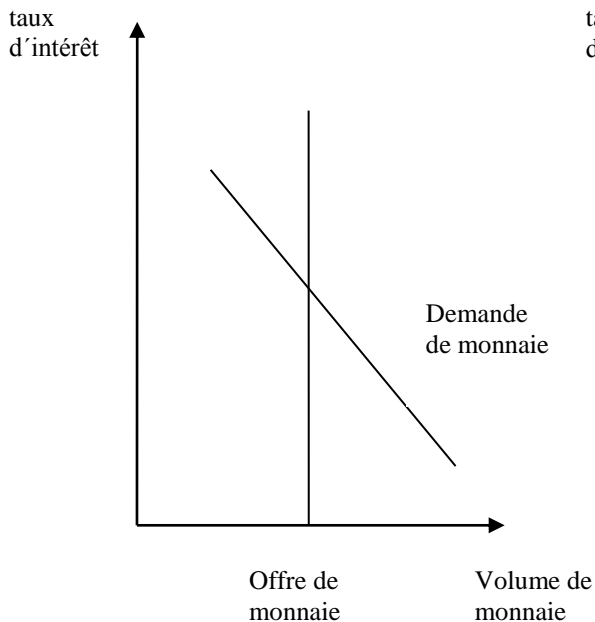
Par conséquent, les banques centrales ont dû trouver un autre objectif intermédiaire. Les réactions des banques centrales ont été toutefois différentes :

- a) dans quelques pays, la banque centrale a complètement abandonné l'application de l'objectif intermédiaire. C'était le cas au Canada, où la banque centrale vise directement les cibles finales sans aucune intermédiation ;
- b) dans certains pays, les banques centrales ont décidé d'observer tout un groupe de plusieurs indicateurs, puisque l'application exclusive des agrégats monétaires n'est pas véridique ;
- c) dans la plupart des pays, les banques centrales ont décidé d'appliquer le taux d'intérêt comme objectif intermédiaire, et les agrégats monétaires sont contrôlés à la limite

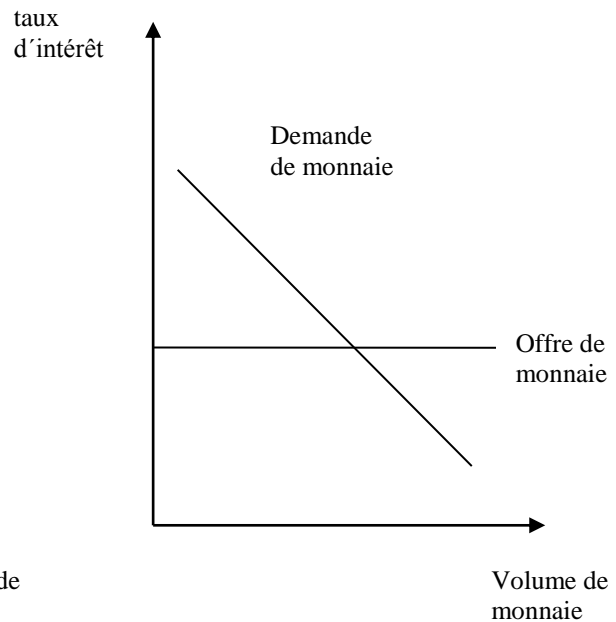
d'une manière repère, complémentaire. Il s'agit d'une gestion dite qualitative de la politique monétaire.

La politique monétaire quantitative est fondée sur le contrôle de la base monétaire et elle tient pour essentielle la stabilité de l'offre de la monnaie, et le taux d'intérêt s'adapte à la base monétaire selon l'équilibre. La banque centrale influence le volume de la monnaie en circulation par ses interventions. La politique qualitative vise un certain taux d'intérêt, pour que ce volume de monnaie soit au niveau désiré. Ces relations sont démontrées sur les graphiques suivants 4.2.3a et 4.2.3b [Meddeb, 2000, p. 262]:

**Graphique 4.2.3a: gestion quantitative**



**Graphique. 4.2.3b : gestion qualitative**



Selon certains auteurs, par exemple Jílek [2004, p. 375], la politique monétaire des pays développés n'est pas, ces dernières années, que par un processus de convergence au niveau des objectifs intermédiaires, mais également au niveau des instruments monétaires et des cibles finales. Par la suite, plusieurs procédures, outils et objectifs se sont unifiés. De plus, Jílek simplifie la vision sur l'autorité monétaire par son affirmation que la banque centrale ne détermine que le taux d'intérêt afin d'influencer l'inflation, et c'est le principe entier de ses activités monétaires. Jílek explique tout le processus simplifié par le schéma suivant où plusieurs éléments n'ont pas de rôle actif dans la politique monétaire actuelle [Jílek, 2004, p. 375]. Le schéma démontre que le mode opératoire et le mécanisme de transmission de la politique monétaire sont devenus beaucoup plus étroits. Cela a été même confirmé par

d'autres économistes. Les outils et les objectifs barrés ne sont qu'occasionnellement appliqués dans les pays développés:

**Schéma 4.2.3: tendances actuelles dans la politique monétaire de la banque centrale**

<b>instruments monétaires</b>	<b>objectifs opérationnels</b>	<b>objectifs intermédiaires</b>	<b>cibles finales</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- opérations sur le marché libre</li> <li><del>- directives</del></li> <li><del>- réserves minimales</del></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- taux d'intérêt du marché de court terme</li> <li><del>- base monétaire</del></li> <li><del>- restrictions du volume des crédits</del></li> <li><del>- restrictions des taux d'intérêt des crédits et des dépôts des clients</del></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- un certain agrégat monétaire (de moins en moins activement appliqué)</li> <li><del>- taux de change</del></li> <li><del>- taux d'intérêt de marché de long terme</del></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- stabilité des prix</li> <li><del>- croissance de long terme</del></li> <li><del>- emploi</del></li> </ul>

réalisation et tactique de la politique monétaire (procédures opérationnelles)

stratégie de la politique monétaire

=> mécanisme de transition de la politique monétaire =>

Source: Jílek, 2004, p.375

Au début, la BNS a utilisé la gestion quantitative de la politique monétaire à travers des agrégats monétaires. L'agrégat clé, pour la RS, était l'agrégat M2. Pourtant, à partir de janvier 2000, la BNS a appliqué une gestion qualitative de la politique monétaire, c'est-à-dire à travers l'utilisation du taux d'intérêt clé.

La BNS était, dans ce cas, influencée par les tendances mondiales qui se sont détournées du contrôle de la masse monétaire. En liaison avec évolution des nouvelles technologies, des innovations financières et d'un grand degré de la titrisation, les agrégats monétaires étaient difficiles à mesurer, à contrôler, et difficiles à séparer. Dans la plupart des pays, une seule cible est visée, et c'est notamment le cas de la cible d'inflation. Par la suite, ces pays ont réussi, en général, à réduire l'inflation avec plus de succès. La Banque Centrale Européenne (BCE) constituait une exception à ces tendances. Elle utilise même aujourd'hui les deux piliers de la politique monétaire. Pourtant, elle prend en considération les limitations du contrôle des agrégats monétaires. Dans ce cas, la BCE s'est inspirée de la Bundesbank qui,



durant son existence, utilisait la régulation à travers des agrégats monétaires et ce avec des bons résultats. Le rôle des agrégats monétaires dans la politique monétaire du Système Européen des Banques Centrales et en RS est plus précisément développé (voir, par exemple, Komínková [2000]). Il s'ensuit que l'adoption de l'ancrage monétaire ne serait plus convenable pour la RS. Par conséquent, d'autres types d'ancrage étaient et sont appliqués par la BNS.

Pour la zone euro, c'est l'agrégat M3 qui est décisif dans le contrôle du volume de la monnaie en circulation. Dans la RS, c'était l'agrégat M2 jusqu'en 1999. Les composants de M2 en RS sont:

- a) billets et pièce en circulation,
- b) dépôts à vue,
- c) dépôts et crédits acceptés à terme de 2 ans ou moins,
- d) dépôts avec préavis de 3 mois ou moins.

Ces composants correspondent à ceux de la zone euro. Aujourd'hui, M2 est en RS toujours calculé, mais il n'a qu'une fonction d'orientation. Dans la zone euro, le M3 est activement utilisé et il est défini dans le cadre du second pilier de la politique monétaire. L'agrégat M3 évolue chaque année selon une valeur dite de référence. Cette valeur de référence dépend [Patat, 2002, p.438]:

- a) de l'évolution de l'inflation,
- b) du PIB potentiel qui est, à présent, défini, pour la zone euro, au niveau de 2,25%. le PIB potentiel dépendant de la quantité du travail et de la productivité des facteurs de production,
- c) dans les dernières années, un léger ralentissement de la vitesse de la monnaie en circulation a été observé, c'est-à-dire que le volume de la monnaie devrait augmenter un peu plus vite que la croissance du PIB.

Pour la zone euro, la valeur de référence, selon ces facteurs, a été calculée au niveau de 4,5% de la croissance du M3 annuellement. Dans la période qui s'approche, on suppose que la vitesse du volume de la monnaie en circulation dans la zone euro va augmenter grâce aux nouvelles technologies. Cela signifie que la valeur de référence devrait baisser.

A présent, en RS, les agrégats monétaires n'ont qu'une fonction complémentaire, et en tant que point de repère. Lors de la détermination du niveau du taux d'intérêt directeur – éventuellement lors de la décision sur d'appliquer des outils monétaires, la BNS prend

principalement en considération l'évolution des autres indicateurs macroéconomiques. Les valeurs des agrégats monétaires sont jugées avec un moindre accent.

#### 4.2.4 Les instruments de la politique monétaire

La relation entre les cibles finales, les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique monétaire est exprimée, d'après Handa [2000, p. 286], par les fonctions suivantes :

$$y = f(x; \Psi) \quad (9)$$

$$x = g(z; \theta) \quad (10)$$

où  $y$  est la cible finale,  $x$  l'objectif intermédiaire,  $z$  l'instrument de la politique monétaire, et  $\Psi, \theta$ , des variables exogènes.

Il découle des équations décrites ci-dessus que :

$$y = h(z; \Psi, \theta) \quad (11)$$

En pratique, la banque centrale arrive à déterminer les fonctions  $f, g, h$  seulement approximativement et surtout s'il est nécessaire de les déterminer *ex ante*.

##### ***Classification des outils monétaires et leur fonction***

Les **instruments indirects monétaires** les plus souvent utilisés sont [Revenda, 1997, pp.321-330]:

- les opérations sur le marché libre,
- les opérations sur le marché interbancaire (les différents types de crédits interbancaires et leurs taux d'intérêt),
- le taux d'intérêt,
- les réserves minimales,
- les interventions au niveau du taux de change.

##### ***Les opérations sur le marché libre***

Mishkin [2003, p.439] distingue deux types d'opérations sur le marché libre:

a) les opérations dynamiques sur le marché libre ; leur but est le changement de volume des réserves minimales obligatoires, éventuellement des réserves volontaires ou de la base monétaire,

b) les opérations défensives sur le marché libre ; elles compensent les mouvements des autres facteurs afin de stabiliser le volume des réserves et de la base monétaire.

Les avantages des opérations sur le marché libre en tant qu'instrument de la politique monétaire sont, par exemple [Mishkin, 2003, pp. 441-442]:

- la banque centrale contrôle entièrement le volume des opérations sur le marché libre. Un tel niveau de contrôle ne se manifeste pas dans le cas du changement des taux d'intérêt directeurs par la banque centrale. Dans ce dernier cas, la banque centrale encourage ou décourage seulement les autres banques afin qu'elles offrent, ou pas, des crédits ; mais le résultat *ex-ante* est incertain.
- les opérations sur le marché libre sont flexibles, exactes et peuvent être appliquées à n'importe quelle échelle. Les changements mineurs ainsi que de grandes variations du volume des réserves ou de la base monétaire peuvent être réalisés par le biais de cet instrument.
- les opérations sur le marché libre sont irréversibles. Si la banque centrale fait une erreur, par une opération inverse, l'erreur sera éliminée.
- les opérations sur le marché libre peuvent être immédiatement appliquées, les retards administratifs n'existant pas. La transaction est immédiatement réalisée.

### ***Les opérations sur le marché interbancaire***

Ces opérations résolvent les problèmes de liquidité des banques commerciales. Elles ont une position et des avantages analogues aux opérations sur le marché libre. Pourtant, tandis que les opérations sur le marché libre ont un caractère définitif, c'est-à-dire qu'elles ne supposent pas d'ultérieures opérations inverses, les opérations sur le marché interbancaire ont un caractère d'opération dite repo. Elles ne sont pas donc définitives, mais en général différées rétroactives. L'achat de titres signifie après un certain temps leur vente et vice versa.

### ***Les réserves minimales***

L'avantage des réserves minimales est qu'elles ont un impact général et similaire sur toutes les banques. De plus, à l'aide des réserves minimales, l'offre de monnaie peut être

significativement influencée. Pourtant, elles possèdent des inconvénients [Mishkin, 2003, p.450]:

a) un petit changement dans les réserves minimales, par exemple de 0,5%, entraîne un changement d'offre de monnaie très grand et difficilement prévisible. Si la banque centrale veut seulement un peu changer l'offre de monnaie, elle devrait changer le taux des réserves minimales seulement de quelques dixièmes ou centièmes du pourcentage. Néanmoins, de tels changements sont administrativement et financièrement très difficiles ; par conséquent, ils ne s'appliquent pas ;

b) les changements fréquents de réserves minimales qui correspondraient à une politique monétaire entraîneraient de fréquentes modifications de la liquidité des banques ; par conséquent,, le taux d'incertitude des banques augmenterait.

En général, nous pouvons observer dans le monde des tendances à la baisse des réserves minimales qui trouvent leur origine dans l'effort des banques centrales de renforcer la compétitivité des banques par rapport aux institutions financières non-bancaires. Ensuite, le secteur bancaire devient plus fort. Pourtant, l'élimination totale des réserves minimales pourrait réduire entièrement les possibilités d'intervention de la politique monétaire, et les banques centrales ne voudraient sûrement pas se priver de cet instrument.

### ***Les interventions du taux de change***

Les interventions du taux de change se réalisent surtout avec le but de réguler le taux de change de la monnaie domestique. Donc, le changement de la base monétaire n'en est pas le but principal. Pourtant, les changements secondaires de cette base et, par la suite, du niveau des prix sont possibles. Les interventions du taux de change peuvent être basiquement réalisées de deux façons : soit directement, soit indirectement. Les interventions indirectes peuvent être réalisées par un changement du taux d'intérêt directeur. Sa croissance devrait entraîner un afflux de capitaux étrangers, et sa baisse une sortie de capitaux. Cela cause les changements des relations entre la demande et de l'offre de la monnaie étrangère et de la monnaie domestique et de suite la modification du taux de change. Les interventions directes sont cependant plus fréquentes. Dans leur cas, la banque centrale vend ou achète la monnaie nationale contre des réserves en devises. Cela influence directement le changement de demande et d'offre de monnaie étrangère, ainsi que de monnaie domestique, et ceci a un impact sur le taux de change [Revenda, 1997, pp. 329-330]. En sus des exemples mentionnés, il existe en pratique également d'autres formes d'interventions au niveau des taux de change.

Il s'agit, par exemple, d'interventions verbales, surtout sous la forme de déclarations du gouverneur de la banque centrale.

**Les instruments directs** ne sont actuellement pas très souvent utilisés, car ils ne présentent pas de solutions de marché et ne fonctionnent pas globalement. Ils sont sélectifs et ne s'appliquent qu'à certains agents. Il s'agit, par exemple, de l'encadrement du crédit, de limitations des taux d'intérêt, de règles de liquidité, de dépôts obligatoires, de recommandations, d'appels etc. [Kliková, Kotlán, 2003, p.156].

### *Les instruments de la BNS*

A partir de 1993, nous pouvons remarquer une évolution dans l'application des outils de la politique monétaire en RS. Au début de l'existence de la BNS, l'application des outils de politique monétaire appliquée n'étaient pas très standards et ils étaient plutôt directs. A présent, les instruments sont entièrement harmonisés avec ceux de la BCE. Néanmoins, le changement d'outils n'était pas seulement réalisé qu'en raison des exigences de l'UE, mais également à cause de l'effort d'augmentation de l'efficacité de la politique monétaire. La transition vers les instruments indirects – et donc les instruments de marché – s'en est trouvé facilitée grâce à la standardisation de l'environnement macroéconomique et des marchés financiers en Slovaquie. Les tableaux suivants proposent une revue des instruments appliqués en RS de 1993 à 2005.

**Tableau 4.2.4a: les outils monétaires de la BNS de 1993 à 1995**

outils \ an	93	94	95
<b>politique du taux d'intérêt</b>			
- taux d'escompte	9,5% → 12%	12%	12% → 11% → 9,75%
- taux lombard	14% <sup>1</sup>	1% sur <sup>1</sup>	1% sur <sup>1</sup> , → 13%
- taux de sanction dans le cas de crédit d'urgence	28,5% → 36% (taux d'escompte x 3)	36%	36% → 33% → 29,25%
- taux de sanction pour le Ministère des finances	19% → 24% (taux d'escompte x 2)	24%	18% (dans le cas de déficit du budget de l'Etat)
<b>réserves minimales</b>			
- sur les dépôts (primaires) à échéance	3%	3%	3%
- sur les dépôts (primaires) sans échéance	9%	9%	9%
- sur les dépôts des caisses d'épargne de construction	-	-	1%
<b>encadrements de crédits</b> <sup>2</sup>	✓	✓	✓
<b>système des accords bilatéraux</b> <sup>3</sup>			
<b>système de refinancement des banques commerciales</b>			
- crédit d'enchères pour le refinancement <sup>4</sup>	✓	✓	✓
- crédit lombard	✓	✓	✓
- réescompte des lettres de change <sup>5</sup>	✓	✓	✓
- crédit de redistribution	✓	✓	✓
<b>enchères des billets de trésorerie d'Etat</b>			
- outil opérationnel pour le financement du déficit sur le compte courant du budget de l'Etat	✓	✓	✓
- outil de la gestion de la liquidité des banques commerciales <sup>6</sup>		✓	✓
<b>billets de trésorerie de la BNS</b> <sup>7</sup>	-	-	✓
<b>politique de devises et de taux de change</b>			
- changement (évaluation) du panier monétaire de la RS	-	✓	✓
- gestion de la position de devises des banques commerciales	-	✓	✓
- politique de devises vis-à-vis de la population	-	✓	-

Source: BNS

<sup>1</sup> changement d'1% au-dessus du dernier taux d'intérêt du crédit d'enchères du refinancement

<sup>2</sup> instrument direct de la politique monétaire appliqué dans la gestion des banques commerciales

<sup>3</sup> instrument pour la gestion des activités de crédit des banques commerciales

<sup>4</sup> depuis 1996, opérations sur le marché libre (de refinancement)

<sup>5</sup> depuis 1996, commerce des lettres de change

<sup>6</sup> instrument à travers: a) les achats et les ventes secondaires, b) les commerces de REPO (accord sur l'achat réversible)

<sup>7</sup> instrument opérationnel de la BNS pour la gestion de la liquidité des banques commerciales ; le principe du commerce est similaire à celui des billets de trésorerie d'Etat

**Tableau 4.2.4b: les outils monétaires de la BNS de 1996 à 1998**

outils \ an	96	97	98
<b>politique du taux d'intérêt</b>			
- taux d'escompte	9,75% → 8,8%	8,8%	8,8%
- taux lombard	13% → 15%	15%	15%
- taux de sanction dans le cas de crédit d'urgence	-	-	-
- taux de sanction pour le Ministère des finances	-	-	-
<b>réserves minimales</b>			
- sur les dépôts (primaires) à échéance	3% → 9%	9%	9%
- sur les dépôts (primaires) sans échéance	9%	9%	9%
- sur les dépôts des caisses d'épargne de construction	3%	3%	3%
<b>encadrements de crédits<sup>2</sup></b>	-	-	-
<b>système des accords bilatéraux<sup>3</sup></b>	✓	✓	-
<b>système de refinancement des banques commerciales</b>			
- crédit d'enchères pour le refinancement <sup>4</sup>	✓	✓	✓
- crédit lombard	✓	✓	✓
- réescompte des lettres de change <sup>5</sup>	✓	✓	✓
- crédit de redistribution	✓	✓	✓
<b>enchères des billets de trésorerie d'Etat</b>			
- outil opérationnel pour le financement du déficit sur le compte courant du budget de l'Etat	✓	✓	✓
- outil de la gestion de la liquidité des banques commerciales <sup>6</sup>	✓	✓	✓
<b>billets de trésorerie de la BNS<sup>7</sup></b>	✓	✓	✓
<b>politique de devises et de taux de change</b>			
- changement (évaluation) du panier monétaire de la RS	✓	✓	✓
- gestion de la position de devise des banques commerciales	✓	✓	✓
- politique de devise vis-à-vis de la population	-	-	-
- passage au flottement dirigé	-	-	✓

Source: BNS

<sup>1</sup> changement d'1% au-dessus du dernier taux d'intérêt du crédit d'enchères du refinancement

<sup>2</sup> instrument direct de la politique monétaire appliqué dans la gestion des banques commerciales

<sup>3</sup> instrument pour la gestion des activités de crédit des banques commerciales

<sup>4</sup> depuis 1996, opérations sur le marché libre (de refinancement)

<sup>5</sup> depuis 1996, commerce des lettres de change

<sup>6</sup> instrument à travers: a) les achats et les ventes secondaires, b) les commerces de REPO (accord sur l'achat réversible)

<sup>7</sup> instrument opérationnel de la BNS pour la gestion de la liquidité des banques commerciales ; le principe du commerce est similaire à celui des billets de trésorerie d'Etat

**Tableau 4.2.4c: les outils monétaires de la BNS de 1999 à 2001**

outils \ an	99	00	01
<b>politique du taux d'intérêt</b>			
- taux d'escompte	8,8%	8,8%	8,8%
- taux d'intérêt limite pour les opérations standards de deux semaines des tendre de REPO de la BNS	-	8,5% → 8%	8% → 7,75%
- taux d'intérêt pour les opérations de refinancement d'un jour entre la BNS et les banques commerciales	-	12% → 9,25%	9,25% → 9%
- taux d'intérêt sur les dépôts d'un jour des banques commerciales dans la BNS	-	8% → 6,25%	6,25% → 6%
- taux lombard	-	BRIBOR + 5%	BRIBOR + 5%
<b>réserves minimales</b>			
- sur les dépôts à échéance	9% → 8%	8% → 6,5%	6%
- sur les dépôts sans échéance	9% → 8%	8% → 6,5%	6%
- sur les dépôts des caisses d'épargne de construction	3%	3%	3%
<b>système de refinancement des banques commerciales<sup>8</sup></b>			
- opération sur le marché libre	✓	✓	✓
- crédit lombard	✓	✓	✓
- commerce des lettres de change	✓	-	-
- crédit de redistribution	✓	✓	✓
- émission des billets de trésorerie de la BNS dans le portefeuille des banques commerciales	-	✓	✓
- commerce avec des lettres de change agricoles	-	✓	✓
<b>enchères des billets de trésorerie d'Etat</b>			
- outil opérationnel pour le financement du déficit sur le compte courant du budget de l'Etat	✓	-	-
- outil de la gestion de la liquidité des banques commerciales <sup>6</sup>	✓	-	-
<b>billets de trésorerie de la BNS<sup>7</sup></b>	✓	-	-
<b>politique de devises et de taux de change</b>			
- taux de change flottant	✓	✓	✓
- évaluation du taux de change nominal	✓	✓	✓
- évaluation du taux de change efficace réel	✓	✓	✓

Source: BNS

<sup>6</sup> instrument à travers: a) les achats et les ventes secondaires, b) les commerces de REPO (accord sur l'achat réversible)

<sup>7</sup> instrument opérationnel de la BNS pour la gestion de la liquidité des banques commerciales ; le principe du commerce est similaire à celui avec des billets de trésorerie d'Etat

<sup>8</sup> depuis 2000 appelé en tant que système des négoce banquière



**Tableau 4.2.4d: les outils monétaires de la BNS de 2002 à 2005**

outils \ an	02	03	04	05
<b>politique du taux d'intérêt</b>				
- taux d'escompte <sup>9</sup> (taux directeur – taux de REPO de deux semaines)	8,8% <sup>9</sup>	6,5% → 6%	6% → 4%	4% → 3%
- taux d'intérêt limite pour les opérations standards de deux semaines des tendre de REPO de la BNS	7,75% → 6,5%	-	-	-
- taux d'intérêt pour les opérations de refinancement d'un jour entre la BNS et les banques commerciales	9% → 8%	8% → 7,5%	7,5% → 5,5%	5,5% → 4%
- taux d'intérêt sur les dépôts d'un jour des banques commerciales dans la BNS (opérations de stérilisation)	6% → 5%	5% → 4,5%	4,5% → 2,5%	2,5% → 2%
<b>réserves minimales</b>				
- des dépôts	4%	3%	2%	2%
- des dépôts des caisses d'épargne de construction	3%	3%	2%	2%
<b>opérations sur le marché libre</b>				
- instrument principal: le tender de REPO standard à échéance de 2 semaines	✓	✓	✓	✓
- instrument pour la gestion de la liquidité à long terme: émission des billets de trésorerie de la BNS dans le portefeuille des banques commerciales	✓	✓	✓	✓
- instrument pour le réglage fin: le tender rapide pour le réglage fin opérationnel de la liquidité des banques commerciales	✓	✓	✓	✓
- opérations structurelles: les commerces individuels pour l'achat et la vente des titres d'Etat dans et du portefeuille de la BNS	✓	✓	✓	✓
- swap de devises	-	✓	✓	✓
<b>opérations automatiques (standing facilities)</b>				
- opérations de refinancement d'un jour	✓	✓	✓	✓
- opérations de stérilisation d'un jour	✓	✓	✓	✓
<b>d'autres instruments</b>				
- crédit de redistribution	✓	✓	✓	✓
- crédit exceptionnel à court terme afin de maintenir la liquidité de la banque commerciale	✓	✓	✓	✓
<b>politique de devises et de taux de change</b>				
- taux de change flottant	✓	✓	✓	✓
- évaluation du taux de change nominal	✓	✓	-	✓
- évaluation du taux de change efficace réel	✓	✓	-	✓
- évolution de la structure monétaire des encaisses de devises et des paiements de la RS	-	-	-	✓

Source: BNS

<sup>9</sup> depuis le 1.1.2002, il est égal au taux d'intérêt limite pour les tenders standards de deux semaines, et depuis le 1.1.2003, il est appelé « taux d'intérêt directeur de la BNS ».

<sup>10</sup> le 28.11.2005, entrée de la couronne slovaque dans le mécanisme des taux de change ERM II. La parité centrale de la couronne a été déterminé au niveau de 1 EUR = 38,445 SKK.

Au début de l'activité de la BNS, les instruments directs de la politique monétaire étaient assez souvent appliqués. Pourtant, ces instruments sont relativement peu standards pour les économies de marché développées. Cependant, les outils indirects ne pouvaient pas être largement utilisés étant donné que le développement des marchés particuliers et des institutions de marché étaient manquants. Les instruments directs permettaient à la banque centrale de contrôler et de gérer les activités du secteur bancaire à travers un ordre direct. Après l'ouverture de l'économie, l'application de la convertibilité de la couronne slovaque et la libéralisation du mouvement des capitaux, l'espace pour l'application d'outils directs est devenu plus étroit. En revanche, les possibilités d'utilisation des instruments indirects se sont élargies.

Le changement le plus significatif dans les outils de la BNS s'est effectué au début de l'année 2000, lorsque la banque centrale a abandonné la gestion quantitative de la politique monétaire et a commencé à appliquer une gestion qualitative. La BNS a alors commencé à annoncer des taux pour les opérations de refinancement au jour le jour et les opérations d'un jour « qui entravent les sources de financement », ainsi que le taux pour les tendres de REPO à deux semaines. L'application des taux officiels de la BNS a eu une influence essentielle sur la stabilisation des taux interbancaires, ainsi que sur la baisse de leur niveau. Le taux d'escompte est, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2002, égal au taux d'intérêt limite pour les tendres de REPO de la BNS à deux semaines et, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2003, il est considéré comme taux de base de la BNS.

L'instrument monétaire clé en RS, mais également dans les autres pays, est le taux d'intérêt. Dans le cas de la RS, c'est le taux de type REPO à deux semaines qui est le taux de base. Cet outil est appliqué afin d'atteindre à la fois les objectifs externes et internes. L'objectif interne est, par exemple, le contrôle de l'inflation, tandis que l'objectif externe est, par exemple, un certain niveau du taux de change. En Slovaquie, récemment, le taux d'intérêt a très souvent changé, surtout afin de contrôler le taux de change. Le risque de conflits entre effets internes et externes réside dans la limitation de cet outil. Par exemple, si la banque centrale veut réduire l'inflation, elle augmentera les taux d'intérêt. Des taux d'intérêt plus élevés vont alors attirer des capitaux étrangers, et cela causera alors une appréciation du taux de change; même si cela n'est pas dans l'intérêt de la banque centrale. Heureusement, selon les analystes, le risque de conflit entre les cibles externes et internes ne se manifeste que rarement. Le conflit se présente seulement dans le cas de crises spéculatives [Meddeb, 2000, p.288].

Les outils monétaires de la BNS sont de plus en plus harmonisés avec les outils de la BCE. Cette harmonisation est nécessaire, surtout par rapport à l'entrée anticipée dans la zone Euro, lorsque l'application des politiques économiques nationales sera assez limitée. Selon certains économistes, le seul instrument préservé dans les compétences des BCN sera de posséder des réserves obligatoires. Pourtant, d'autres économistes affirment que même cet instrument est, et sera, dans les compétences de la BCE. Cependant, l'influence générale de cet outil est assez restreinte, parce qu'en 2003, la BNS a exigé des réserves obligatoires au niveau de 3% et, même en 2004, au niveau de 2%. La BCE en exige également 2%. Nous pouvons supposer que l'application de cet outil, malgré sa faible efficacité, ne disparaîtra pas complètement, car selon certains économistes, lui seul permet aux BCN de prendre des décisions monétaires indépendantes. Certaines démarches de la BNS vont vers l'harmonisation de la création de réserves minimales, mentionnées même du point de vue méthodologique, par exemple, par Komínková [2001].

#### **4.2.5 Négociation de la BNS sur les marchés financiers**

La BNS a selon la loi le droit de réaliser l'émission des titres d'Etat pour le Ministère des Finances de la RS et de négocier avec eux. Au début, la banque centrale effectuait ses activités surtout sur le marché des titres à court terme. Elle assurait alors la vente primaire des billets de trésorerie d'Etat, leur négociation sur les marchés secondaires et l'achat anticipé des titres. Les billets de trésorerie d'Etat sont émis afin de couvrir le déficit courant du budget de l'Etat. Leur volume dépend de l'économie de l'année en cours. C'est en 1997 qu'en raison du déficit budgétaire de l'Etat, fut émis le plus grand volume et le plus grand nombre de billets de trésorerie d'Etat.

En 1995, la BNS a commencé à quoter les billets de trésorerie d'Etat, c'est-à-dire qu'elle a commencé à garantir leur liquidité. Cela a contribué au développement du marché secondaire avec des titres à court terme. En même temps, la confiance des banques commerciales envers les titres d'Etat a augmenté, en conséquence de quoi le nombre d'investisseurs en actifs a augmenté sur ce marché. Plus tard, la banque centrale a commencé à préférer l'achat de billets d'Etat émis sous forme d'émissions dites rapides (techniques). Ces émissions étaient placées uniquement dans un portefeuille de la BNS et elles couvraient le déficit budgétaire de l'Etat jusqu'à l'émission courante suivante. Ces émissions ont surtout été réalisées en 1997 [BNS, 2003a, p. 16].

Le nombre d'émissions techniques a successivement baissé. En 1999, la BNS a arrêté de participer au financement du solde du budget de l'Etat. Plus tard, la vente de billets d'Etat était effectuée avec détermination du revenu maximum à l'échéance. Par conséquent, les différences entre les revenus moyens maximum et minimum se sont réduites.

A partir de 1998, le Ministère des Finances de la RS a commencé à préférer les émissions d'obligations d'Etat. Au début, la BNS effectuait des formes non-publiques de vente d'obligations d'Etat ; plus tard même, des ventes publiques furent organisées. Cela a conduit successivement à la formation de marchés, c'est-à-dire aux enchères à l'américaine. Cette forme a fait ses preuves et est appliquée jusqu'à présent. Même dans le cas des obligations d'Etat, il était possible de limiter les remboursements d'intérêt afin de réduire la dette de l'Etat.

La structure des obligations émises s'est répandue par rapport à leur période d'échéance et à leur valeur nominale. Deux valeurs nominales différentes ont permis l'achat d'obligations sur le marché secondaire, et ce même par des particuliers. En 2001, un remarquable volume des obligations a été émis, permettant d'assurer surtout la restructuration du secteur bancaire et l'assainissement de certaines banques.

Au début, la BNS agissait sur le marché pécuniaire surtout en liaison avec l'achat et la vente directe des billets de trésorerie d'Etat. Plus tard, elle réalisait également des opérations sous la forme de ventes avec achat anticipée. Il s'agit des négoce dits REPO qui permettent d'influencer la liquidité du secteur bancaire. Successivement, le rôle principale de la banque centrale n'était plus d'assurer la liquidité des billets de trésorerie d'Etat mais la gestion du marché pécuniaire. Par conséquent, et ce depuis 1995, la BNS a commencé à émettre ses propres billets de trésorerie. Tour à tour, la BNS se concentrait plus sur les négoce de REPO et plus sur les opérations directes. Au début, les négoce de REPO ne concernaient que les billets de trésorerie d'Etat, mais, plus tard, ils concernaient même les obligations d'Etat. En 1996, des négoce de REPO standardisés en masse avec des billets de trésorerie d'Etat furent mis en œuvre : c'était le cas des tenders dits REPO. Depuis 1997, les tenders de REPO sont appliqués également dans les obligations d'Etat. De 1997 au 1999, les tenders de REPO ont constitués l'instrument principal d'intervention de la BNS.

Lorsqu'en 2000 la BNS a substitué la gestion quantitative de la politique monétaire par la gestion qualitative, les banques commerciales pouvaient, à travers les négoce sur le marché libre, individuellement gérer ou équilibrer sa position de liquidité. La longueur des tenders réalisée était standardisée à travers une échéance de deux semaines. Pourtant, en outre des

tenders standardisés, la BNS a maintenu la possibilité d'intervenir opérationnellement à l'aide des tenders dits rapides.

Dans les années suivantes, la liquidité excédentaire était typique du secteur bancaire. Elle était surtout causée par les interventions fréquentes de la BNS sur le marché de devises. Ces interventions étaient centrées sur l'affaiblissement de la couronne slovaque (SKK). Parmi les outils habituels la BNS appliquait à nouveau le plus souvent les tenders de REPO de stérilisation de deux semaines [BNS, 2006, p. 62].

### **4.3 Evaluation de la politique monétaire appliquée en RS**

Au début des années 90, les conditions pour l'application de la politique monétaire sont successivement apparues. Ce chapitre analyse les mesures monétaires et leur impact en Tchécoslovaquie et en Slovaquie depuis 1990. En outre, la politique monétaire doit être confondue avec la politique fiscale qui est en fait également prise en compte, étant donné que leurs impacts respectifs sur la sphère macroéconomique ne peuvent pas être facilement distingués. Partant d'une meilleure orientation dans les démarches particulières de la politique économique, le chapitre est divisé en plusieurs périodes. Les périodes et les influences se mélangent entre elles ; pourtant, et ce pour simplifier leur analyse, il est possible de déterminer les étapes particulières d'une manière suivante : la période de « stabilisation initiale » (1990 – 1992), la période du « tournant et de la relance » (1993 – 1995), la période de la « croissance déséquilibrée » (1996 – 1998), la période de la « restitution de l'équilibre » (1999 – 2001), la période des réformes (2002 – 2005). Les quatre premières étapes correspondent à la division et aux caractéristiques mises en avant par Marcinčin et Beblavý [2000]. L'avant-dernier chapitre analyse brièvement l'évolution en 2006 et les perspectives pour 2007. Le dernier chapitre se concentre sur le résumé de résultats macroéconomiques choisis et sur l'évaluation synthétique des activités de la BNS pendant toutes les périodes.

#### **4.3.1 La période de stabilisation initiale de 1990 à 1992**

Pendant cette période furent réalisées les démarches réformistes en Tchécoslovaquie selon la méthode dite de la thérapie de choc. Elles étaient influencées par le néolibéralisme économique. Les réformes devaient être appliquées le plus vite possible et d'un seul coup. Il

était prévu qu'une telle méthode permettrait d'éviter ce qu'on appelle la « trappe à transformation » ou, au moins, permettrait de la limiter. La trappe à transformation représente l'état où les règles de l'économie planifiée sont déjà affaiblies, mais les principes de l'économie de marché ne fonctionnent pas encore [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 34].

Le principe de la réforme était d'assurer la stabilisation et de créer l'équilibre. L'arrêt de l'inflation et l'élimination du déficit budgétaire d'Etat s'en trouvaient accentués.

La politique de stabilisation est parfois dans la littérature divisée en courants orthodoxe et hétérodoxe. La stabilisation orthodoxe est strictement fondée sur l'application d'une politique fiscale et monétaire restrictive, cependant qu'une politique hétérodoxe accepte une régulation générale des prix et des revenus à court terme avec pour but d'interrompre les anticipations inflationnistes existantes [Klaus, 1995, p. 89]. La politique de stabilisation pratiquée de 1990 au 1992 était essentiellement orthodoxe et elle s'est surtout concentrée sur la demande agrégée. L'échelle des prix régulés était dans cette période très étroite et la régulation des salaires presque n'existait pas. La déréglementation n'était pas complète, et ce afin d'éviter les effets de l'inflation en chaîne et la spirale de l'inflation.

La politique de stabilisation peut être évaluée selon les résultats macroéconomiques atteints et selon leur timing. Le gouvernement de Klaus a suivi les principes suivants du point de vue de l'aspect temporel [Klaus, 1995, p. 88-89]:

a) appliquer une politique économique restrictive avant la réalisation de la libéralisation des prix et du commerce extérieur; ce principe a été maintenu parce que la politique monétaire et fiscale restrictive était pratiquée depuis 1990 et que la libéralisation a été effectuée à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1991;

b) maintenir une politique restrictive même pendant la première année après la libéralisation – c'est-à-dire en 1991 – malgré la critique et malgré la détérioration de l'évolution des certains indicateurs macroéconomiques comme par exemple la croissance économique; même ce principe a été maintenu;

c) ne pas commencer avec un expansionnisme monétaire et fiscal non-adéquat dans les années suivantes (1992 – 1994); ce principe a été maintenu en RS de manière plus courte qu'en République tchèque, étant donné qu'après la division de la Tchécoslovaquie, la Slovaquie a commencé à appliquer une politique monétaire plutôt accommodante en 1994.

Un des résultats positifs de la politique de stabilisation de 1990 à 1992 a été la création de l'équilibre de la balance des paiements et de la balance commerciale ainsi que la croissance

successive des réserves de devises. Cet effet fut même causé par la dévaluation et la fixation simultanée du taux de change.

Un autre pilier de la politique restrictive de stabilisation fut le maintien d'un budget d'Etat équilibré voire même excédentaire. Cela avait un impact positif sur le ralentissement de la demande agrégée.

Même si la politique monétaire était restrictive, elle a strictement suivi la croissance de l'offre monétaire à travers l'agrégat M2. Les activités des banques commerciales étaient strictement limitées par les plafonds (les encadrements) de crédit. Le taux d'intérêt directeur, appelé encore « taux d'escompte », augmentait. Au début de l'année 1990, il était au niveau de 4% et pendant cette année, il a augmenté jusqu'à 8,5%. Les taux d'intérêt des dépôts se sont accrus de 7 à 14% et les crédits de 15 à 22,5% [Aghevli, 1992, p. 3-4].

Le résultat des démarches de cette politique de stabilisation fut plutôt une réussite. En Tchécoslovaquie, le niveau d'inflation était relativement faible de 1990 à 1993, en comparaison avec les autres économies en voie de transition. Juste les premiers mois d'année étaient exceptionnels en raison de la grande libéralisation des prix. Avec un certain temps de recul, il est possible de constater qu'une telle stratégie de politique économique était juste. Seules parmi les pays en voie de transition les républiques tchèque et slovaque ont échappé à la spirale de l'inflation. La spirale de type « prix - prix » fut interrompue. Cette spirale était fondée sur la contagion des prix. Une autre spirale fut également arrêtée; « prix – salaires – prix ». Elle est la raison standard de l'inflation, elle apparaissait au côté de l'offre. Ces spirales ne se sont pas manifestées grâce respectivement à la politique fiscale et monétaire restrictives, à un petit nombre des prix régulés et à une légère régulation des salaires à la fin de l'année 1992. En 1991, à peu près 15% du PIB était régulé au niveau des prix. En outre de l'élimination de la spirale de l'inflation, l'objectif de cette régulation était de freiner les fluctuations excessives et spéculatives des prix, d'empêcher les accords de cartel et de réduire les effets de ciseaux entre les prix d'entrée et les prix finaux [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 34]. Même la spirale de type « prix – taux de change – prix » était interrompue grâce à un choix adéquat de niveau du taux de change, niveau soutenable à long terme [Klaus, 1995, p. 97].

Pourtant le processus de libéralisation était également soumis à la critique. Certains économistes n'étaient pas d'accord avec une cadence rapide de la libéralisation. Par exemple, les aspects suivants étaient objets de critique [Seják, 1991]:

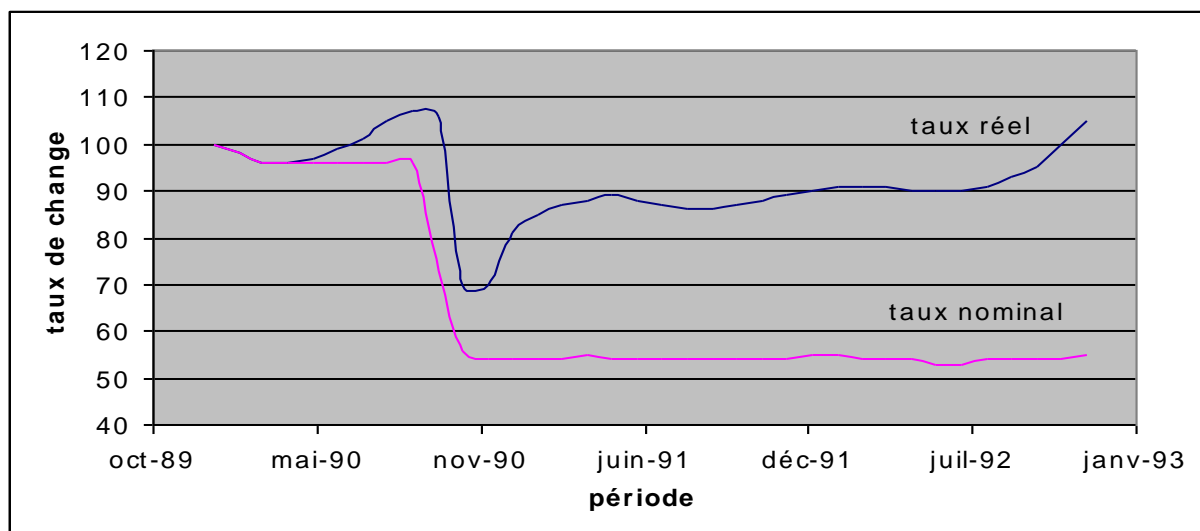
- une réforme institutionnelle ponctuelle ne devançait pas la dérégulation des prix ; par conséquent, en 1991, la position monopoliste des producteurs tchécoslovaques s'en était trouvée fortifiée,

- le taux de change significativement dévalué a entraîné le fait que les prix des biens étrangers étaient très élevés et, qu'en principe, ils n'étaient ainsi pas compétitifs face aux biens domestiques. Par conséquent, l'environnement concurrentiel de l'économie s'affaiblissait,

- les politiques monétaires et fiscale restrictive ont successivement stabilisé le niveau des prix, cependant cela a en même temps entraîné une inhibition importante de l'économie.

Néanmoins, les opinions critiques concernant la période de 1990 à 1992 sont plus rares. La dévaluation initiale servait comme coussin auparavant mentionné. Ce coussin a offert un temps aux producteurs domestiques pour se préparer à la concurrence étrangère. Une libéralisation rapide, d'un seul coup et de choc aurait, selon plusieurs auteurs, un impact final plus léger sur les prix [Hanousek et Krkoška, 1997]. Au moment de la libéralisation, son impact est plus élevé, mais de manière cumulée, il est moindre. Plus tard, dans le cas de la thérapie de choc, l'inflation baisse plus rapidement que dans les autres cas. D'ailleurs, la libéralisation successive suppose des anticipations inflationnistes dues à des anticipations rationnelles des agents économiques. Dans le cas d'une thérapie de choc, cette menace est moindre.

**Graphique 4.3.1a: taux de change nominal et réel, janvier 1990 = 100**



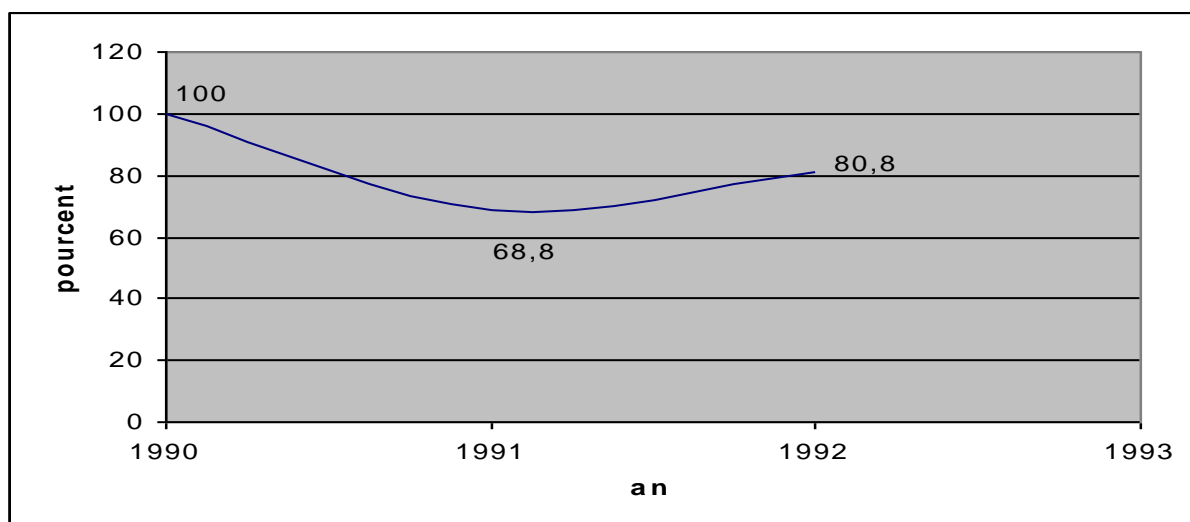
Source: Klaus, 1995, p. 89



Il est possible d'évaluer positivement l'évolution du taux de change qui était complètement stable de la fin de décembre 1990 jusqu'à la fin de l'année 1992. Le taux de change de la couronne tchèque était stable même après l'année 1993 tandis qu'en Slovaquie la dévaluation de la couronne slovaque s'est manifestée en 1993. Pourtant, entre la fin de 1990 et jusqu'à la fin de 1992, la croissance du taux de change réel était permanente, c'est-à-dire un des coussins est devenu plus en plus étroit à cause de raisons objectives. Le graphique 4.3.1a manifeste cette situation:

Successivement, pendant le processus de transition, le deuxième coussin même concernant les salaires réels est devenu plus en plus étroit. Les salaires réels ont commencé à augmenter:

**Graphique: 4.3.1b: évolution du salaire réel**



Source: ŠÚ SR

Un phénomène négatif a été connu au début des années 90 : la chute du PIB, typique pour toutes les économies en voie de transition. Pourtant, cette situation ne doit pas être jugée comme critique. C'était plutôt une partie nécessaire du processus d'assainissement. Il était important d'abandonner les activités avec une demande insuffisante. La chute de la production était attendue mais malgré cela, elle fut sous-estimée. Les prévisions du gouvernement pour 1991 supposaient une baisse du PIB de l'ordre de 5%. En réalité, le PIB a baissé d'environ 10%. La diminution cumulative du PIB de 1989 à 1993, lorsque la dépression dite de transition s'est achevée, représentait en Slovaquie à peu près 25%. Cette valeur est plus ou moins comparable avec le taux de chute dans les autres pays de V4 (la

République Tchèque, la Pologne, la Hongrie, la Slovaquie) [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 35]. Le tableau suivant démontre que la mise en œuvre d'une politique économique restreinte était adéquate:

**Tableau 4.3.1: changement cumulatif du PIB de 1989 à 1992**

<b>Pays</b>	<b>PIB, changement cumulatif en %</b>	<b>Taux de chômage en 1992, %</b>
<b>Slovaquie</b>	-19	10,4
<b>République tchèque</b>	-21	2,6
<b>Bulgarie</b>	-29	13,9
<b>Hongrie</b>	-18	10,7
<b>Allemagne de l'Est</b>	-40	-
<b>Pologne</b>	-17	12,7
<b>Roumanie</b>	-29	8,4
<b>Slovénie</b>	-18	13,8

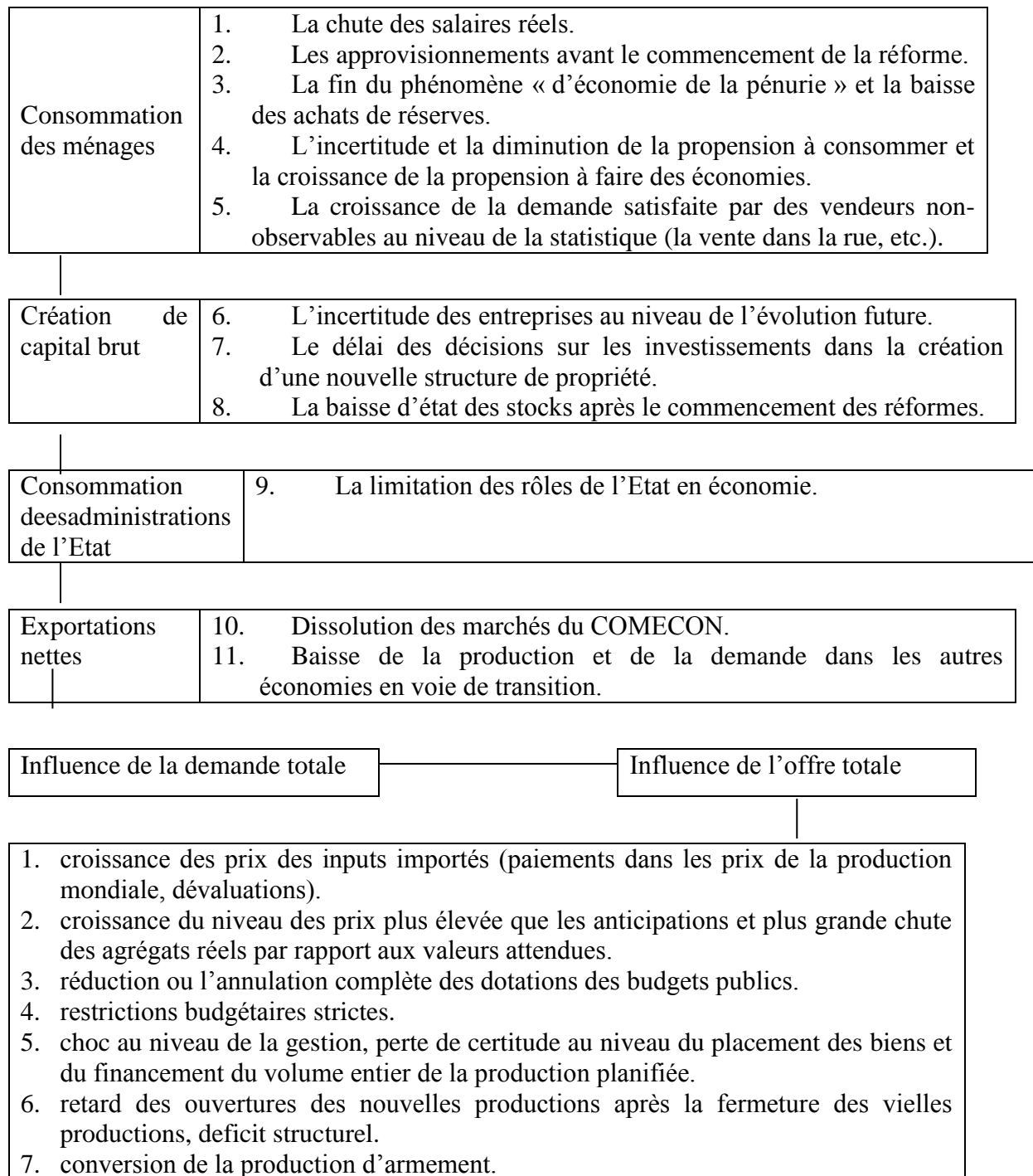
Source: Godfrey, 1995, pp. 6 et 8

La baisse du PIB en Slovaquie au début des années 90 avait des raisons similaires que la chute du PIB en République tchèque. Par exemple, Blašková mentionne [2000, p. 3] que la RS a hérité d'une structure d'économie déformée et peu convenable. La Slovaquie était surtout étroitement concentrée sur la production dans le domaine des constructions mécaniques, de bois, de papier, l'industrie alimentaire. Les déformations structurelles se sont surtout manifestées dans:

- Les performance et efficacité faibles de l'économie,
- l'exigence élevée au niveau des sources et des importations,
- le retard significatif technique et technologique,
- la faible compétitivité de la production,
- la finalisation insuffisante de la production,
- le sous-dimensionnement du secteur tertiaire en général,
- des infrastructures faibles, etc.

Les raisons de la diminution du PIB sont exprimées dans le schéma suivant:

**Schéma 4.3.1: Les raisons de la chute du PIB après l'application de la réforme en Tchécoslovaquie**



Source: Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 37

Selon certains économistes, la diminution du PIB en RS était naturelle dans ces circonstances après le passage aux conditions de marché. Néanmoins, des opinions plus critiques existent. Au début de la période de transition, la production d'armement était ruinée et cela a eu un impact négatif même dans l'industrie des constructions mécaniques, l'industrie

sidérurgique et électrotechnique. Selon Blaškovej [2000, p. 4], la structure inadaptée de l'économie était un facteur objectif de chute du PIB. Pourtant, les erreurs de politique économique, la déstabilisation de l'environnement des entreprises et la non-transparence du processus de privatisation présentaient des raisons subjectives de baisse du PIB. Par conséquent, même après dix ans de la transition, il était nécessaire de restructurer entièrement l'industrie et l'économie.

La libéralisation du commerce extérieur devrait créer une forte pression concurrentielle sur les agents domestiques. Pourtant, les changements qualitatifs dans la production domestique ne se sont pas significativement manifestés. Au contraire, la libéralisation élevée des importations entraînait souvent une inhibition voire même l'arrêt de certaines formes de production domestique, alors que son niveau qualitatif était comparable avec celui de la production importée. Selon certaines opinions [Fifeková, 2000, p. 23], la dévaluation était extrêmement grande et elle a entraîné une politique économique restrictive exagérée. Par conséquent, la demande des investisseurs ainsi que la demande des consommateurs a baissé.

Le processus spécifique de privatisation à travers des coupons<sup>1</sup> a permis d'intégrer le grand public dans la privatisation et de trouver les premiers propriétaires privés. Pourtant, la structure optimale des droits de propriété n'a pas été immédiatement atteinte. En conséquence de quoi, les premiers propriétaires n'étaient pas toujours les propriétaires finaux, définitifs [Klaus, 1995, p. 25]. La procédure de privatisation était également une des prémices de base de l'adaptation structurelle de l'économie. La création de droits privés était considérée comme la clé du système. Il était évident que seule la motivation fondée sur la propriété privée peut assurer l'efficacité d'allocation exigée. Cependant, la différence entre le capital disponible, l'envergure et la vitesse de la privatisation a entraîné une certaine déformation de l'environnement concurrentiel. La privatisation s'est manifestée en tant que condition d'adaptation structurelle nécessaire, mais pas suffisante [Fifeková, 2000, pp. 22-23].

Un autre domaine problématique concernait l'investissement. Son niveau, surtout au début des années 90, était très faible. Le financement des investissements venait principalement de ressources domestiques, qui étaient encore limitées. Le volume des investissements étrangers était lui très faible. L'influence du capital étranger ne se manifestait presque pas de tout dans les premières années de la transition.

Cette période était une étape initiale de l'application et de l'évolution de la politique monétaire en Tchécoslovaquie.

<sup>1</sup> Les particuliers pouvaient participer à la privatisation par le biais de l'achat des coupons représentant des parts de capital réservées au grand public et dont leurs prix étaient abordables.

Depuis 1993, après la division de la Tchécoslovaquie, la politique monétaire ainsi que la politique économique entière se développaient différemment, bien que plusieurs caractéristiques d'entre elles ne fussent pas très variées, tout du moins au début.

### **4.3.2 La période du tournant et de la relance de 1993 à 1995**

Après la division de la Tchécoslovaquie, le gouvernement slovaque a pris en considération certaines opinions critiques concernant la vitesse de procédure de transition et il a préféré ralentir le rythme des réformes économiques. Le gouvernement slovaque voulait respecter les spécificités de l'économie slovaque et, surtout, ralentir la cadence de la privatisation. Les opinions que les réformes précédentes respectaient uniquement l'économie tchèque prévalaient et supposaient que les démarches précédentes menaçaient l'économie slovaque et les aspects sociaux en Slovaquie.

Ces opinions ont entraîné la création d'une nouvelle approche de la transition de 1993 à 1998 [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 38].

Le premier gouvernement slovaque avait pour but la création d'une économie de marché sociale et écologique. En même temps, il voulait se concentrer sur le soutien des secteurs efficaces à long terme du point de vue des avantages comparatifs.

En novembre 1993, la « stratégie de la renaissance économique » était adoptée. Ses aspects principaux étaient [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 38]:

- 1) la stimulation de l'expansion macroéconomique à travers le relâchement de la politique fiscale et de crédit,
- 2) une politique commerciale active, avec soutien des exportations,
- 3) la restructuration de l'industrie sous la gestion de l'Etat et avec son soutien financier

#### ***Les conditions d'application de la politique monétaire en 1993***

Les premiers problèmes que devait affronter la BNS juste après sa création étaient liés :

- au faible niveau des réserves de devises,
- à la récession continue de l'économie,
- aux pressions sur la croissance de l'inflation entraînées par le nouveau système d'impôts,
- à la faible crédibilité de l'Etat à l'étranger,

- à la crédibilité nulle de la politique monétaire causée par l'existence d'une nouvelle banque centrale,
- à l'approfondissement du déficit fiscal et extérieur. Le solde négatif du budget de l'Etat rapporté au PIB était égal à 6,2% et le déficit de la balance commerciale représentait 5,5% du PIB. Le chômage a augmenté de 4 points pour atteindre 14,4%.

Cependant, en 1993, il était nécessaire de résoudre les impacts négatifs de la division de la république. L'union monétaire avec la République Tchèque s'est délabrée et les réserves de devises de la banque centrale ont significativement baissé. Par conséquent, le changement dans l'orientation de la transition n'était pas encore complet bien que cela fut auparavant déclaré. La politique fiscale était plutôt restrictive, mais la politique monétaire était plus relâchée. Le processus des réforme s'est ralenti.

En 1993, la chute du PIB continuait, mais sa cadence était déjà plus lente. L'évolution des finances publiques était négative ainsi que dans le niveau des réserves de devises et l'inflation s'accéléraient.

La BNS a ciblé deux objectifs principaux pendant la première année de son existence : le maintien de la convertibilité interne de la monnaie et la minimisation de la croissance du niveau des prix [BNS, 1994, p. 1]. L'objectif premier a été pleinement rempli. L'évaluation du deuxième objectif n'est pas claire étant donné que le niveau d'inflation optimale n'était pas défini ex-ante. Pourtant, cette croissance du niveau des prix trouvaient logiquement sa source dans les trois chocs significatifs sur les prix : un nouvel système d'impôts en vigueur depuis le 1er janvier 1993, la dévaluation de 10% de la monnaie en juillet 1993 et le relâchement du budget de l'Etat.

Etant donné que le marché financier était dans cette période peu développé, la BNS utilisait surtout le taux de change et les mesures administratives comme instruments monétaires. Les mesures administratives concernaient la détermination du régime de devise (l'accès aux ressources de devise, etc.) et les banques commerciales. Les restrictions par rapport à l'accès des banques aux ressources des devises et les limitations de crédits étaient le plus souvent utilisées, surtout pour les banques les plus importantes [BNS, 1994, p. 47].

Pourtant, l'application unique d'instruments administratifs aurait entraîné l'approfondissement du déséquilibre et l'arrêt de la libéralisation du régime de devises. Cependant, l'application unique de solutions de marché, par exemple une dévaluation de 20-40% en 1993, aurait eue également un impact négatif. Une dévaluation d'une telle grande envergure aurait entraîné une croissance rapide de l'inflation eu égard de l'ouverture de la RS.

De plus, le système bancaire de la RS était caractérisé par un taux de concurrence faible, un taux de propriété d'Etat élevé et une part élevée de mauvais crédits. L'application d'outils exclusivement de marché dans ces économies aurait eu des conséquences négatives. Par conséquent, la BNS a choisi en 1993 de mettre en œuvre une combinaison de mesures de marché ainsi que des mesures hors marché. Le taux de change de la couronne slovaque était soutenable, l'impact des démarches était positif. En conséquence de quoi il fut possible d'abandonner certains outils administratifs dès la fin de l'année 1993.

A la fin de 1993, l'économie slovaque a commencé à croître significativement, l'inflation atteignait le niveau de l'année 1992, c'est-à-dire environ 10%. La politique économique était concentrée sur le soutien de la croissance économique à travers la stimulation du côté demande. La pression sur le côté offre de l'économie était insuffisante [Fifeková, 2000, p. 25].

#### ***Les conditions et l'application de la politique monétaire en 1994 :***

Les années 1994 et 1995 étaient du point de vue des indicateurs macroéconomiques déjà plus réussies. Certains auteurs trouvent la source de ces résultats positifs dans les facteurs suivants [Okáli et al. 1995]:

- un cadre macroéconomique d'activités économiques relativement stable grâce à une politique fiscale restrictive et une politique monétaire neutre,
- les effets de mesures concentrées sur le soutien des exportations et l'amélioration de la balance extérieure, les dévaluations dans la deuxième moitié de l'année 1993, les mesures contre les importations au début de cette année et les mesures favorables aux exportateurs dans la deuxième moitié de l'année 1994. Cet effet était fortifié par la conjoncture favorable dans les économies de marché développées,
- depuis 1994, les impacts négatifs causés par la division de la Tchécoslovaquie se sont progressivement affaiblis.

Le point faible de cette relance résidait dans le fait qu'elle était entraînée exclusivement par la croissance des exportations. La demande croissante chez les partenaires commerciaux a stimulé la performance des exportations de la RS. Donc, la relance de la croissance économique après l'année 1994 n'était pas due à des changements structurels qui auraient créé des conditions pour une croissance durable. Les producteurs slovaques avaient plus de possibilités de réaliser leur production grâce à la demande croissante sur les marchés étrangers. Assez souvent, il s'agissait de relations exceptionnelles, sans création de rapports stables. Cela représentait un risque de sous-estimation des changements structurels qui étaient absolument nécessaires [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 40].

Afin de promouvoir la croissance économique, la BNS a, surtout en 1994, commencé à appliquer une politique monétaire accommodante et neutre en lieu et place d'une politique restrictive. Par conséquent, la demande domestique a augmenté et l'économie slovaque a commencé à « surchauffer ». Pourtant, la croissance de la demande domestique ne correspondait pas à la performance de l'économie. Les importations croissaient rapidement. Ce déséquilibre est démontré dans le tableau suivant, surtout à travers l'indicateur de couverture de la demande agrégée qui avait, en 1994 et en 1995, une valeur supérieure à 100:

**Tableau 4.3.2: évolution de la balance de la demande domestique et de l'offre (md. Sk, prix stables 1995)**

Indicateur/An	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Demande domestique (DD)</b>	483,6	456,1	507,4	606,6	631,2	656,9	628,6
<b>PIB (ressources domestiques)</b>	460,8	483,4	516,8	550,8	586,8	612,7	624,5
<b>Importations (ressources externes)</b>	299,5	288,7	316,4	380,7	415,4	455,1	443,8
<b>Couverture de la demande agrégée (PIB/DD %)</b>	95,3	106,0	101,9	90,8	93,0	93,3	99,3

Source: ŠÚ SR (L'Agence de statistique de la RS), Fífeková [2000, p. 25]

Le solde de la balance commerciale était positif, il atteignait 5,2% et le solde du budget de l'Etat était négatif, soit -5,2%. Le taux de chômage a légèrement augmenté à 14,8%. Le salaire mensuel nominal moyen dans l'industrie a augmenté à la fin de l'année 1994 à 14,7% et, exprimé en chiffres réels, de 3,3%. La productivité de travail a atteint une croissance de 6,1%, dépassant donc la croissance des salaires réels [BNS, 1995, p. 15]. De ce point de vue, les pressions inflationnistes n'existaient pas.

Dans le domaine externe, la BNS ciblait la libéralisation du régime de devises, l'augmentation des réserves de devises et la confiance vers la couronne slovaque s'en est trouvée fortifiée.

#### ***Les conditions et l'application de la politique monétaire en 1995***

Bien qu'en 1994 la seule fraction croissante du PIB concernait les exportations nettes, la croissance est apparue en 1995 dans tous les éléments. Pourtant, la demande domestique était problématique, car elle augmentait plus rapidement que le PIB, entraînant une croissance des importations et, en même temps, un ralentissement de la cadence des exportations. La déstabilisation menaçait à nouveau l'économie. La Slovaquie n'a pas réalisé les changements



structurels et institutionnels pendant la période de la relance. Donc, l'évolution positive n'était que temporaire [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 40].

Pourtant, le solde de la balance commerciale se maintenait encore, avec des valeurs positives au niveau de 1,8%, un solde négatif se manifestant avec un certain retard. Le déficit budgétaire de l'Etat était comparativement faible, il n'atteignait que -1,6% du PIB. Le taux de chômage était 13,1%, c'est-à-dire qu'il avait (significativement baissé par rapport à l'année précédente. Le salaire mensuel moyen nominal avait en décembre 1995 crû de 14,1%, le salaire réel de 4,4%. Les surcroûts de salaires réels étaient relativement grands, causés par un taux d'inflation faible. Cependant, l'évolution de la productivité de travail n'était pas si favorable. La productivité nominale a dépassé les salaires nominaux de seulement 0,2% et la productivité réelle était égale aux salaires réels [BNS, 1996, p. 17]. Ceci fut la source de la menace des pressions inflationnistes dans la période à venir. Pour cette raison, il était plus convenable de réaliser une politique monétaire plus restrictive.

Néanmoins, la politique monétaire appliquée en 1995 était significativement expansionniste. Bien que l'inflation fut relativement faible et les taux d'intérêt réels étaient pendant toute l'année 1995 négatives, ces facteurs signalaient une évolution en faveur de l'inflation. Il est très probable que la politique expansionniste de 1995 était la cause des déséquilibres futurs externe et interne de 1996 à 1998, la politique monétaire influençant généralement l'inflation avec un retard d'une ou deux années.

Malgré les démarches surtout positives de la BNS, Beblavý [Marcinčin, Beblavý; 2000, p. 112] mentionne quand même un domaine dans lequel la BNS n'a pas exécuté son rôle sans problèmes. C'était lors du passage d'une gestion administrative, quantitative de la politique monétaire à une politique monétaire fondée sur l'approche qualitative de marché. En 1995, la BNS a appliqué une mesure administrative concernant les limitations de crédit des banques les plus importantes. La banque centrale limitait donc l'expansion rapide des crédits. En 1993 et 1994, les limites n'étaient pas atteintes ; pourtant, en 1995, le plafond était dépassé de manière importante. La limite était dépassée en raison de l'expansion des crédits dans les banques les plus petites, banques qui n'étaient pas contrôlées par les limitations de crédit. Selon Beblavý, la BNS faisait trop confiance à cet instrument administratif et elle n'a pas profité suffisamment des instruments restrictifs indirects déjà disponibles. Puisque cet outil direct était inefficace, il fut abandonné par la BNS en 1996.

Les résultats atteints étaient trois ans après relativement favorables : la RS avait un des taux d'inflation les plus faibles dans les pays en voie de transition et le taux de croissance économique parmi les plus élevés. Les réserves de devises étaient suffisantes (voir les

tableaux dans le chapitre 4.3.6) [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 109]. La BNS en a ainsi gagné une crédibilité comparativement élevée [OECD, 1999].

### **4.3.3 La période de croissance déséquilibrée de 1996 à 1998**

Durant cette période, les principes de la renaissance dite économique stratégique mentionnée ci-dessus ont été réalisés plus ponctuellement. Les opinions libérales s'en étaient trouvées encore plus abandonnées et les motifs sociaux ainsi que la responsabilité de l'Etat étaient plus soulignés. Une croissance économique encouragée par les outils de la demande fut privilégiée. La demande était stimulée à travers l'expansion des dépenses publiques, les investissements publics et le déficit budgétaire. Il s'agissait de la politique du « chemin particulier » qui soulignait les spécificités de la RS [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 40]. Pourtant, plusieurs économistes n'étaient pas d'accord avec un tel processus. Par exemple, Dančo [1996] affirmait qu'une telle politique ne permettait pas de continuer dans la transition. De plus, les éléments les plus importants de la politique économique n'étaient pas coordonnés. La politique fiscale était très expansive et elle était accompagnée par un double déficit : du budget de l'Etat (élevé) et du compte courant de la balance des paiements. En revanche, la banque centrale a pratiqué une politique monétaire restrictive pour contrebalancer les effets négatifs de la politique fiscale [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 40]. Cependant, cette discordance de la politique économique a eu plusieurs impacts négatifs. Par exemple, les investissements privés furent évincés par les investissements publics étant donné que les taux d'intérêt augmentaient. La coordination ne manquait pas seulement dans la politique économique, mais également dans les réformes structurelles.

Le déséquilibre macroéconomique entre la demande domestique et la formation du PIB était de plus en plus profond. Cela avait un impact négatif sur l'équilibre externe même si l'impact sur les prix était moins grand. Cette situation était influencée par une offre rigide en économie alors que la croissance de la demande domestique n'entraînait pas les surcroûts de PIB suffisants. La structure de l'offre consistait surtout en des produits avec un faible degré de finalisation et d'élaboration, bien que les produits finaux prédominaient dans la structure de la demande. La supériorité de la demande domestique par rapport à l'offre domestique était causée par le surplus de croissance des salaires par rapport à la croissance de la productivité, et ce surtout en 1996. L'écart entre la partie de la demande et de l'offre du PIB se manifestait à travers un déficit croissant de la balance commerciale et, par conséquent, à travers le déficit

du compte courant de la balance des paiements. Le surcroît de demande domestique dans les prix courants a seulement partiellement influencé la croissance du PIB. Cela se retrouve dans le tableau suivant. Par exemple, en 1996, une couronne slovaque de demande domestique (DD<sub>t</sub>) a entraîné un surcroît de PIB (PIB<sub>t-1</sub>) de seulement 0,25 SKK :

**Tableau 4.3.3a: Sensibilité du PIB réel envers la demande domestique nominale**

Indicateur / an	1994	1995	1996	1997	1998	1999*
croissance du PIB <sub>t-1</sub> /croissance de la DD <sub>t</sub>	0,64	0,34	0,25	0,49	0,38	0,61

\* première moitié de 1999

- DD<sub>t</sub> est exprimé en prix courants de l'année 1995

Source: Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 43; ŠÚ SR (L'Agence de statistique de la RS);

Sous ces conditions, il n'était pas possible d'augmenter la croissance de l'économie par le biais d'une stimulation de la croissance de la demande domestique. La stimulation de la demande domestique sans relance de l'offre n'aurait causé qu'un déséquilibre externe.

**Tableau 4.3.3b: rapport entre création de l'épargne et de l'investissement en RS de 1993 à 1999**

Indicateur en mld. Sk en prix courants	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>PIB</b>	487,6	511,6	546,0	579,9	615,9	641,1	653,3	667,7
<b>-consommation finale ensemble</b>	386,2	375,6	387,0	431,7	453,4	477,4	467,1	454,5
<b>- épargne domestique (ED)</b>	101,4	136	159,0	148,2	162,5	163,7	186,2	213,2
<b>Formation de capital brut (CCB)</b>	124,1	109,2	149,3	190,7	195,9	233,4	211,0	214,8
<b>- couverte par ED, %*</b>	81,7	124,5	106,5	77,7	83,0	70,1	88,2	99,3
<b>- couverte par des ressources extérieures, %**</b>	18,3	-24,5	-6,5	22,3	17,0	29,9	11,8	0,7
<b>Besoin en ressources externes***</b>	22,7	-26,8	-9,7	42,5	33,4	69,7	24,8	1,6
<b>Surcroît absolu du PIB</b>	36,9	24	34,4	33,9	36	25,2	12,2	14,4
<b>- couvert par ressources extérieures, %</b>	61,5	111,7	-28,2	125,4	92,8	276,6	203,3	11,1
<b>CCB/PIB, %</b>	25,5	21,3	27,3	32,9	31,8	36,4	32,3	32,2

\* ED/CCB (%), \*\* ressources extérieures/CCB, \*\*\* CCB – ED

Source: Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 43; ŠÚ SR (L'Agence de statistique de la RS);

Le déséquilibre peut être analysé sur la base du désaccord entre l'épargne et l'investissement. Les investissements étaient supérieurs aux épargnes dans l'économie, c'est-à-dire que la différence était couverte par des ressources étrangères. Cela est prouvé par le tableau 4.3.3b.

Il s'ensuit du tableau que l'orientation de la politique fiscale était expansionniste de 1996 à 1998. Les investissements représentés par l'indicateur de formation du capital brut étaient de plus en plus couverts par des ressources extérieures. De l'année 1996 à 1998, cela représentait 30% du total, et donc le besoin de ressources extérieures était dans cette période suffisamment importante. Le rapport « ressources extérieures sur surcroît de PIB » était également important. Dans les années 1996, 1998 et 1999, les ressources étrangères couvraient plus que 100% du surcroît absolu du PIB.

Il s'agissait donc d'une croissance par le crédit. Pourtant, ce phénomène n'aurait pas dû être absolument négatif si les activités d'investissement avaient été efficacement financées afin de promouvoir les secteurs exportateurs de l'économie. Néanmoins, la structure des investissements dans cette période ne présentait ni le caractère d'un retour rapide des investissements, ni un effet pro-exportateur [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 44].

Une caractéristique typique de la politique économique de cette époque était le soutien de la croissance économique et la sous-estimation simultanée de l'équilibre macroéconomique. La croissance élevée possédait, selon plusieurs économistes, un caractère forcé [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 44] et, dans la période suivante, les effets négatifs d'une telle politique économique se manifestaient encore plus visiblement.

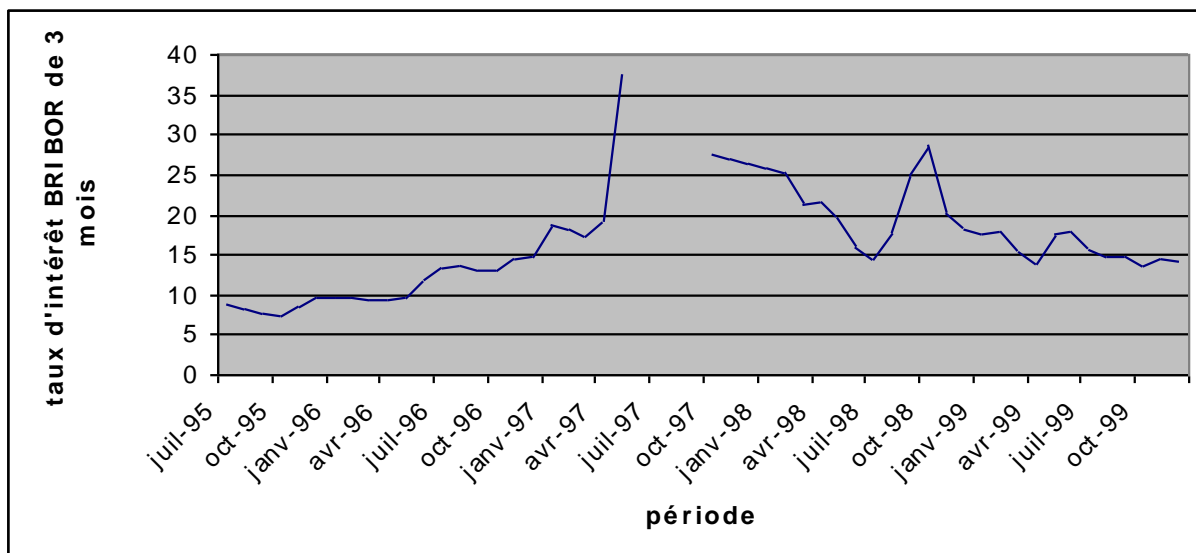
### ***Conditions et application de la politique monétaire en 1996***

Du fait que le déséquilibre économique s'était approfondi, la BNS a changé sa politique monétaire. Elle a commencé à appliquer une politique restrictive durant la moitié de l'année 1996. Mais les taux directeurs n'ont pas été augmentés étant donné que cet instrument n'était pas encore l'instrument clé à cette époque là (voir plus précisément dans le chapitre 4.3.6). Pourtant, les autres taux d'intérêt, le BRIBOR par exemple, mettent en évidence que la politique est devenue plus rigoureuse, comme Cela est exprimé dans le graphique 4.3.3.

La BNS appliquait des mesures restrictives ciblées sur le ralentissement de la croissance de la base monétaire et sur la baisse des activités de crédit des banques commerciales. La demande domestique a progressivement baissé et le déséquilibre lui-même s'est également partiellement réduit. Néanmoins, les démarches mentionnées n'étaient pas suffisantes. Le

déficit du compte courant de la balance des paiements était toujours significativement important.

**Graphique 4.3.3: évolution du taux d'intérêt interbancaire BRIBOR de 3 mois de 1995 à 1999**



Source: selon les données de la BNS

Le taux d'inflation moyen en 1996 était de 5,8% et le taux d'inflation annuelle à la fin de l'année était de 5,4%. Le ralentissement de la croissance des prix était par rapport à l'année précédente influencé par la dérégulation lente des prix et par l'évolution favorable des prix des biens alimentaires. Le taux d'emploi a augmenté de 0,8%, le taux de chômage a baissé de 1,2 point à 12,6%. La croissance économique était de 6,9% et elle était presque uniquement tirée par la croissance de la demande domestique.

La productivité du travail a augmenté par rapport à l'année précédente de 10,4% en prix courant et de 5,6% en prix de base. Le salaire moyen mensuel a augmenté de 13,3% en valeur nominale et de 7,2% en valeur réelle. C'est-à-dire la croissance des salaires a dépassé la croissance de la productivité du travail exprimée tant nominalement que réellement. C'était une autre raison pour application de la politique économique restrictive [BNS, 1997].

### ***Conditions et applications de la politique monétaire en 1997***

Le désaccord persistant de l'expansion fiscale et de la politique monétaire restrictive était accompagné par une insuffisance de sources libres couvrant les besoins de l'Etat. La combinaison de taux d'intérêt réels élevés et d'une dette publique croissante engendrait que

presque tout l'argent libre dans l'économie était utilisé à couvrir le déficit budgétaire de l'Etat. Par conséquent, le prix de l'argent augmentait et les investissements privés étaient expulsés par l'Etat. En raison de sources de crédit insuffisantes et de faibles investissements directs étrangers, la pression sur l'utilisation des crédits étrangers montait. L'excès du compte des capitaux et du compte financier de la balance des paiements était de plus en plus petit et, depuis l'année 1997, il ne pouvait plus couvrir le déficit du compte courant de la balance de paiement. Cela a entraîné la chute des réserves de devises et la chute du taux de change de la couronne [Fifeková, 2000, p.27].

Le taux d'inflation moyen en 1997 a touché 6,1% et le taux d'inflation annuelle à la fin de l'année était de 6,4%. L'accélération de la croissance des prix était entraînée surtout par la croissance de la demande domestique de long terme, par son excès relatif au-dessus de l'offre et, en même temps, par la croissance de la surtaxe des importations. L'emploi a baissé de 0,4%, le chômage augmentant au niveau de 13%. La croissance du PIB était de 6,5% et elle était accélérée par la demande domestique ainsi que par la demande externe. La productivité du travail a augmenté de 14,4% par rapport à l'année précédente en prix courant et de 7,3% en prix stables. Le salaire nominal moyen mensuel a augmenté de 13,1% et le salaire réel de 6,6%. C'est à dire qu'en 1997 la croissance de la productivité du travail dépassait déjà la croissance des salaires [BNS, 1998].

Pour l'année 1997, la croissance significative des taux d'intérêt était typique. Le taux d'intérêt BRIBOR n'était pas calculé pendant une certaine période. Cela apparaît sur le graphique 4.3.3a. La politique monétaire de la BNS était influencée par une pression significative visant à dévaluer la monnaie. En conséquence de quoi, en mai 1997, la BNS a temporairement arrêté de refinancer le secteur bancaire. Cela a engendré une autre montée des taux d'intérêt, qui ont dépassé le niveau de 20% et cela persistait jusqu'à la fin de cette année.

### ***Conditions et applications de la politique monétaire en 1998***

Le taux d'inflation moyen en 1998 était de 6,7% et le taux d'inflation annuel à la fin de l'année était de 5,6%. Ce résultat était conforme à la proposition du programme monétaire de la BNS. Elle était comprise entre 5,6 et 5,9%. Une vitesse moindre de l'inflation annuelle était entraînée par une moindre déréglementation des prix, un taux moindre d'inflation « importée » de l'étranger et par la baisse successive de la surtaxe aux importations. L'emploi a baissé de 0,4%, le chômage a augmenté de 3,1% à 15,6%. La croissance du PIB a baissé au niveau de 4,4%. La productivité du travail a augmenté par rapport à l'année précédente de

9,5% en prix courants et de 4,3% en prix de base. Le salaire moyen mensuel nominal a augmenté de 9,6% et le salaire réel de 2,7%. C'est à dire qu'en 1998 la croissance de la productivité du travail a de nouveau dépassé la croissance des salaires [BNS, 1999].

Le taux de change de la couronne affrontait des anticipations de dépréciation significatives, et ce surtout dans la deuxième moitié de l'année. Ces attentes étaient conditionnées par les élections parlementaires, le déficit élevé du compte courant de la balance des paiements, l'expansion fiscale continue mais également par les évaluations mauvaises de la Slovaquie par les agences internationales de rating. Par conséquent, la conversion d'actifs exprimés en couronnes en actifs exprimés en devises était répandue. La couronne s'est dévaluée jusqu'à la frontière de fluctuation qui avait été fixée. La BNS a utilisé 1 milliard de USD en raison des interventions en août et en septembre. Pourtant, la situation ne serait pas soutenable à long terme donc, le régime du taux de change fixe était bientôt remplacé par un flottement dirigé.

La politique monétaire restrictive n'a pas pu empêcher la crise, mais les déséquilibres étaient de plus en plus profonds. La BNS, selon Beblavý [Marcinčin, Beblavý; 2000, p.113], mais également selon d'autres économistes a maintenu le régime fixe beaucoup trop longtemps. Il n'a été abandonné qu'en octobre 1998. Le passage au flottement dirigé était optimal, par exemple déjà en automne 1997, ou encore plus tôt. Cela aurait permis de résoudre les déséquilibres d'une manière plus efficace. En RT, le régime fixe avait déjà été abandonné en 1997. Une restriction encore plus stricte à travers les taux d'intérêt n'aurait pas été convenable car en RS le taux d'intérêt réel était de 13,1%, et il n'était en RT que de 5,3% et en Hongrie de 1,5% seulement. De plus, l'Etat ne manifestait qu'une petite élasticité de la demande au taux d'intérêt. Donc, la montée des taux d'intérêt n'aurait probablement pas réduit le déficit budgétaire. En outre, les taux d'intérêt élevés entraînaient plusieurs déformations en économie. Par exemple, un phénomène de sélection adverse se manifestait. C'est à dire que les crédits avec des taux d'intérêt élevés étaient surtout demandés par des spéculateurs. L'autre point faible était qu'il n'y avait qu'un accès limité aux ressources de devises, étant donné que celles qui étaient accessibles l'étaient avant tout aux grands agents et aux agents ayant la garantie de l'Etat [Marcinčin, Beblavý; 2000, p.114].

Pour ces raisons, la solution la plus efficace était l'abandon du régime fixe. Sachs [1996] et d'autres économistes sont contre une application longue du régime fixe du taux de change dans les pays en voie de transition. Bien que les avantages de cet ancre nominale sont incontestables au début du processus de transformation, plus tard, les aspects négatifs commencent à dépasser les aspects positifs. Selon Mishkin [1999], le taux de change flottant

est un signal pour la politique économique dans le cas où il faut changer son orientation. Le taux de change fixe dans les années 1994 à 1998 n'a pas offert au gouvernement de signal clair sur l'application de la politique monétaire restrictive qui était nécessaire à cette période-là. D'autre part, après la mise place du flottement dirigé, un taux de change décroissant informait de manière flexible sur le besoin de réformes. Après l'application de mesures réformistes, le taux de change a commencé à se réévaluer comme décrit dans le chapitre suivant.

#### **4.3.4 La période de la restitution de l'équilibre de 1999 à 2001**

Durant cette période, il était évident que les succès macroéconomiques des années 1996 à 1998 n'étaient que temporaires. Ils n'étaient que le résultat de la stimulation de la politique fiscale. Les résultats macroéconomiques n'étaient pas soutenus par la sphère favorable des entrepreneurs, la coordination des politiques macroéconomiques avec la restructuration de l'économie était sous-estimée ainsi que la création d'un encadrement institutionnel de l'économie de marché. Depuis 1999, les impacts négatifs de la politique économique précédente ont commencé à se manifester.

Donc, même après une décennie, les problèmes typiques du début de la transition devaient être résolus. Il était nécessaire de stabiliser l'économie, de la restructurer, de gérer plus strictement le budget de l'Etat, de créer des règles pour les agents économiques dans les nouvelles conditions, etc. [Marcinčin, Beblavý, 2000, p.48].

Un déséquilibre macroéconomique profond nécessitait des changements économiques et politiques. A la fin de l'année 1998, les premières mesures orientées vers la réduction du déséquilibre existant ont été mises en œuvre. Ces démarches étaient appliquées au détriment de la chute passagère de la croissance économique. La priorité de la politique économique à court terme était la stabilisation macroéconomique fondée sur la restitution du déséquilibre interne et externe. Le gouvernement résolvait les effets du manque de stabilité par l'adoption d'une stratégie de l'accélération des réformes économiques. La stratégie était orientée vers une meilleure utilisation des finances publiques, vers la limitation de la demande domestique à travers le blocage des salaires dans l'administration de l'Etat, vers la modification du taux inférieur de la TVA et vers l'augmentation des taxes à la consommation. En même temps, la dérégulation des prix a permis d'éliminer les distorsions de prix. La baisse du déficit du compte courant de la balance des paiements était même soutenue par la croissance de la surtaxe sur les importations [Fifeková, 2000, p. 31]. Pourtant, depuis janvier 2000, la surtaxe



sur les importations s'était progressivement réduite. Cela avait un impact favorable sur le ralentissement de la croissance des prix.

A moyen terme, les mesures destinées à soutenir la croissance économique étaient prioritaires. Les piliers de la croissance économique retrouvée étaient : un nouveau cadre institutionnel, la restructuration et l'augmentation de la compétitivité des entreprises, l'assainissement du secteur des entrepreneurs, y compris les banques et la coordination des segments de la politique économique [Marcinčin, Beblavý, 2000, pp. 45-47]. Pourtant certains économistes ont critiqué les mesures entraînant l'affaiblissement de la croissance économique. En plus de la baisse de la croissance du PIB, le chômage augmentait, ainsi que l'inflation. Néanmoins, certains économistes [Mikloš, 1999, p.9] ont considéré la détérioration de ces indicateurs comme un impact indispensable à l'évolution précédente mais également comme le prix à payer pour les mesures adoptées. La croissance du taux d'inflation était engendrée par les dérégulations de prix, la modification des taxes indirectes et par la mise en œuvre de la surtaxe sur les importations.

De plus, plusieurs économistes ont supposé que l'élimination du déséquilibre nécessite des solutions rapides et une croissance élevée du PIB ne peut être atteinte que par un mécanisme de long terme. Selon Patat et Holman [1991], une politique économique restrictive ne doit pas aller contre la croissance. Bien que le côté demande soit limité à court terme et, par conséquent, également la croissance économique, si le côté de l'offre est assaini, l'effet de long terme ira croissant.

Depuis 1999, la politique fiscale appliquée était restrictive. Les investissements dans le tableau 4.3.4 et représentées par l'indicateur de la formation de capital brut n'étaient pas déjà si largement couverts par des ressources externes. Les investissements publics n'expulsaient pas les investissements privés. Le surcroît de PIB était en 2001 et en 2002 relativement couvert par des ressources étrangères ; pourtant il s'agissait d'investissements efficaces encourageant la performance exportatrice de la RS.

Une partie indispensable des changements structurels était la restructuration des banques dont la partie majoritaire était sous possession de l'Etat. L'effet secondaire de l'assainissement des banques devait être l'amélioration de la situation financière du secteur des entreprises et la création des conditions pour le développement des entreprises compétitives. La stabilisation de l'environnement économique créait la place pour l'acquisition des investissements directs étrangers.

**Tableau 4.3.4: rapport entre la formation de l'épargne et les investissements en Slovaquie depuis 1999 à 2005**

Indicateur en mld. Sk (prix de base : 1995)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>PIB</b>	624,5	684,8	707,3	738,4	779,9	822,8	872,2
- consommation finale des ménages	302,7	354,6	368,9	388,7	402,4	416,5	440,7
- institutions non lucratives	2,7	6,2	6,0	6,0	7,1	7,5	7,7
- consommation finale de l'administration	128,3	137,5	144,5	150,3	157,1	158,8	162,0
- épargne domestique (ED)	190,8	186,5	187,8	193,5	213,2	207,0	226,3
<b>Formation de capital brut (CCB)</b>	194,9	181,6	211,7	220,3	191,9	217,0	247,6
- couverte par ED, %*	97,9	102,7	88,7	87,8	111,1	95,4	91,4
- couverte par des ressources externes, %**	2,1	- 2,7	11,3	12,2	-11,1	4,6	8,6
<b>Besoin en ressources externes ***</b>	4,1	- 4,9	23,9	26,8	-21,3	10,0	21,3
<b>Surcroît absolu du PIB</b>	11,8 <sup>1</sup>	60,3	22,5	31,1	41,5	42,9	49,4
- couvert par ressources externes, %	34,7	- 8,1	106,2	86,2	-51,3	23,3	43,1
<b>CCB/PIB, %</b>	31,2	26,5	29,9	29,8	24,6	26,4	28,4

\* ED/CCB (%), \*\* sources externes/CCB, \*\*\* CCB – ED

<sup>1</sup> en 1998, le PIB en prix 1995 atteignait 612,7 mld. Sk, c'est à dire 624,5 – 612,7 = 11,8

Source: BNS et propres calculs

### *Conditions et application de la politique monétaire en 1999*

En 1999, il était important d'adopter plusieurs mesures de stabilisation. Elles conduisaient progressivement à la restitution du déséquilibre. L'abandon du régime fixe comme ancre nominale a signifié qu'il était nécessaire de déterminer une autre ancre nominale. La mise en œuvre du ciblage de l'inflation est la meilleure solution et celle qui est la plus souvent pratiquée. Pourtant, la BNS n'a appliqué pendant l'an 1999 que le régime provisoire du ciblage de l'inflation. Le ciblage de l'inflation implicite n'était adopté qu'en 2000 et le ciblage de l'inflation explicite qu'en 2004. Le chapitre 4.4.2 traite plus précisément cette problématique.

Dans le programme monétaire pour 1999, la BNS, en raison des dérégulations des prix, ciblait la cible de l'inflation nette au niveau de 5-7 %. Cet indicateur faisait abstraction des prix réglementés et des prix des biens alimentaires comme cela sera plus précisément expliqué dans le chapitre 4.2.2. L'indicateur de l'inflation nette ne couvrait donc que 55,4 % des prix du panier de consommation entier. Le rôle de la politique monétaire était d'influencer les effets secondaires des dérégulations des prix.

Plus tard, il était évident que le choix de cet indice et son explication n'étaient pas convenables. Ses points faibles sont également plus précisément mentionnés dans le chapitre 4.2.2. L'inflation structurelle ou l'inflation nette devraient être calculées de manière standard comme un changement des prix du panier modifié [Marcinčin, Beblavý; 2000, p.118]. Cependant la BNS a choisi une façon inhabituelle de calculer cet indicateur sans expliquer son choix au public. La BNS quantifiait l'inflation nette en multipliant l'inflation totale par le rapport de l'inflation nette, c'est à dire par un coefficient de 0,554. Etant donné que la BNS n'a pas informé sur cette méthode rare, plusieurs malentendus se sont manifestés entre la banque centrale et les marchés financiers. L'explication était seulement proposée dans le programme monétaire concrétisé en juin 1999 où, en outre, la BNS a rectifié le niveau ciblé de l'inflation nette et totale.

En 1999, les conditions pour la réalisation des changements nécessaires dans la politique monétaire n'existaient pas encore. Les réformes de la première moitié de l'année n'étaient pas assez décisives et l'évolution des indicateurs macroéconomiques était contradictoire. La croissance économique s'est ralentie, l'inflation et le chômage augmentaient. Le chômage à la fin d'année atteignait même 19,2%. Le salaire réel a baissé pour la première fois à partir de 1993 de 3,1 %. La productivité du travail a augmenté de 4, %, cela ayant eu un impact positif sur la croissance de la compétitivité de l'économie slovaque. L'équilibre interne et externe se renouvelaient successivement. Le déficit du commerce externe a baissé presque de moitié et le solde des finances publiques s'est également amélioré. La détérioration de certains indicateurs étaient le résultat des tendances défavorables des années précédentes. Le taux d'inflation annuelle mesuré en décembre 1999 a atteint 14,2% ; par conséquent, la supposition du programme monétaire concrétisé de la BNS était remplie. Elle était au niveau de 13,5-15,5 % pour l'année 1999. La valeur moyenne annuelle de l'inflation totale était de 10,6%. L'inflation nette représentait en décembre 1999 6,06 % de l'inflation totale (14,2 %), donc les limites de l'intervalle programmé 6,0-7,5 % étaient remplies [BNS, 2000, p.21]. L'impact positif de la publication de la cible concrétisée était la stabilisation des attentes inflationnistes des agents économiques.

Les modifications des prix réglementés, la ré-application de la surtaxe sur les importations au niveau de 7% à partir du 1<sup>er</sup> juin 1999, les modifications de la TVA et des taxes à la consommation, la croissance des prix de matières premières énergétiques – dont surtout celui du pétrole – et l'évolution du taux de change de couronne ont influencé le taux de l'inflation. La croissance plus élevée de M2 en 1999 ne connaissait pas de pressions inflationnistes car elle ne compensait pas entièrement la croissance des prix à la consommation [BNS, 2000, p.

54]. La croissance des prix était atténuée par l'appréciation de la couronne dans la deuxième moitié de l'année et la chute de la demande domestique pour la première fois à partir de 1994.

La dépréciation de la couronne surtout dans la première moitié de l'année 1999 influençait négativement l'inflation nette. La dépréciation de la couronne était entraînée par la méfiance des investisseurs étrangers et par une évaluation de rating défavorable à la Slovaquie. En mai 1999, le gouvernement a accéléré certaines réformes et mesures orientées à l'amélioration de la balance interne et à la limitation de la demande domestique. En conséquence de quoi le gouvernement a adopté des mesures visant l'assainissement de certaines banques commerciales et la privatisation de leurs parts encore possédées par l'Etat. Ces démarches ont permis de baisser le déficit des finances publiques et de la balance des paiements. Dans la deuxième moitié de l'année, la couronne s'est alors plutôt appréciée et les agences de rating ont amélioré l'évaluation de la Slovaquie.

Le rôle de la BNS était sous ces circonstances stabilisateur. Son objectif était la réduction des impacts secondaires inflationnistes. La baisse de la demande domestique et des salaires réels ont contribué à la stabilisation. Etant donné que l'évolution dans le domaine du taux de change et de la balance commerciale s'améliorait, la BNS baissait les taux d'intérêt. La BNS pratiquait une politique active de refinancement afin de réduire les taux sur le marché interbancaire et même progressivement sur le marché des clients. Pourtant, la tendance à la chute des taux en mai s'est arrêtée malgré l'effort de la BNS. Il s'ensuit que des changements qualitatifs de politique monétaire dans le domaine des taux d'intérêt étaient très nécessaires. La banque centrale a effectué ce genre de changements un an plus tard, étant donné que, selon les analyses de la BNS, les conditions n'étaient pas en 1999 encore favorables pour de telles mesures. Malgré cela, certains avancements du point de vue des instruments monétaires ont pu être observés. En 1999, les positions de devises des banques commerciales et des branches des banques étrangères étaient annulées. Cela signifiait l'abandon des outils administratifs de gestion. En même temps, le taux de réserves minimales s'étaient réduit de 9 % à 8 %. Pourtant, en raison de l'élargissement de la base pour la création des réserves minimales, cela ne signifiait qu'une réduction légère de leur volume total [BNS, 2000, p.52]. Dans le domaine du taux de change, des interventions de devise orientées vers la réduction de la volatilité de la couronne étaient surtout appliquées. Cela avait un impact sur la liquidité des banques commerciales. Cette liquidité se trouvaient modifiées à travers les opérations de la BNS sur le marché interbancaire de la couronne [BNS, 2000, p.59].

### ***Conditions et application de la politique monétaire en 2000***

Depuis janvier 2000, la BNS a adopté le ciblage de l'inflation mais encore sous sa forme implicite. La mise en œuvre d'un ciblage d'inflation explicite n'était pas possible durant cette période en raison des conditions macroéconomiques existantes. Les chapitres 4.4.1 et 4.4.2 traitent plus précisément de cette problématique. En 2000, la BNS n'appliquait plus l'indicateur d'inflation nette. Il était remplacé par l'indice plus transparent et plus souvent utilisé. C'était l'indicateur de l'inflation structurelle. L'inflation structurelle capture environ 82% des éléments du panier de la consommation. L'objet du ciblage de la BNS était donc le niveau d'inflation structurelle. L'inflation totale n'était que prédite, elle n'était pas ciblée. Cela n'était pourtant pas évident pour tous les agents économiques. Le grand public a tendance à associer ses anticipations inflationnistes avec l'inflation totale. C'était également une des raisons, en outre des raisons d'harmonisation avec l'Union européenne, pour lesquelles plus tard la BNS a adopté le ciblage de l'inflation totale à travers l'indice des prix à la consommation harmonisé. Pour décembre 2000, la cible de l'inflation structurelle était déterminée dans une fourchette comprise entre 4,7 et 5,8%. La valeur réellement atteinte en décembre était de 4,6%. L'inflation totale prédite pour décembre était comprise entre 8,8 à 9,9%. Sa valeur réelle était de 8,4%. L'inflation moyenne pour l'an 2000 atteignait 12% [BNS, 2001, pp.22-23].

La croissance du niveau des prix en comparaison avec l'année précédente était moindre. Les prix étaient influencés par les prix croissants de l'énergie et du pétrole, et le taux de change du dollar se renforçait par rapport à la couronne. Cependant, les facteurs modérant les prix étaient plus nombreux. Avant tout, les modifications des prix réglementés et les modifications de taxes indirectes étaient moins importantes qu'en comparaison avec 1999, le taux d'inflation structurelle moindre, l'évolution du taux de change par rapport à l'euro (monnaie de référence) était stable, la couronne s'appréciant même légèrement, la concurrence fortifiante dans le commerce au détail était influencée par une expansion des chaînes commerciales étrangères, les taxes sur les importations passaient de 7% à 5 %, puis plus tard à 3 %. Pourtant, le facteur le plus important était la plus faible demande domestique, engendrée par un faible pouvoir d'achat des ménages, un taux du chômage élevé, et une productivité de travail supérieure à la croissance des salaires réels.

Les mesures pour assainir l'économie adoptées par le gouvernement en mai 1999 avaient des impacts favorables, encore même en 2000. Les démarches de stabilisation ont contribué à l'équilibre macroéconomique et donc à la réduction du déficit du commerce extérieur et à l'amélioration de l'évolution des finances publiques.

Le point faible de l'évolution macroéconomique était l'absence de la restructuration de la sphère des entreprises. Par conséquent, les salaires nominaux augmentaient plus lentement, les salaires réels et le chômage baissaient. Les salaires réels ont baissé de 4,9%. La productivité du travail à prix stable avait augmenté de 2,8%. La différence entre la productivité et la croissance des salaires était encore plus grande en comparaison avec l'année précédente. Après avoir exclu l'impact des travaux publics, le chômage était de 19,7%.

La croissance du PIB en comparaison avec 1999 a légèrement augmenté (de 2,2%) en prix de base.

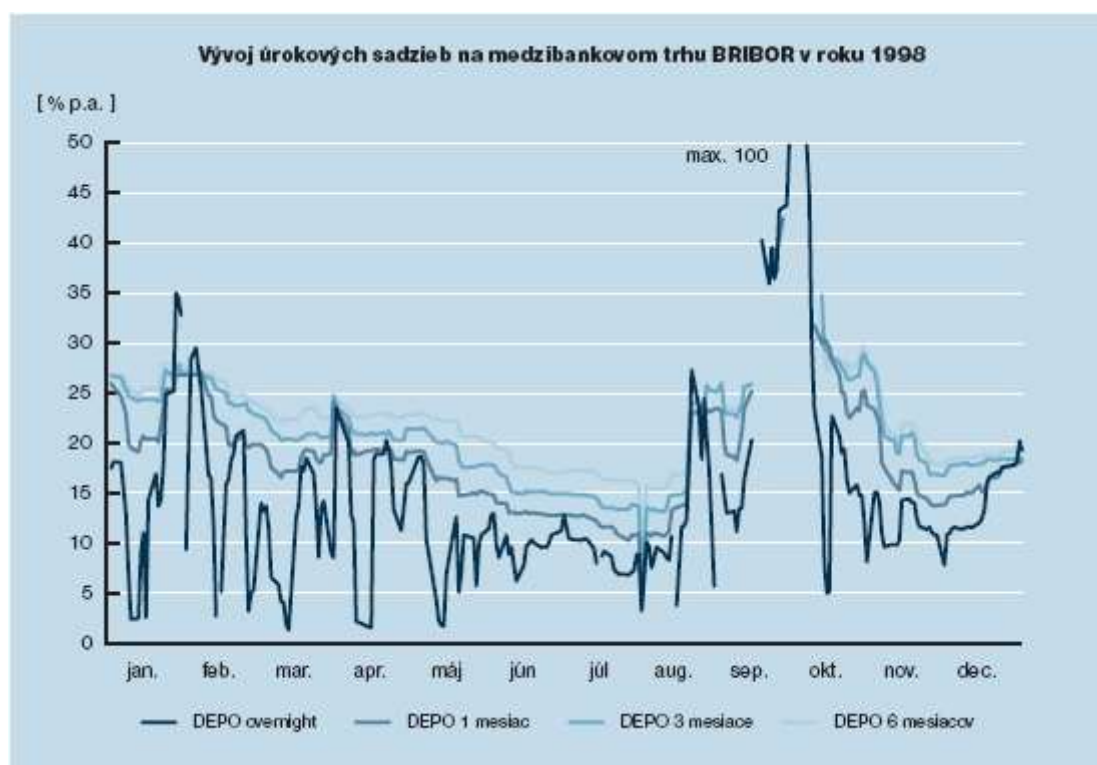
La demande étrangère était incitée par la conjoncture persistante dans l'Union européenne et en RT. Comme l'année précédente, c'était un aspect décisif stimulant l'économie slovaque. Le solde total de la balance extérieure était toujours déficitaire, mais à l'égard de 1999, il a significativement baissé. Le déséquilibre extérieur de l'économie slovaque s'est alors modérée. Le solde du compte courant de la balance des paiements a baissé de 5% en 1999 à 3,7 % en 2000 [BNS, 2001, p.36]. Le déséquilibre interne s'est également réduit étant donné que le déficit fiscal sur PIB avait baissé.

En même temps, à partir de l'an 2000, la BNS a substitué la gestion quantitative de la politique monétaire par la gestion qualitative, comme plus précisément mentionné dans le chapitre 4.2.3. La politique monétaire qualitative est donc fondée sur un taux d'intérêt indicateur de la BNS. Le taux d'intérêt directeur devient successivement un instrument actif de la politique monétaire de la BNS. Tout d'abord, à partir du 1<sup>er</sup> février 2000, le taux de repo du jour le jour (« overnight ») se retrouvait dans le calcul du taux d'intérêt directeur. Mais ce taux « au jour le jour » devait être successivement prolongé par un taux de deux semaines [Marcinčin, Beblavý, 2000, p.95]. A partir du 29 mai 2000, le taux d'intérêt limite pour les négoce de repo standard de deux semaines était appliqué. C'était également une démarche vers la standardisation des instruments de la BNS et vers une politique monétaire plus transparente. De plus, le taux de repo de deux semaines présente un signal plus fort pour la BNS sur l'évolution désirée des taux d'intérêt interbancaires et sur l'évolution monétaire et économique attendue [BNS, 2001, p.53]. En 2000, le volume des emprunts des banques commerciales en faveur de la BNS a significativement changé. Les banques ne pouvaient plus emprunter un volume presque illimité de ressources financières. Auparavant, la banque centrale limitait le volume des moyens offerts à travers les crédits de repo. Les changements se réalisaient même dans les relations de crédit entre la BNS et le Ministère des finances de la RS. A partir du 1<sup>er</sup> janvier 2000, les taux d'intérêt pour les créances de l'Etat n'étaient plus pratiqués à un niveau fixe, mais sur le principe du marché. Les taux d'intérêt étaient

déterminés en accord avec le mouvement des taux sur le marché pécuniaire interbancaire. La base pour son calcul était le taux de BRIBOR réduit de 2 % [BNS, 2001, p.45].

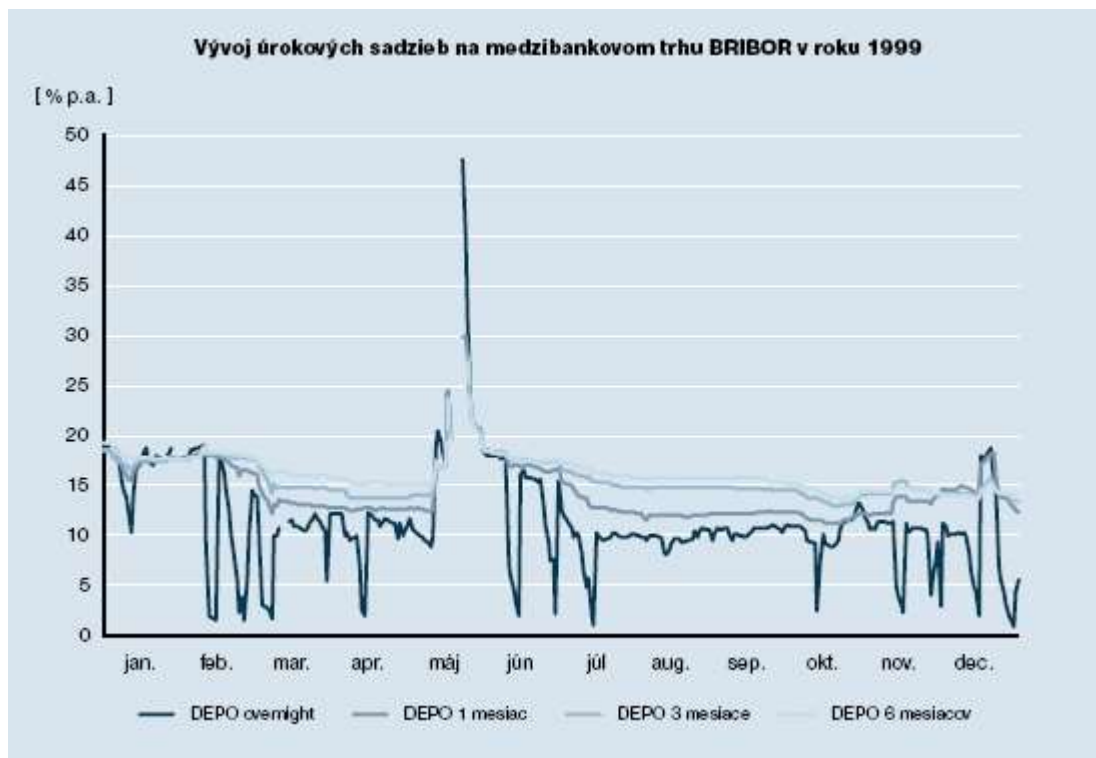
L'évolution positive de plusieurs indicateurs macroéconomiques a permis le passage à la détermination des taux d'intérêt de la BNS pour le commerce avec le secteur bancaire. Cela a abouti à la réduction de la volatilité et du niveau total des taux d'intérêt interbancaires. Cette tendance apparaît évidente sur les graphiques 4.3.4 a, b, c, d. Il s'ensuit que l'évolution des taux interbancaires était par exemple en 1998 et en 1999 beaucoup plus volatile qu'en 2000 ou en 2001. En même temps, le niveau des taux connaît une tendance clairement décroissante. En 1998, les taux allaient d'environ 2% à 35% et, en 1999, de 1% à 25% (abstraction faite des fluctuations extrêmes). Depuis février 2000, l'envergure des taux n'était que d'environ 6,25% à 12 % et en 2001 de 6% à 9,25% avec une tendance progressivement décroissante dans les années suivantes.

**Graphique 4.3.4a: évolution des taux d'intérêt sur le marché interbancaire en 1998**



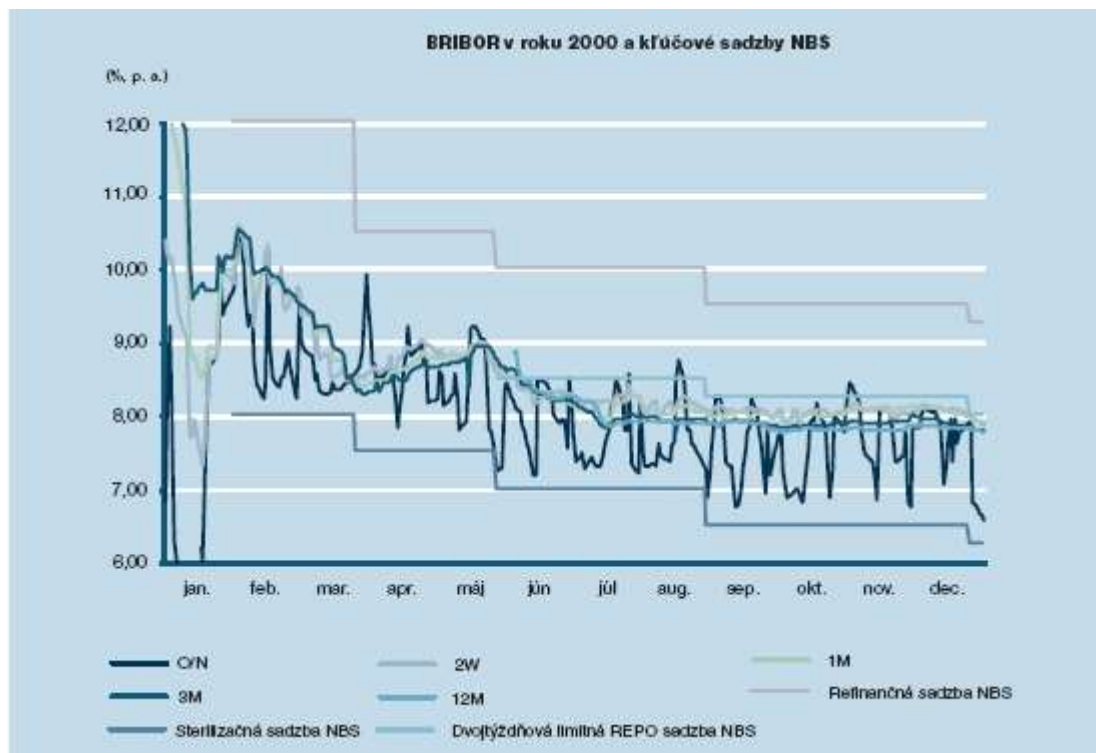
Source: Výročná správa 1998 (Rapport annuel 1998), BNS, p.70

**Graphique 4.3.4b: évolution des taux d'intérêt sur le marché interbancaire en 1999**



Source: Výročná správa 1999 (Rapport annuel 1999), BNS, p.67

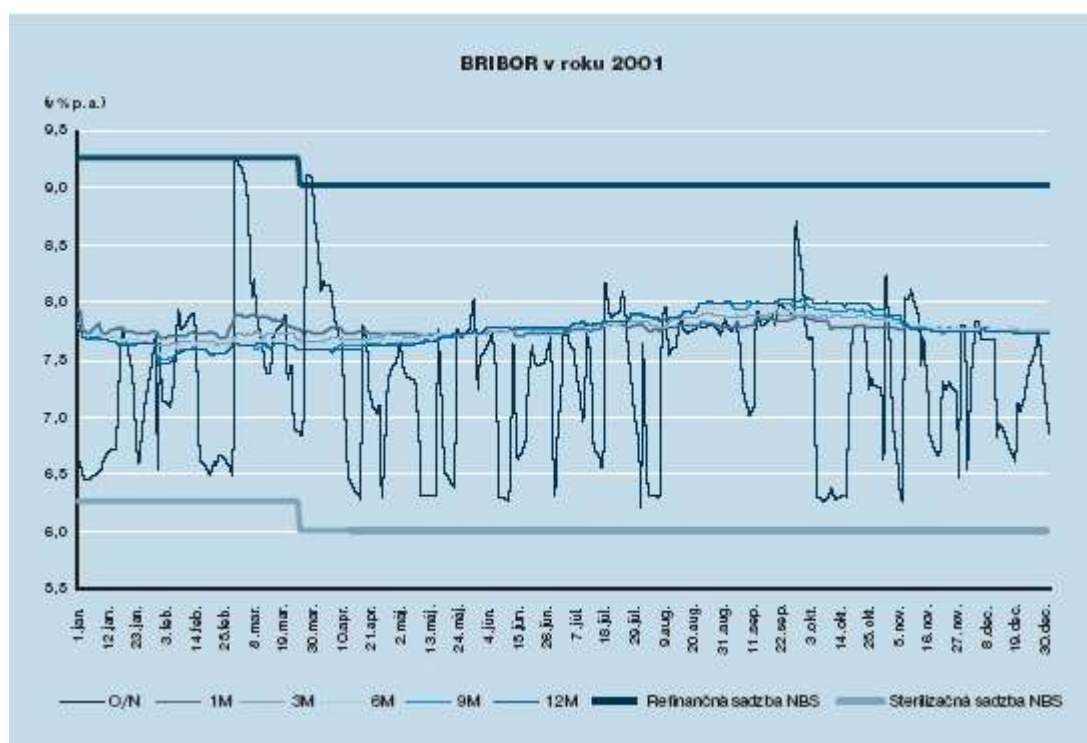
**Graphique 4.3.4c: BRIBOR en 2000 et taux d'intérêt directeurs de la BNS**



Source: Výročná správa 2000 (Rapport annuel 2000), BNS, p.62



**Graphique 4.3.4d: BRIBOR en an 2001 et les taux d'intérêt directeurs de la BNS**



Source: Výročná správa 2001 (Rapport annuel 2001), BNS, p.68

La BNS a progressivement baissé ses taux d'intérêt et cela a eu un impact sur les taux inférieurs pour les clients des banques. Néanmoins, les taux d'intérêt sur les dépôts baissaient plus rapidement que les taux d'intérêt sur les crédits. Le rapport des dépôts à l'échéance sur les dépôts sans échéance baissait en raison du différentiel décroissant entre les taux d'intérêt sur les deux types de dépôts. En outre, la BNS baissait le taux des réserves minimales afin d'augmenter la compétitivité des banques slovaques par rapport aux banques étrangères. La politique monétaire était expansionniste en raison même de la croissance de la base monétaire et de la croissance de la liquidité du secteur bancaire. L'évolution macroéconomique favorable a créé les conditions pour une promotion des activités de crédits.

Le taux de change efficace réel s'est alors dévalué par rapport à l'euro de 1,3% ; par conséquent la compétitivité des exportateurs slovaques a augmenté. Les agences internationales de rating, Moody's Investors Service et Standard & Poor's, ont augmenté en novembre 2000 la perspective de rating de Slovaquie du niveau « stable » au niveau « favorable » [BNS, 2001, p.58]. L'activité de la BNS en 2000 peut être jugée positive en raison même de ces évaluations positives.

Malgré cela, selon certains auteurs, la BNS avait en 2000 « une fragilité politique élevée » [Beblavý, 2002, p.71]. Pendant l'année 2000, le Conseil bancaire de la BNS n'avait que cinq

membres, bien qu'il aurait dû en avoir huit, soit alors le nombre minimale qui assure le fonctionnement du conseil. Les membres manquants furent seulement nommés en décembre 2000.

2000 était une année de changements qualitatifs des plus importants dans la politique monétaire en Slovaquie. La mise en œuvre du ciblage de l'inflation et du taux d'intérêt directeur ont significativement contribué à l'harmonisation de la BNS avec la BCE.

### ***Conditions et application de la politique monétaire en 2001***

En 2001, d'une part la performance économique, l'emploi, les salaires réels augmentaient, alors que les prix à la consommation baissaient, et, d'autre part, la croissance économique était tirée par la demande domestique, et le déficit du commerce extérieur des biens et des services augmentait. Donc, l'équilibre macroéconomique atteint durant les deux années précédentes n'avait qu'un caractère temporaire [BNS, 2002, p.23].

La croissance des prix à la consommation en comparaison avec l'an précédente a décliné. En décembre 2001, l'IPC a atteint 6,5% et le taux moyen d'inflation pour l'année 2001 était de 7,3%. L'inflation structurelle était, à la fin de l'année, au niveau de 2,39%. Les modifications de prix réglementés contribuaient à l'IPC pour 4,17% (en 2000, de 4,51 points et en 1999 de 6,87 points). Les modifications des impôts indirects ont contribué à la chute de l'IPC de 0,03 points. Le ralentissement de la croissance économique dans le monde et la baisse des prix de l'énergie sur les marchés mondiaux ont également significativement contribué à la chute de l'inflation. Selon le programme monétaire, l'inflation structurelle ciblée était comprise entre 3,6 et 5,3%, l'inflation totale à la fin d'année devait être au niveau de 6,7-8,2% et l'inflation moyenne de 7,1-8,3% [BNS, 2001a, p.3]. Il s'ensuit que la RS, dans le cas de l'inflation structurelle et de l'inflation à la fin d'année, a atteint des meilleures valeurs que les valeurs ciblées. Dans le cas de l'inflation annuelle, les hypothèses d'intervalle ciblé étaient atteintes.

Mais la croissance des salaires nominaux a augmenté en 2001. Étant donné que l'inflation était moins forte, les salaires réels ont donc augmenté après deux ans de 0,8%. La productivité du travail par rapport au PIB réel dépassait toujours l'évolution du salaire réel, mais la différence entre elles était de plus en plus étroite. En 2001, la productivité réelle du travail atteignait seulement 1,8% [BNS, 2002, p.23].

L'évolution du taux de change était marquée par une faible volatilité et par une tendance légère à l'appréciation. L'évolution de la couronne envers de l'euro était relativement stable,

soit une appréciation légère de 2,8%. En raison de l'évolution du taux de change entre l'euro et le dollar, la couronne s'est dépréciée par rapport au USD de 2,3%.

La croissance du PIB était en 2001 de 3,3% en prix de base, bien qu'en 2000 elle n'atteignait que 2,2%. Pourtant, cette accélération était entraînée par la montée de la demande domestique et une faible capacité d'adaptation du côté de l'offre a créé des pressions sur les importations de biens et de services. Par conséquent, deux ans après la stabilisation de la balance des paiements, le déséquilibre se manifestait à nouveau. De plus, l'évolution des finances publiques était également déséquilibrée, l'endettement du secteur public augmentant. Bien qu'il fût possible de financer le déficit du compte courant de la balance des paiements par l'excédent du compte des capitaux et du compte financier, à long terme, une telle évolution n'aurait pas été soutenable. Les mesures du côté de l'offre domestique et la continuation des réformes structurelles proposaient la solution.

La croissance de l'emploi de 1,5% influençait surtout l'évolution dans les services de marché. Pourtant le chômage ne baissait pas en raison des surcroûts important de population active.

L'exécution de la politique monétaire de la BNS correspondait à l'évolution macroéconomique mentionnée. L'inflation décroissante a permis de réduire les taux d'intérêt directs durant le premier trimestre 2001. Pourtant, et pendant le reste de l'année, la BNS ne baissait pas ces taux à cause de l'approfondissement du solde négatif des finances publiques et du compte courant de la balance des paiements. Cette mesure peut être évaluée très positivement.

La banque centrale continuait dans le processus de convergence des instruments monétaires avec la BCE. En conséquence de quoi les taux de réserves minimales étaient réduits et leur période d'observation prolongée de 14 jours à un mois [BNS, 2002, p.62].

Bien que la politique monétaire fût au début de l'année 2001 surtout expansive, elle devient au cours de l'année progressivement de plus en plus restrictive. Les taux d'intérêt nominaux ne changeaient pas jusqu'à la fin d'année mais le taux d'inflation baissait, et, par conséquent, les taux d'intérêt réels augmentaient. Le taux réel atteignait une valeur positive après une longue période, passant de -2,03% à 0,94% [BNS, 2002, p.63].

La gestion qualitative de la politique monétaire à travers les taux d'intérêt directeur influençait significativement l'évolution des taux d'intérêt des clients. Ces derniers se sont adaptés à leurs niveaux et leurs changements. L'évolution des taux de crédits et des dépôts était caractérisée par une tendance légèrement décroissante. La gestion qualitative a contribué à la modération de la volatilité des taux d'intérêt des clients, même en 2001.

Par le prélèvement des ressources libres des banques commerciales, la BNS agissait indirectement contre l'évolution défavorable des agrégats monétaires et de leur impact sur l'inflation, mais également contre les pressions sur le compte courant de la balance des paiements [BNS, 2002, p.63].

En 2001, d'importants changements législatifs étaient adoptés. Ils étaient orientés vers l'harmonisation de la BNS avec la BCE. Le parlement de la RS a adopté la nouvelle Constitution de la RS et la nouvelle Loi sur la BNS. Par conséquent, la position législative de la BNS est devenu comparable avec celle de la BCE [BNS, 2002, p. 64].

Au cours de l'année 2001, quatre agences internationales de rating les plus connues ont augmenté leur évaluation de la RS. La RS était donc reclassée de la catégorie « spéculative » à la catégorie d'investissement et, d'après toutes les évaluations, on pouvait s'attendre à une perspective de rating stable.

Le rapport régulier de la Commission Européenne a constaté que la RS est devenue une économie de marché fonctionnant et prête à faire face à la concurrence du marché européen commun dans le futur proche. Néanmoins, il était important de continuer dans les réformes structurelles et dans la stabilisation macroéconomique [BNS, 2002, p.66]. La politique monétaire de la BNS était partie prenante dans cette évaluation positive.

#### **4.3.5 La période des réformes de 2002 à 2005**

La période entre 2002 et 2005 peut être caractérisée comme l'étape pendant laquelle plusieurs réformes clés furent adoptées. La réforme fiscale qui mettait en place l'impôt et la taxe dite égale (« flat tax ») faisait partie des réformes les plus significatives. Les autres réformes importantes concernaient le revenu, les systèmes social et de santé. Dans le même temps, la privatisation et la restructuration du secteur financier étaient achevées. Selon certains auteurs [Gajzdica et al., 2002, p. 7], l'entrée d'investisseurs stratégiques dans le secteur énergétique ayant contribué à la transparence, il est plus facile de prédire les effets de l'environnement des entrepreneurs . De plus, l'espace pour mettre en œuvre d'interventions politiques non adéquates est moindre. Après la fin de la vente des grandes banques aux investisseurs stratégiques, les possibilités d'influence politique sur les flux de crédits étaient bloquées. En 2002, la dérégulation des prix fut très modeste en raison des échéances électorales. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2003, les compétences dans le domaine des modifications des prix régulés étaient transmises à une autorité indépendante de régulation. Par conséquent, le gouvernement a perdu la possibilité d'intervenir directement dans l'évolution des prix et

d'abuser des mouvements de prix par rapport au cycle électoral [Gajzdica et al., 2002, p. 8]. Le point important fut l'entrée de la RS dans l'Union européenne le 1<sup>er</sup> mai 2004. En outre, cette entrée a stimulé le flux des investissements étrangers en Slovaquie, les activités des entrepreneurs ainsi que l'appréciation de la couronne slovaque. Déjà, dans les années 1999-2000, il était important pour la BNS de minimiser la volatilité de la couronne envers l'euro (le marc allemand). Plusieurs analyses comparative observant la volatilité de la couronne envers le dollar et envers l'euro le confirme [Beblavý, 2002, p. 74]. Cette évolution était même corroborée dans les années suivantes. La BNS et le gouvernement de la RS ont élaboré une stratégie d'adoption de l'euro. Dans le domaine des instruments de la politique monétaire, le processus d'harmonisation avec les outils de la BCE continuait. A la fin de cette période, mais surtout en 2006 et 2007, les effets les plus marquants de ces mesures peuvent être observés. Plusieurs indicateurs économiques manifestent des valeurs positives et des tendances futures assez favorables.

### ***Conditions et application de la politique monétaire en 2002***

L'année 2002 était marquée par les élections parlementaires de l'automne. Le processus de la dérégulation des prix s'était significativement ralenti. Les modifications de prix régularisés étaient minimales. Elles ne représentaient que 1,5 point du IPC. Les changements de taxes indirectes ont contribué à l'inflation totale pour 0,41 %. C'était également une cause du ralentissement de la croissance des prix par rapport aux années précédentes. L'inflation à la fin de l'année était de 3,4% et l'inflation moyenne annuel de 3,3%. L'inflation structurelle était également très basse, pour 1,46% de l'inflation totale. L'évolution de l'inflation structurelle était influencée surtout par la volatilité des prix de l'énergie sur les marchés mondiaux, par l'appréciation du taux de change de la couronne envers le dollar et par la faible chute des prix des biens alimentaires. L'amélioration de l'environnement concurrentiel dans le commerce de détail en raison de l'arrivée des chaînes commerciales et l'absence de « contagion des prix » en raison du ralentissement de la dérégulation des prix régulés ont également eu leur influence sur cette faible inflation structurelle. Dans le programme monétaire pour l'année 2002 la BNS supposait qu'elle atteindrait une inflation structurelle de 3,2-4,7% et une inflation totale de 3,5-4,9%. Il s'ensuit que la BNS a correctement prévu le ralentissement de la dérégulation des prix à cause des élections. Néanmoins, la BNS ne comptait probablement pas sur une évolution si favorable des prix sur les marchés mondiaux, du taux de change de la couronne et du développement de l'environnement concurrentiel en Slovaquie. Les résultats réels étaient donc meilleurs.

La dynamique de la croissance économique a continué à augmenter. Cette fois-ci, elle était de 4,4% en prix courants. La structure de formation du PIB se développait plus favorablement. La demande domestique augmentait, mais plus lentement, et la croissance de la demande extérieure a dépassé la croissance de la demande domestique. La cadence de la croissance de l'emploi s'est toutefois ralentie en 2002.

L'accélération de la croissance du PIB d'une part et le ralentissement de la croissance de l'emploi d'autre part ont entraîné des surcroûts relativement élevés de productivité du travail. La productivité réelle du travail a augmenté de 4,3%, bien qu'en 2001 elle était de 1,8%. Pourtant, la rapide croissance de la productivité était moindre que la cadence de la croissance des salaires réels. Bien qu'en 2001 les salaires réels étaient inférieurs d'un point de la productivité réelle, en 2002, ils étaient déjà plus élevés de 1,5 point. En 2002, les salaires nominaux ont augmenté de 9,3% (au lieu de 8,2% en 2001) et les salaires réels de 5,8% par rapport à 0,8% en 2001 [BNS, 2003, p. 44]. La croissance significative des salaires réels était significativement influencée par le taux d'inflation faible en 2002.

Les importations élevées en RS de concert avec une croissance insuffisante dans les pays de l'UE ont entraîné la persistance d'un solde élevé du compte courant de la balance des paiements. Pourtant, son rapport par rapport au PIB avait faiblement baissé. Le solde élevé des finances publiques persistait, et, en 2002 il atteignait 7,2% du PIB.

La BNS a modifié trois fois en 2002 l'ajustement de sa politique monétaire et ce à travers les taux d'intérêt directeurs. A la fin d'avril, elle a augmenté les taux d'intérêt de 0,5 point, en réaction à la persistance du déséquilibre intérieur et extérieur, ainsi que sur l'absence de mesures adéquates visant à éradiquer ce phénomène.

Dans la deuxième moitié de l'année, l'évolution du compte courant de la balance des paiements s'était légèrement améliorée. Dans le même temps, les pressions sur l'appréciation de la couronne se sont manifestées, surtout motivées par les spéculations et non pas par l'évolution des fondamentaux économiques. Par conséquent, la BNS est intervenue sur le marché de devise et, simultanément, elle a baissé deux fois ses taux d'intérêt directeurs dans la deuxième moitié de l'année, tout d'abord de 0,25 et puis de 1,5 point. Cependant, la supériorité des salaires réels sur la productivité réelle du travail signifiait que, dans les années suivantes, une croissance plus élevée du taux d'inflation pouvait être attendue, ce qui a été confirmé plus tard. De ce point de vue, il aurait été plus avantageux d'appliquer une politique monétaire restrictive et l'appréciation du taux de change aurait pu être atténuée plus tôt par des interventions sur le marché des devises et, non par la chute des taux d'intérêt.

Les banques commerciales ont projeté la croissance des taux d'intérêt directeurs dans la croissance même des taux d'intérêt pour leurs clients, surtout dans le cas des crédits. La baisse des taux d'intérêt directeurs a été projetée dans la chute des taux d'intérêt des clients par les banques commerciales, même dans le cas des débits.

En comparaison avec l'année 2001, l'envergure des activités de stérilisation de la BNS a quantitativement augmenté. L'excédent de liquidité sur le marché interbancaire était résolu par la BNS à travers un volume plus élevé des opérations de stérilisation sur le marché libre qui, en comparaison avec l'année précédente, ont augmenté presque trois fois plus.

En 2002, même le domaine des interventions évoluait. La BNS a commencé en outre à pratiquer non seulement des interventions directes et sélectives mais également des interventions verbales. Par conséquent, les représentants de la BNS se sont efforcés d'influencer le taux de la couronne par leurs déclarations mêmes. L'évolution du taux de change en 2002 était surtout influencée par le flux des investissements directs étrangers. Ces investissements étaient avant tout incités par la privatisation des grandes entreprises et par les élections parlementaires. Les interventions verbales en combinaison avec d'autres outils étaient comparativement efficaces [Beblavý, 2002, p. 7] et c'était même grâce à la crédibilité de la BNS.

Même en 2002, certains auteurs parlaient d'une fragilité dite politique de la banque centrale, étant donné que seuls six des huit membres du Conseil bancaire étaient nommés [Beblavý, 2002, p. 72].

La mission du FMI a mentionné dans son rapport d'évaluation que son programme a rempli ses attentes dans le domaine de la politique fiscale et monétaire. La Banque Mondiale dans son évaluation a mentionné que la BNS remplissait les difficiles standards des principes de transparence dans le domaine de la détermination et de la réalisation de la politique monétaire d'une banque centrale [BNS, 2003, p. 68]. Ces résultats favorables, ainsi que l'avancement dans le domaine des acquis communautaires de l'UE et dans l'OTAN ont abouti à l'amélioration continue de l'évaluation du « rating » (la notation) de la RS.

### ***Conditions et application de la politique monétaire en 2003***

En 2003, le processus de dérégulation des prix et les modifications des taxes indirectes continuaient après une pause d'une année. Les taxes à la consommation ont augmenté ainsi que la TVA. Le taux d'inflation était déjà de 9,3% en décembre 2003 bien qu'un an auparavant il n'était que de 3,4%. Le taux d'inflation moyenne totale pour l'année 2003 était de 8,5%. Cette croissance était surtout entraînée par des modifications administratives, étant

donné que l'inflation structurelle n'atteignait que 3%. L'évolution des prix était atténuée par la chute du pouvoir d'achat et par l'appréciation de la couronne avant tout par rapport au dollar, mais également envers l'euro. Selon le programme monétaire actualisé [BNS, 2003b, p. 38], le taux d'inflation à la fin de l'année 2003 était attendu au niveau de 8,4 à 9,7%, l'inflation moyenne pendant l'année 2003 de 8,3 à 8,8% et l'inflation structurelle de 2,1 à 3,6%. Les valeurs atteintes en réalité appartiennent à l'intervalle pronostiqué.

La croissance du PIB atteignait en 2003 4,2%, contre 4,4% un an auparavant ; elle gardait donc à peu près son niveau. La croissance était alors exclusivement influencée par la demande extérieure. La demande domestique voyait son niveau baisser.

La croissance de l'économie, les facteurs démographiques liés avec la croissance moins élevée de population et les changements administratifs dans le recensement du nombre des chômeurs ont contribué à la baisse du chômage. Dans le même temps, 2003 était déjà la troisième année connaissant un chômage croissant.

Le salaire moyen mensuel nominal a augmenté de 6,3%, ce qui représentait par rapport à l'année 2002 un ralentissement de 3 points. Cependant, les salaires réels n'avaient baissé que de 2,0%, bien qu'en 2002 ils avaient augmenté de 5,8%. La baisse était causée par une croissance plus faible des salaires nominaux et par une inflation plus élevée [BNS, 2004a, p. 44].

La productivité du travail a permis de maintenir une dynamique nominale et réelle relativement élevée. Exprimée en prix courants, elle avait augmenté de 8,2% et donc, dépassé la croissance des salaires nominaux de 1,9 point. La productivité réelle du travail a atteint une croissance de 3,4% soit 5,4 point de plus que la croissance des salaires réels [BNS, 2004a, p. 45].

Le déficit du compte courant de la balance des paiements a significativement baissé, phénomène surtout causé par la croissance dynamique des exportations. La performance exportatrice de l'économie slovaque s'est surtout accru grâce aux investissements directs étrangers dans les années précédentes.

Dans le même temps, la consolidation des finances publiques a commencé. Le déficit des finances publiques a baissé au niveau de 3,6% alors qu'un an auparavant, il était de 5,7%. Les réformes annoncées promettaient une autre baisse de ce déficit. Les agences de rating ont à nouveau amélioré l'évaluation de la Slovaquie et l'intérêt des investisseurs de la Slovaquie augmentait.

En 2003, un des rôles principaux de la BNS était de freiner les effets secondaires du processus de dérégulation des prix. Pourtant, le pouvoir d'achat des ménages baissait et la



croissance de la productivité de travail était significativement plus grande que la croissance des salaires réels. Par conséquent, les pressions inflationnistes étaient moindres de même que la croissance des importations.

Selon l'évolution décrite, il est raisonnable de penser qu'en 2003 un espace pour une baisse du taux d'intérêt n'existait plus, et non pas cette fois en raison de la dépréciation de la couronne. Bien que l'inflation totale fût comparativement grande, elle restait surtout influencée par la dérégulation des prix. La BNS a donc eu la possibilité de relâcher la politique monétaire sans menace future des pressions inflationnistes ; c'est justement ce que la BNS a fait pendant l'année 2003. Sa démarche peut être considérée comme étant alors correcte.

La BNS continuait dans l'harmonisation des outils monétaires avec la BCE. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2003, le taux des réserves minimales était réduit au niveau de 3% et, dans le même temps, les conditions pour les banques et les branches des banques étrangères étaient unifiées.

Dans la deuxième moitié de l'année surtout, les pressions sur l'appréciation de la couronne envers l'euro persistaient. Les pressions étaient motivées avant tout par l'existence d'un différentiel d'intérêt positif.

L'exécution de la politique monétaire de la BNS avait même en 2003 un caractère de la stérilisation. La dynamique de la croissance de M2 a avancé de 4,7% en 2002 puis de 6,4% en 2003. Pourtant sa moyenne annuelle était, en comparaison avec l'année précédente, moindre [BNS, 2004a, p. 61].

Etant donné que la BNS n'a baissé ses taux d'intérêt directeurs qu'à la fin de l'année 2003, et seulement deux fois de 0,25 point, leur chute ne se projetait pas encore dans la baisse des taux d'intérêt des clients la même année. Par conséquent, les changements des taux d'intérêt en 2003 n'étaient pas importants par rapport à l'année 2002.

En 2003, le choix de la date d'entrée de la Slovaquie dans la zone euro était relativement souvent discuté. L'harmonisation des réformes économiques avec le respect des critères de Maastricht constituait un sujet d'actualité. En avril 2003, la Stratégie de réforme de la gestion des finances publiques était adoptée par le gouvernement. Son objectif était d'atteindre un développement durable et soutenable des finances publiques orienté vers le respect des critères de convergence [Gajzdica, 2003a, p. 412].

Selon certains économistes, le marché financier slovaque ressemble significativement aux marchés financiers développés dans le monde 2003. En plus du marché des capitaux, tous ses segments fonctionnent bien. Surtout, les propriétaires étrangers de ces institutions ont contribué à cette amélioration, mais également la modification de la législation et les règles

d'entreprendre grâce à l'aide de la BNS et de l'Agence pour le marché financier qui était, encore à cette époque, indépendante. Le marché financier slovaque a même avancé grâce aux résultats favorables de l'économie domestique et de l'environnement des entreprises [Gajzdica, 2003b, p. 461].

Avant tout, dans la première moitié de l'année 2003, la BNS devait radicalement intervenir sur le marché pécuniaire. La plupart des taux d'intérêt étaient touchés par des fluctuations importantes causées par des opérations spéculatives de la part d'agents étrangers. Cependant, grâce à une intervention réussie, les spéculateurs étaient évincés du marché pécuniaire et, dans la période suivante, ils ne négociaient que très prudemment [Gajzdica, 2003b, p. 465].

En août 2003, le FMI a publié son rapport final. Il en a apprécié la Slovaquie comme pays le plus réformiste de tous les pays de V4. Dans ce rapport, la politique monétaire de la BNS était positivement évaluée et, surtout, ces opérations contre les flux de capitaux spéculatifs sur le marché des devises ainsi que la baisse des taux d'intérêt. Selon le FMI, le secteur bancaire a fortifié et stabilisé sa position [BNS, 2004a, p. 71]. La Commission Européenne (CE) a également exprimé sa satisfaction envers la politique de la BNS [Gajzdica, 2003a, p. 413].

Malgré l'évaluation positive de la BNS de la part du FMI et de la CE, certains économistes ont quand même noté que la BNS possédait quelques points faibles en 2003. Selon Gajzdica [2003b, p. 462], la plus grande faiblesse de la BNS était l'ambiguïté et la contradiction dans les déclarations des représentants de la BNS. Par exemple, le gouverneur de la BNS, Marián Jusko a exprimé son accord dans l'évolution du taux de change de la couronne mais la BNS est tout de suite intervenu et de manière inattendue sur le marché des devises afin de corriger le taux de change. Et la banque centrale ne connaîtra de respect parfait que si elle réagit selon les déclarations de ses représentants. L'inflexibilité de la banque centrale était également critiquée, puisqu'elle n'avait pas profité de tous les instruments qu'elle avait à sa disposition. Pourtant, si elle avait appliqué plusieurs outils simultanément, ou si les outils avaient été combinés, l'effet désiré serait apparu probablement beaucoup plus tôt [Gajzdica, 2003b, p. 462]. Bien qu'en 2002, la BNS pratiquait plutôt une politique monétaire restrictive, en 2003, elle était plus laxiste.

#### ***Conditions et application de la politique monétaire en 2004***

Le point important pour 2004 était l'entrée de la Slovaquie dans l'Union Européenne le 1<sup>er</sup> mai. En même temps, la Slovaquie a pris l'engagement de devenir prochainement membre de

l'Union Monétaire. Depuis lors, la BNS fait partie du Système Européen des Banques Centrales, avec tous les droits et les obligations qui en découlent.

En 2004, Le programme de convergence de la Slovaquie était adopté jusqu'en 2010. Le Ministère des Finances et la BNS ont élaboré ensemble un document nommé « concrétisation de la stratégie de l'adoption de l'euro en RS » selon lequel l'adoption de l'euro pourrait être réelle en 2009, et les critères de Maastricht devraient être remplis en 2007 [BNS, 2005a, p. 23].

Un autre changement important en 2004 était la réforme complexe des impôts, valide depuis le 1<sup>er</sup> janvier de cette même année. Dans le cadre de cette réforme, le taux de TVA était unifié au niveau de 19% et également le taux des impôts sur le revenu passait uniformément à 19%. La RS a abandonné le caractère progressif de l'impôt.

Les prix ont encore augmenté, mais la hausse a été freinée. Le taux d'inflation totale annuelle en décembre était de 5,9%, contre 9,3%. Le taux d'inflation moyen était de 7,5% (contre 8,5% un an auparavant). L'inflation structurelle annuelle était au niveau de 1,5%, et donc d' moitié moindre en comparaison avec l'année 2003 [BNS, 2005a, p. 23, 25]. Les valeurs réelles correspondaient aux valeurs prédites par le programme monétaire actualisé pour l'année 2004 ; dans le cas de l'inflation structurelle, la réalité était même meilleure que les prévisions. Pour l'inflation annuelle, la valeur pronostiquée était de 5,7 à 7,0%, pour l'inflation moyenne de 7,3 à 7,7% et pour l'inflation structurelle annuel, elle était de 1,9 à 3,4% [BNS, 2004c, p. 23].

L'inflation annuelle pronostiquée était de 5,7 à 7,0%, pour l'inflation moyenne de 7,3 à 7,7% et pour l'inflation structurelle annuelle de 1,9 à 3,4% [BNS, 2004c, p.23]. Ce taux d'inflation moins élevé était dû aux mesures administratives plus modérées. Leur impact ne représentait que 4,8 points, bien qu'en 2003 il n'était que de 7%. Les prix de l'énergie sur les marchés mondiaux augmentaient, mais leur croissance était modérée par l'appréciation de la couronne par rapport au dollar et à l'euro. L'évolution de la couronne avait un impact positif même face à l'inflation importée. Les prix des biens alimentaires montaient très lentement voire même, dans certain cas, baissaient, engendrés par une bonne récolte, l'entrée dans l'UE, l'ouverture des marchés consécutive à cette dernière, la croissance de la concurrence et par l'adoption de la Politique Agricole Commune.

La croissance économique a avancé d'un point au niveau de 5,5%, soit le niveau le plus élevé depuis 1997. La structure de la croissance économique était déjà plus équilibrée car elle était fondée sur la demande étrangère en plus de la demande domestique [BNS, 2005a, p.23]. La demande domestique augmentait surtout grâce à la croissance des salaires réels, le poids

moins des impôts, l'accès plus facile aux crédits grâce à des taux d'intérêt moins élevés et à l'apparition de nouveaux types des crédits de consommation et hypothécaires.

En 2004, l'emploi progressait plus lentement par rapport à 2003 en raison de la croissance de la population économiquement active. Le taux de chômage, selon l'indicateur de sélection de la main d'œuvre avait augmenté de 0,7% au niveau de 18,1% ; cependant, selon l'indicateur du chômage enregistré, le chômage avait baissé de 0,9%, au niveau de 14,3% [BNS, 2005a, p.39].

Le salaire moyen mensuel nominal a augmenté de 10,2%, soit 3,9% de plus par rapport à l'année précédente. Le salaire réel a augmenté de 2,5%, tandis qu'il avait baissé de 2% l'année précédente. L'évolution du salaire réel était influencée par la croissance dynamique du salaire nominal et par la faible inflation. La productivité de travail a augmenté nominalement de 10,1% et réellement de 5,2%. Sa cadence était engendrée par la croissance rapide du PIB [BNS, 2005a, p.39]. Etant donné que la croissance de la productivité était en prix de base plus rapide que la croissance des salaires réels, cela facilitait la baisse des taux d'intérêt directs.

Le déficit du compte courant de la balance des paiements a augmenté de 1,5% et il a atteint 3,5%. Le déficit du compte courant était couvert par l'excédent du compte des capitaux et du compte financier, même cette année-ci. Cet excédent était créé par l'afflux d'investissements directs étrangers et par des investissements en portefeuille encouragés par l'existence d'un différentiel positif des taux d'intérêt [BNS, 2005a, p.24].

Dans les finances publiques, une certaine amélioration s'est manifestée, avec une hausse de 0,4%, et leur déficit a atteint 3,3% du PIB. Ce résultat favorable était engendré par la réforme de l'impôt, mais également par les effets des autres réformes. Cette évolution correspondait à l'objectif de consolidation des finances publiques à moyen terme. Il était possible de relâcher la politique monétaire, même grâce à une politique fiscale favorable et à l'adoption de réformes importantes.

L'évolution de l'inflation, des salaires réels et de la productivité du travail permettait la réduction des taux d'intérêt. Au cours de l'année, la BNS baissait quatre fois ses taux directs de deux points. Cette chute a stimulé la demande domestique et, en même temps, elle modérait les pressions spéculatives conduisant à l'appréciation de la couronne. Le différentiel positif d'intérêt était de plus en plus étroit. La BNS a appliqué ses interventions sur les devises afin de réduire une appréciation jugée inadéquate de la monnaie. Pourtant, en général, l'influence de la politique monétaire en 2004 peut être considérée comme étant

neutre. Bien que la réduction des taux d'intérêt avait une action expansionniste, l'appréciation de la couronne possédait plutôt des effets restrictifs.

Même dans cette période là, la réduction des taux directeurs engendrait une baisse des taux destinés aux clients sur les dépôts et sur les crédits. La chute des taux sur les dépôts a entraîné un autre déplacement des ressources financières vers des formes alternatives d'investissement, surtout dans les fonds en actions. Néanmoins, le gouverneur de la BNS, M. Jusko, a exprimé son mécontentement dans une telle différence entre les taux d'intérêt des crédits et des dépôts dans les banques étrangères. Selon le gouverneur, les banques ne suivaient pas la réduction des taux dans le cas des crédits bien qu'elles suivaient d'autant plus cette réduction dans le cas des dépôts [Gajdzica, 2004, p.551].

En 2004, la BNS devait agir beaucoup plus activement sur le marché des devises que dans le passé. Lorsque les interventions verbales habituelles n'aidaient pas suffisamment, la BNS a commencé à empêcher l'appréciation de la couronne à travers la réduction des taux. Pourtant, comme ces mesures n'offraient pas significativement d'aide, la BNS a par conséquent limité le volume ainsi que les intérêts des ressources des banques sur le compte de la BNS dans les repo réguliers de deux semaines. Les taux d'intérêt baissaient à court terme sans la réduction des taux directeurs. La BNS supposait que la couronne devenait moins attractive pour les achats spéculatifs. Cependant, les spéculateurs ont continué à acheter de la couronne car ils supposaient son appréciation réelle. Par conséquent, la banque centrale devait enfin appliquer des interventions directes au détriment de la couronne. Trois achats différents au cours d'une seule semaine ont aidé à stabiliser le cours de la couronne [Gajdzica, 2004, p. 551].

Certains économistes ont quand même critiqué cette année-ci la banque centrale à cause du désaccord entre ses déclarations et ses mesures. Selon Gajdzica [2004, p.551], par exemple, cela a entraîné un moindre respect envers la banque centrale de la part des marchés financiers, en comparaison avec le passé. Par une combinaison simultanée de plusieurs outils, la BNS aurait probablement pu rectifier le taux de change de la couronne d'une manière plus efficace.

A partir du début de l'année 2004, la BNS a de nouveau baissé son taux de réserves minimales de 3% à 2%. Le nouveau niveau est déjà entièrement harmonisé avec le taux de la BNS et il est toujours valable jusqu'à présent.

En décembre 2004, le Conseil bancaire a approuvé le Programme monétaire jusqu'à 2008. Le programme caractérise l'exécution et les objectifs de la politique monétaire jusqu'à l'adoption de l'euro [BNS, 2005a, p. 24].

Pourtant, malgré la critique susmentionnée, la BNS peut être considérée comme la banque centrale la plus respectée dans les pays de V4. La réussite de la BNS est positivement influencée par l'accord de la politique monétaire et de la politique économique du gouvernement. La BNS maintient son indépendance, elle n'est pas soumise aux pressions externes et ses décisions ne sont pas influencées par l'extérieur [Gajdzica, 2004, p.552]. Les activités de la banque centrale ont contribué à l'amélioration répétée de l'évaluation de rating de la RS par plusieurs agences de rating internationales.

### ***Conditions et l'application de la politique monétaire en 2005***

L'année 2005 était à plusieurs points de vue une année clé pour la politique monétaire de la BNS. A partir du début de l'année, la stratégie du ciblage de l'inflation explicite était appliquée en accord avec le Programme monétaire de la BNS valable jusqu'à 2008. L'ancre nominale principale était donc la valeur ciblée de l'inflation. Par cette démarche, la BNS a entièrement confirmé son orientation claire vers la stabilité des prix. Bien que la stabilité des prix fût la cible officielle pour la BNS et ce déjà à partir de 2000, dans les années précédentes la banque centrale a plusieurs fois dû lui préférer la stabilité du taux de change, en raison des fréquentes spéculations sur le marché des devises. Les cibles de l'inflation étaient déterminées pour une période plus longue, plus précisément à moyen terme.

Etant donné que la stratégie de la politique monétaire a changé, au début de l'année 2005, la stratégie de communication de la BNS était approuvée jusqu'en 2009. L'objectif principal de cette nouvelle stratégie était l'exécution transparente de la politique monétaire. Les programmes monétaires étaient remplacés par des prévisions à moyen terme trimestriellement publiées. En juin 2005, le Conseil bancaire de la BNS a approuvé le Plan national d'adoption de l'euro en RS. En juillet 2005, ce document était même approuvé par le gouvernement. Ce plan décrivait les mesures nécessaires pour une adoption de l'euro réussie sans problèmes. Une partie de ce document concernait même le plan d'entrée de la RS dans le ERM II, en juin 2006 au plus tard [BNS, 2006, p. 21]. Finalement, la RS est déjà entré dans le ERM II le 28 novembre 2005. La parité centrale de la couronne était fixée à 38,4550 SKK/EUR avec une bande de fluctuation standard de +/- 15%. La Slovaquie n'a pas adopté l'engagement exclusif de maintenir sa bande de fluctuation de manière plus étroite. La BNS a correctement manifesté sa décision, la couronne slovaque ayant évité les pressions significatives sur les marchés.

Dans ces circonstances, la stratégie monétaire s'est modifiée, passant au ciblage de l'inflation explicite sous les conditions de ERM II. Lors de l'entrée dans le ERM II, la RS

s'est engagée à maintenir une politique fiscale saine et de soutenir une évolution des salaires telle qu'elle puisse être en accord avec la croissance de la productivité [BNS, 2006, p.21].

La croissance de l'inflation en 2005 était freinée par des modifications administratives plus légères que l'année précédente. Les prix étaient modérés par une faible inflation importée en raison de l'appréciation de la couronne et de la concurrence élevée, surtout dans le commerce de détail. L'inflation structurelle a même baissé au niveau de celle de la zone euro. Les prix de l'énergie avaient une influence croissante sur l'inflation. L'évolution inattendue des prix de l'énergie est une des exceptions où la banque centrale n'est pas responsable de l'échec dans l'objectif ciblé. Néanmoins, malgré cela, l'inflation en 2005, déjà observée à travers l'indice des prix à la consommation harmonisé, correspondait à une valeur ciblée de 3,5% à +/-0,5%. La valeur réelle à la fin de l'année était de 3,9%. L'inflation moyenne annuelle était de 2,8% et l'inflation structurelle de 1,7% [BNS, 2006, p.23].

La croissance économique s'est accélérée en comparaison avec l'année précédant de 0,6% pour atteindre 6,1%, soit la valeur la plus élevée depuis 1996. La structure de la croissance était même cette fois influencée proportionnellement par la demande domestique ainsi que par la demande extérieure. La croissance du PIB était significativement engendrée par les investissements directs étrangers. La demande domestique était reliée à une croissance plus rapide des salaires réels et avec le prélèvement des crédits plus élevé. La croissance du PIB était modérée par la demande en investissements et celle de la consommation.

La croissance économique dynamique de 2005 s'est répercutée dans l'évolution de l'emploi et du chômage. L'emploi a augmenté de 2,1%, alors qu'en 2004 la hausse n'était que de 1,8%. Le taux du chômage enregistré a fortement baissé, passant de 14,3% à 11,6%. Le taux du chômage, selon l'indicateur de sélection de la main d'œuvre a baissé, passant de 18,1% à 16,2% [BNS, 2006, p.36].

Le salaire nominal a augmenté de 9,2%, soit 1 % de moins que l'année précédente. Le salaire réel augmentait de 6,3% contre 2,5% en 2004. Sa dynamique a surtout eu son influence sur le niveau moins élevée de l'inflation. La productivité de travail a nominalement augmenté de 6,3% et réellement de 3,7%. La croissance de la productivité réelle était de 1,5%, soit à un niveau inférieur à la valeur de l'année précédente, causé avant tout par la croissance rapide de l'emploi. La croissance de la valeur ajoutée ne correspondait pas à cet accroissement de l'emploi [BNS, 2006, p.36]. Bien que les prix réels aient dépassé la productivité réelle du travail, les pressions inflationnistes ne se sont pas manifestées pour cette raison, étant donné que, lors des années précédentes, l'accroissement de la productivité réelle était cumulativement beaucoup plus élevée que la croissance des salaires réels.

Le déficit du compte courant de la balance des paiements a augmenté de 5,1% à un niveau de 8,8%, ceci dû aux investissements entrants et à une plus élevée consommation, ainsi que par des importations de matières premières en liaison avec les investissements directs étrangers.

Le solde des finances publiques représentait 2,9% du PIB. Cette valeur était inférieure au solde de l'année précédente et ce en accord avec les critères de convergence. Depuis janvier 2005, la réforme du système de retraite était déclenchée. Cette réforme contribuait à l'équilibre des finances publiques à long terme mais elle chargeait à court terme le budget public avant l'entrée planifiée de la RS dans l'Union Monétaire.

Au début de l'année 2005, les pressions sur l'appréciation de la couronne étaient très importantes et elles n'étaient pas engendrées par l'évolution des fondements économiques. Elles étaient plutôt encouragées par l'afflux de capitaux à court terme, les anticipations sur une appréciation continue de la couronne et par le différentiel positif des taux d'intérêt. Un taux de change surestimé aurait pu conduire à la baisse de l'inflation inadéquate au détriment de la croissance économique. Par conséquent, il était dans l'intérêt de la BNS de stopper au plus vite possible une telle tendance. En février, la banque centrale a réalisé des interventions de devises et, dans le même temps, a arrêté d'accepter les offres des banques dans les repo réguliers de stérilisation. Donc, il existait un excès de liquidité et, par conséquent, les taux d'intérêt ainsi que l'attractivité de la couronne se sont réduits. En même temps, depuis mars 2005, le taux directeur s'était même réduit d'un point. La combinaison de ces divers instruments était évidemment réussie, les pressions visant à l'appréciation de la couronne se sont arrêtées plusieurs mois, appréciation même freinée grâce à la situation sur les marchés d'Europe centrale, et surtout grâce à la dépréciation du zloty polonais. Plus tard, la BNS intervenait au contraire en faveur de la couronne de manière à ce que la couronne ne commence pas à de nouveau s'apprécier en raison de l'entrée de la RS dans le ERM II.

Depuis octobre 2005, la BNS a commencé à aviser qu'il serait plutôt nécessaire d'appliquer une politique monétaire plus restrictive, étant donné que la dynamique des salaires réels dépassait la productivité réelle du travail.

Depuis 2005, la BNS observait surtout l'évolution de l'agrégat monétaire M3 à la place de celle de M2. La BNS a évalué sa dynamique en 2005 comme étant adéquate. L'évolution de M3 a maintenu son caractère saisonnier et était influencée par les facteurs habituels [BNS, 2006, p.45].



Malgré la réduction des taux directeurs, seuls les taux d'intérêt des dépôts des clients ont réagi à ces changements, alors que les taux d'intérêt des crédits étaient presque complètement stables.

Encore en 2005, l'activité de la BNS fut surtout évaluée positivement. Plusieurs agences de rating ont augmenté leur évaluation. La mission du FMI a de plus bien apprécié l'évolution macroéconomique de la Slovaquie [BNS, 2006, p.57].

#### **4.3.6 Analyse de la politique monétaire de la BNS en 2006 et ses perspectives en 2007**

En 2006, l'économie de la RS était influencée par la croissance économique dynamique dans le monde et dans les pays voisins. La croissance économique elle-même était significativement touchée par les effets favorables des investissements directs étrangers venant en Slovaquie et par la capacité exportatrice croissante de la RS. La croissance économique dynamique était même, à la différence de 2005, mue par les exportations nettes [BNS, 2007, p. 25].

Cette croissance économique favorable a encouragé l'accroissement de l'emploi et de la productivité du travail.

Le solde de la balance des paiements était même en 2006 déficitaire. L'évolution favorable de la performance des exportations était compensée par l'accroissement dynamique des importations. Il s'agissait également des importations d'investissement qui avaient eu un effet important sur le solde de la balance des paiements. Pourtant, leur impact devrait être propice au solde des années suivantes.

En 2006, les salaires nominaux ont augmenté, mais plus lentement qu'en 2005. Etant donné que le taux d'inflation par rapport à l'année précédente était plus élevé, la dynamique de la croissance des prix réels ne changeait pas. Par conséquent, les pressions inflationnistes à venir seront probablement moins fortes. La croissance de la productivité réelle du travail a dépassé la croissance des salaires réels, alors qu'en 2005 c'était l'inverse.

Le rythme de l'inflation en RS était en 2006 légèrement plus élevé par rapport à l'année 2005. L'évolution du taux d'inflation était influencé par l'évolution des prix du pétrole sur le marché mondial, par le prix de l'énergie et par celui des biens alimentaires. La BNS a adapté ses interventions à cette situation en fonction du ciblage de l'inflation et, en même temps, en fonction du maintien d'un taux de change stable dans le cadre du mécanisme ERM II. L'ancrage nominale fondamentale était toujours sous la forme des valeurs ciblées de l'évolution de

l'inflation mesurée par l'IHPC. La valeur ciblée d'inflation annuelle était donc déterminée pour décembre 2006 au niveau de 2,5%. Pourtant, la valeur réelle de l'inflation annuelle à la fin de l'année 2006 était de 3,7%. Donc, cet objectif n'a pas été pas atteint. Les prix plus élevés des biens alimentaires étaient dus à une récolte moindre en 2006 et par l'accroissement des taxes à la consommation dans le cas des cigarettes. Cependant, ces déterminants sont inclus dans les exceptions du ciblage de l'inflation qui ne sont pas dans la compétence de la BNS. Ces exceptions sont mentionnées plus précisément dans le chapitre 4.4.2. Par conséquent, l'inflation plus élevée en 2006 ne peut être considérée comme une défaillance de la BNS. La BNS s'était efforcée de modérer les effets secondaires de l'inflation sur les autres composantes du panier de consommation et elle a ainsi significativement réussi.

En raison de l'inflation croissante, la BNS a augmenté quatre fois les taux d'intérêt directeurs dans la période comprise entre mars et septembre 2006. Au total, le taux a augmenté de 1,75 point. Cette augmentation s'est comparativement manifestée de manière flexible par la croissance des taux d'intérêt de long et de court terme sur le marché pécuniaire.

L'évolution du taux de change de la couronne slovaque possédait surtout un caractère d'appréciation mais, en mai 2006, des tendances de dépréciation se manifestaient. Pourtant ces pressions ne trouvaient pas leur origine dans les fondements économiques de la RS. La cause de cette évolution était plutôt contenue dans l'évolution des monnaies dans la région centre-européenne. Par conséquent, la BNS a réalisé en juin 2006 des interventions de devises. A partir du mois d'août 2006, la couronne slovaque a commencé à nouveau à se fortifier. C'était d'une part le résultat de ces interventions et, d'autre part, de l'évolution favorable de l'économie réelle. A la fin de l'année la BNS devait intervenir sur le marché de devises à cause d'une insuffisante liquidité sur le marché interbancaire.

En général la politique monétaire de la BNS peut être estimée comme étant une politique prudente qui s'efforce d'éviter une surchauffe de l'économie afin de remplir les critères de Maastricht et surtout d'atteindre la cible de l'inflation. C'est la priorité de la BNS, au moins jusqu'à l'année 2009.

### ***Les perspectives de la politique monétaire de la BNS en 2007***

L'an 2007 sera accompagné de mesures plus intensives en faveur de l'accomplissement des critères de Maastricht et les préparations de l'adoption de l'euro. La BNS en sera coresponsable, surtout en ce qui concerne le critère de l'inflation et le taux de change. L'année 2007 sera la plus importante pour l'adoption de l'euro. La BNS cible l'inflation –

exprimée selon l'IHPC – à 2% pour cette année. Les anticipations initiales en 2007 ne supposaient pas de graves problèmes avec l'obtention de cette cible [BNS, 2007, p. 120].

La BNS est coresponsable avec le gouvernement pour l'évolution équilibrée du taux de change dans le cadre du mécanisme ERM II. La BNS est responsable surtout pour les fluctuations de court terme du taux de change. Pour les tendances de moyen terme, c'est le gouvernement qui en est coresponsable. En 2006, ainsi qu'en 2007, prédominaient des pressions d'appréciation sur la couronne slovaque. A la fin de l'année 2006, la couronne fluctuait environ autour de 10% au dessus de la parité centrale en faveur de l'appréciation du taux de change. Au début de l'année 2007, ces tendances ont continué. Par conséquent, selon la demande de la Slovaquie et après accord des membres du conseil pour le ERM II, la parité centrale de la couronne était réévaluée au niveau de 35,4424 SKK/EUR le 19 mars 2007. La limite inférieure pour les interventions obligatoires a donc baissé au niveau de 30,1260 SKK/EUR et la limite supérieure est de 40,7588 SKK/EUR [BNS, 2007, p. 120]. Néanmoins, la réévaluation de la parité centrale du taux de change dans le système de ERM II n'est pas disqualifiante à la différence de la dévaluation de la parité [Dědek, 2006, p. 4].

Au début de l'année 2007, l'évolution macroéconomique était favorable. De plus en plus d'économistes et d'analystes bancaires [INEKO, 2007] penchaient vers l'opinion que la RS avait réussi dans l'obtention des critères de convergence ainsi que dans les autres conditions relatives à l'adoption de l'euro. Néanmoins, malgré cet optimisme, l'effort de la BNS elle-même serait insuffisant sans une politique fiscale adéquate et sans consolidation des finances publiques.

#### **4.3.7 Analyse globale des activités de la BNS dans le domaine de la politique monétaire depuis 1993**

Depuis le commencement de son existence, les activités de la BNS sont déjà très positivement évaluées et ce dans la plupart des cas. La BNS a constitué un élément de stabilisation de l'économie slovaque, surtout dans les tournants et les moments-clés. La plupart des économistes slovaques, par exemple Beblavý [2000, 2002], Marcinčin [2000], Gajzdica [2002, 2003a, 2003b, 2004], ainsi que des économistes étrangers, caractérisent positivement ses activités. Les rapports de l'OECD, du FMI, de la CE et les évaluations positives des agences internationales de rating le mettent en évidence.

Malgré cela la BNS a quand même commis quelques erreurs :

- en 1995, la BNS appliquait un instrument direct administratif sous la forme des limites de crédit pour les banques les plus importantes. Pourtant, en 1995, ces limites ont été significativement dépassées, cet outil n'étant plus si efficace que dans les années précédentes. Par conséquent, la BNS en a arrêté avec son application ;
- en 1995, la BNS a pratiqué une politique monétaire expansive bien qu'une politique restrictive aurait été plus bénéfique ;
- le passage au flottement dirigé, en octobre 1998, fut retardé. Le taux de change déterminé par le marché aurait permis à la BNS d'obtenir un meilleur signal sur l'évolution de l'économie ;
- après le passage au flottement dirigé, la BNS a perdu son ancre nominale sous la forme de taux de change fixe. La nouvelle ancre n'a été choisie qu'après plus d'un an. C'était après l'application du ciblage d'inflation implicite. Une période supérieure à un an sans ancre nominale représentait un certain risque pour l'économie slovaque ;
- en 1999, le ciblage d'inflation provisoire était mis en œuvre et l'indicateur d'inflation nette devait servir pour l'évaluation de la politique monétaire. Cependant, le choix de cet indicateur n'était pas adéquat à cause de plusieurs raisons :
  - a) l'indicateur est peu pertinent, car il ne capture que 55,4% de l'inflation totale,
  - b) les prix des biens alimentaires sont des éléments importants, ils ne devraient donc pas être exclus des observations,
  - c) c'est un indice comparativement peu transparent et peu connu du public,
  - d) la BNS quantifiait cet indice d'une manière non standard et, de plus, elle n'a pas informé le public sur son mode de calcul. Par conséquent, les anticipations inflationnistes du public spécialisé et celles de la BNS différaient.

Le développement du marché financier slovaque, la stabilisation du secteur bancaire et l'évolution de plusieurs indicateurs macroéconomiques constituent une preuve plus importante de la réussite de la BNS.

La cible de la Banque d'Etat tchécoslovaque et, puis ensuite de la BNS dans les années 90, était d'assurer la stabilité de la monnaie. Cette stabilité consistait en deux aspects : la stabilité interne et la stabilité externe. La stabilité interne de la monnaie signifie la stabilité des prix domestique. La stabilité externe représente les fluctuations modestes du taux de change. La politique monétaire en Slovaquie était comparativement réussie de point de vue des deux aspects, surtout par rapport aux autres économies en voie de transition. Elle a maintenu un

des plus faibles niveaux d'inflation et le taux de change est un des plus stables [Marcinčin, Beblavý, 2000, p. 95]. Depuis 2000, la cible principale de la BNS est la stabilité des prix, et pourtant, même durant cette période, la BNS devait et doit toujours contrôler la stabilité du taux de change. L'évolution du taux d'inflation annuel par rapport aux autres pays en voie de transition se trouve dans les tableaux suivants :

**Tableau 4.3.7a: comparaison entre le taux d'inflation moyen annuel en RS et dans d'autres pays choisis, 1993 – 1998**

Pays	RS	RT	Slovénie	Hongrie	Pologne	Roumanie	Bulgarie
<b>Inflation, %</b>	10,6	11,3	15,6	20,9	23,6	123,7	282,1

Source : Yearbook of Statistics 1998

**Tableau 4.3.7b: comparaison entre le taux d'inflation moyen annuel en RS et dans d'autres pays choisis, 1999 – 2001**

Pays	RS	RT	Slovénie	Hongrie	Pologne	Roumanie
<b>Inflation, %</b>	10,0	3,6	7,7	10,0	7,6	42

Source: BNS

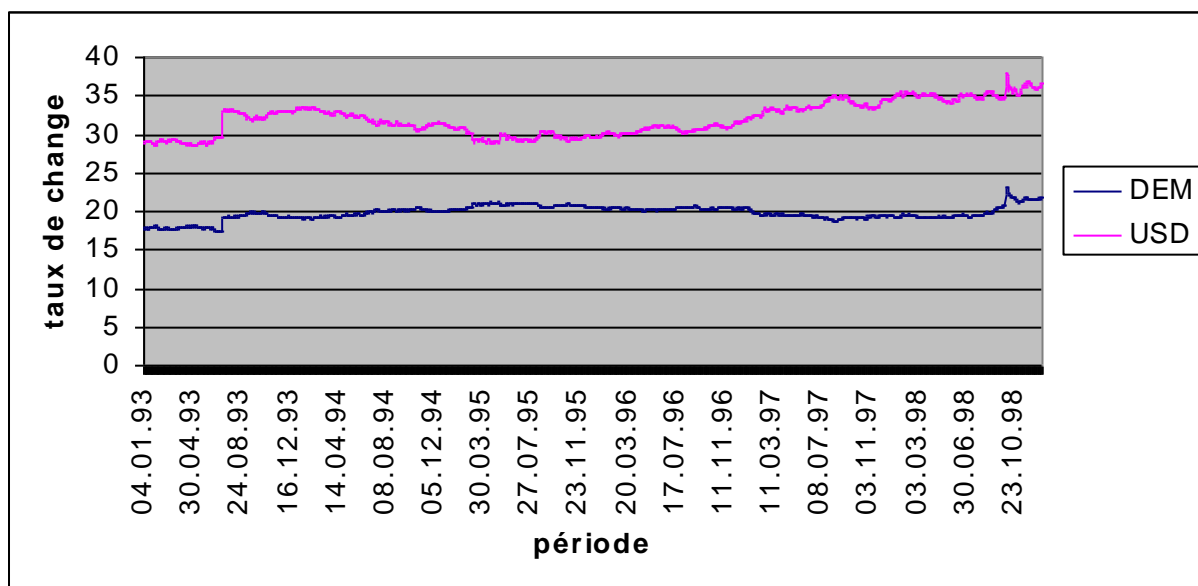
**Tableau 4.3.7c: comparaison entre le taux d'inflation moyen annuel en RS et dans d'autres pays choisis, 2002 – 2005**

Pays	RS	RT	Slovénie	Hongrie	Pologne
<b>Inflation, %</b>	5,6	1,4	4,9	5,1	2,1

Source: BNS

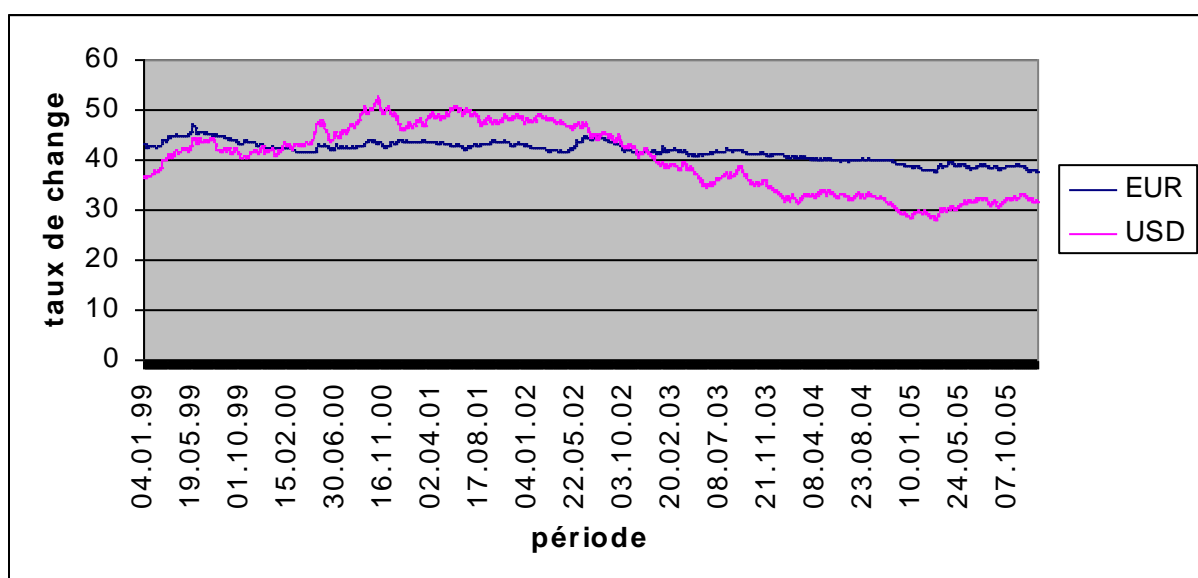
L'évolution du taux de change, en comparaison avec les autres pays en voie de transition, est exprimé dans les graphiques suivants. Il s'ensuit que la couronne slovaque fluctuait beaucoup plus moins vis-à-vis de l'euro qu'envers le dollar. Cela est influencé d'une part par l'évolution du dollar sur le marché mondial et, d'autre part, par l'orientation de la BNS pour laquelle l'euro constitue la monnaie de la référence. Cette tendance est exprimée sur les deux graphiques suivants:

**Graphique 4.3.7a: évolution de la couronne slovaque vis-à-vis du marc et du dollar de 1993 à 1998**



Source: selon les données de la BNS

**Graphique 4.3.7b: évolution de la couronne slovaque vis-à-vis de l'euro et du dollar de 1999 à 2005**



Source: selon les données de la BNS

En même temps, les fluctuations de la couronne slovaque vis-à-vis de l'euro sont en général moindres par rapport aux autres monnaies dans les autres pays en transition. Tandis qu'à partir de 1999 jusqu'en 2006, la différence entre la valeur minimale et la valeur maximale était dans le cas de la couronne slovaque de 37%, dans le cas de la couronne tchèque, elle était de 41%, le zloty polonais de 47%, et le leu roumain de 258%. Une

meilleure évolution pouvait être cependant constatée dans le cas du forint hongrois avec une différence de 21%, et du tolar slovène avec une différence de 33% [<http://openiazoch.zoznam.sk/>]. La comparaison des fluctuations de la couronne slovaque et des monnaies choisies sont mentionnées dans les graphiques ci-dessous :

**Graphique 4.3.7c: évolution de la couronne slovaque vis-à-vis de l'euro de 1999 à 2006**



Source: <http://openiazoch.zoznam.sk/>

**Graphique 4.3.7d: évolution de la couronne tchèque vis-à-vis de l'euro de 1999 à 2006**



Source: <http://openiazoch.zoznam.sk/>

**Graphique 4.3.7e: évolution du zloty polonais vis-à-vis de l'euro de 1999 à 2006**



Source: <http://openiazoch.zoznam.sk/>

**Graphique 4.3.7f: évolution du forint hongrois vis-à-vis de l'euro de 1999 à 2006**

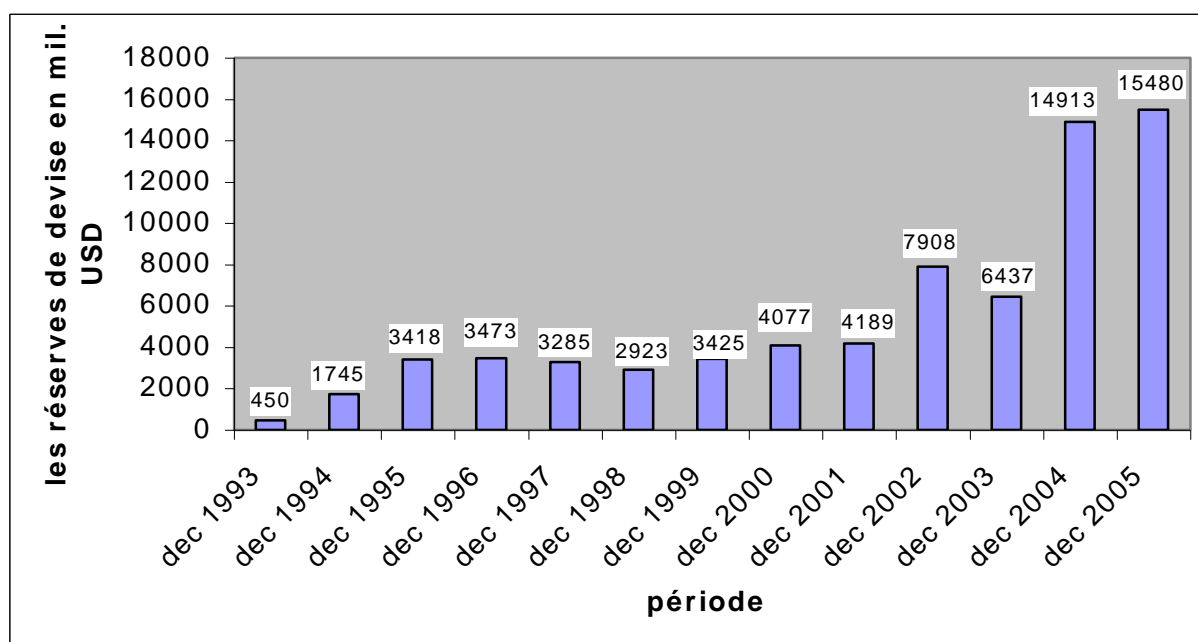


Source: <http://openiazoch.zoznam.sk/>

Juste après sa création, la BNS n'avait pas encore à sa disposition un grand volume de réserves de devises. En sus de la mise en œuvre de sa crédibilité, elle devait encore créer ses propres réserves de devises. Pourtant, elle a réussi à maîtriser cette situation sans problèmes plus graves. Le tableau suivant met en évidence cet aspect.



**Graphique 4.3.7g: évolution des réserves de devises de la BNS depuis 1993**



Source: selon Nell, 2004b, p. 59 et selon les données de la BNS

**Tableau 4.3.7d: évolution du taux d'intérêt directeur en Tchécoslovaquie et en Slovaquie (1990-2006)**

depuis	taux, %
<b>1.1.1990</b>	4,0
<b>04/1990</b>	5,0
<b>10/1990</b>	7,0
<b>11/1990</b>	8,5
<b>01/1991</b>	10,0
<b>09/1991</b>	9,5
<b>03/1992</b>	9,0
<b>08/1992</b>	8,0
<b>12/1992</b>	9,5

depuis	taux, %
<b>12/1993</b>	12,0
<b>03/1995</b>	11,0
<b>10/1995</b>	9,75
<b>01/1996</b>	8,8
<b>01/2002</b>	7,75
<b>05/2002</b>	8,25
<b>11/2002</b>	8,0
<b>12/2002</b>	6,5
<b>10/2003</b>	6,25

depuis	taux, %
<b>01/2004</b>	6,0
<b>04/2004</b>	5,5
<b>05/2004</b>	5,0
<b>07/2004</b>	4,5
<b>12/2004</b>	4,0
<b>03/2005</b>	3,0
<b>03/2006</b>	3,5
<b>05/2006</b>	4,0
<b>07/2006</b>	4,5

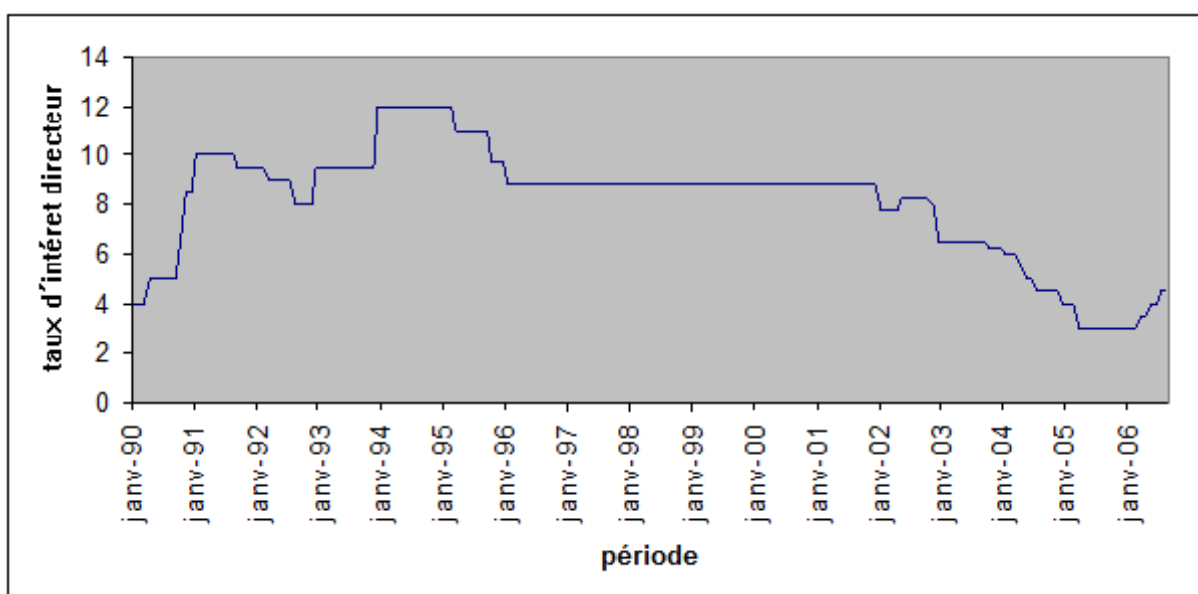
Source: ŠBCS, BNS

L'instrument principal de la politique monétaire est assez souvent et dans la plupart des pays développés le taux d'intérêt directeur. En RS, ce rôle était à partir de l'année 2000 formellement tenu par le taux d'escompte et, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2003, ce taux est bien appelé « taux d'intérêt directeur ». Pourtant son rôle dans la politique monétaire – au moins jusqu'à la moitié des années 90 – était très limité, en liaison avec la préférence de l'application des outils administratifs. Par conséquent, les changements dans la détermination des taux d'intérêt par la banque centrale étaient au début très rares et ils ne réagissaient seulement qu'un peu à l'évolution des fondements économiques. Cela est démontré dans le tableau 4.3.7d. C'est seulement parce que le marché interbancaire se développe que la BNS a

commencé à préférer le taux d'intérêt directeur comme instrument clé de la politique monétaire.

Les changements du taux d'escompte dans la première moitié des années 90 étaient comparativement rares. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1996 et jusqu'à décembre 2001, le taux ne changeait pas du tout. C'est seulement à partir de janvier 2002 que le taux d'intérêt a commencé à sensiblement réagir aux changements des indicateurs macroéconomiques. L'évolution du taux d'escompte ou du taux d'intérêt directeur est démontrée par le graphique suivant :

**Graphique 4.3.7h: évolution du taux d'intérêt directeur de 1990 à 2006**

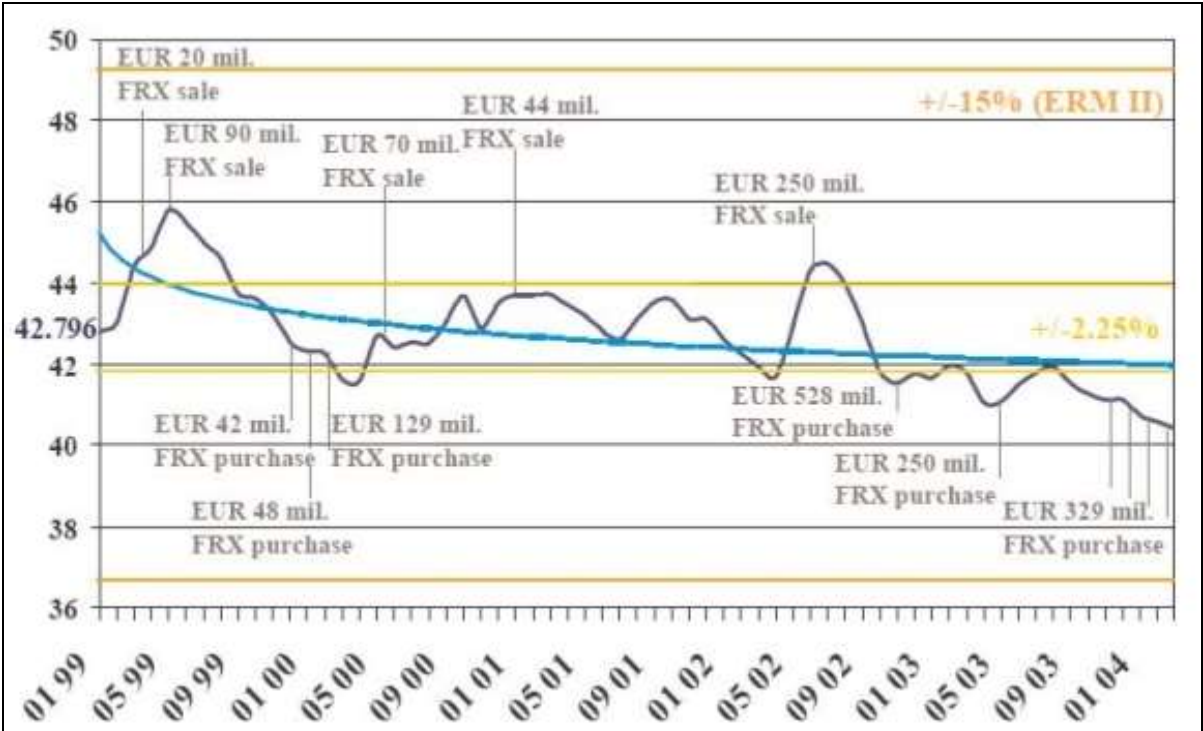


Source: selon les données de la BNS

L'effet positif de la mise en place d'une gestion qualitative de la politique monétaire, c'est-à-dire l'application du taux d'intérêt directeur comme instrument de base, était la réduction des fluctuations des taux d'intérêt en général. Les taux d'intérêt suivirent beaucoup plus l'évolution des taux directeurs. Cela est décrit plus précisément dans le chapitre 4.3.4.

La réussite des interventions de la BNS est démontrée sur les graphiques suivants. La banque centrale a réussi à maintenir le taux de change dans des bandes de quelques pourcents et ce pendant encore une longue période avant l'entrée dans le mécanisme ERM 2. En conséquence, même dans le cadre de ERM 2, la BNS ne devrait pas avoir de grands problèmes avec le maintien d'un taux de change dans des limites déterminées. Jusqu'à présent, cette hypothèse a été confirmée.

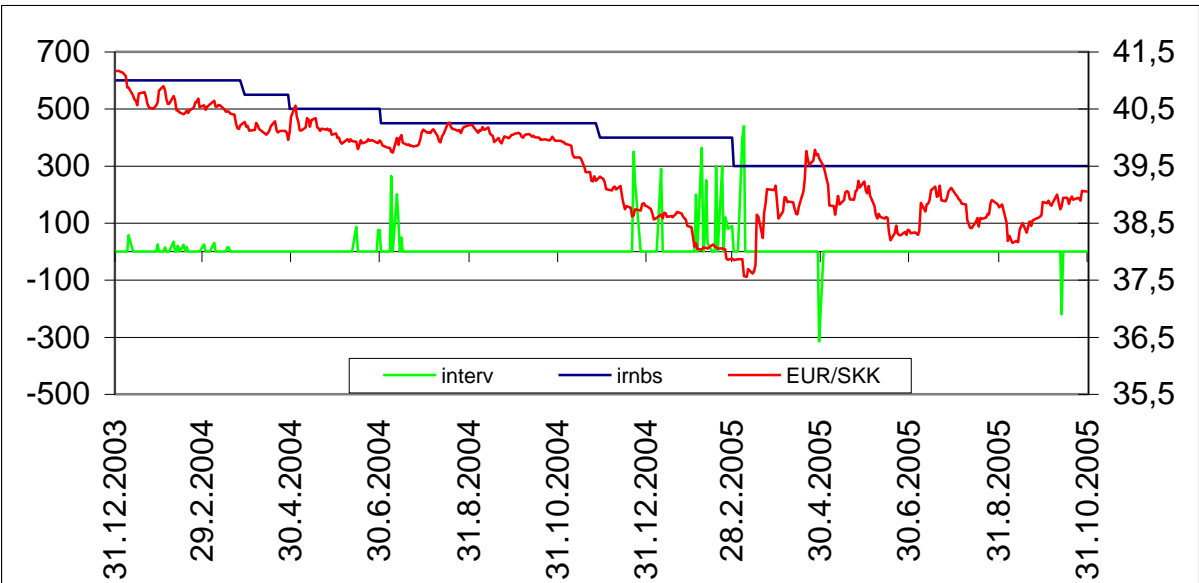
**Graphique 4.3.7i: effets des interventions de la BNS sur le taux de change de la couronne slovaque de 1999 à 2004**



- évolution de la SKK vis-à-vis de l'euro (moyen nominale, mensuelle)
- évolution de la SKK (tendance)

Source: Nell, 2004b, p. 19

**Graphique 4.3.7j: effets des interventions de la BNS sur le taux de change de la couronne slovaque de 2003 à 2005**



Source: selon les données de la BNS

L'axe gauche représente le volume des interventions de la BNS (interv) sur le marché des devises et le niveau du taux d'intérêt directeur (irnbs) calculé en centièmes. L'axe droit exprime l'évolution du taux de change. Il s'ensuit que la SKK avait une tendance à s'apprécier non justifiée par des bases économiques. La BNS est intervenue au détriment de la SKK, c'est-à-dire que soit elle achetait des devises, soit elle réduisait le taux d'intérêt directeur ; éventuellement elle appliquait les deux démarches en même temps. La BNS est intervenue plus souvent contre l'appréciation de la SKK à la fin de l'année 2004 et au début de l'année 2005. Pourtant, pendant l'année 2005, il était nécessaire d'intervenir plusieurs fois contre la dépréciation de la SKK. Les taux d'intérêt directeurs ne changeaient pas, mais la BNS a réalisé plusieurs achats de monnaie domestique sur les marchés de devises.

Bien que les activités de la BNS soient plutôt positivement évaluées, il est de toutes manières important d'adapter les outils monétaires, les objectifs et les stratégies aux tendances actuelles dans les banques centrales. Comme cela est confirmé par les expériences dans les autres pays, la mise en place d'une stratégie bien choisie et au bon moment contribue aux résultats macroéconomiques positifs. Les mesures sont plus transparentes pour le public et, par voie de conséquence, les activités de la banque centrale plus efficaces. C'est le chapitre suivant qui traite de cette problématique.

#### **4.4 Proposition de la stratégie monétaire optimale pour la BNS**

Les banques centrales peuvent appliquer différentes stratégies de politique monétaire. Les stratégies monétaires peuvent être formulées d'une part du point de vue des objectifs intermédiaires, d'autre part du point de vue du processus décisionnel. Les chapitres suivants comparent ces stratégies, récapitulent leurs points forts et leurs faiblesses. En même temps, ces chapitres contiennent l'évaluation des stratégies appliquées par la BNS et proposent des recommandations pour le choix d'une stratégie optimale dans le contexte de la République Slovaque. L'évaluation de la réussite de ces stratégies se réalise surtout selon les cibles finales atteintes.

#### **4.4.1 La comparaison des stratégies monétaires du point de vue des objectifs intermédiaires**

Pendant les deux dernières décennies, la plupart des banques centrales ont commencé à préférer la stabilité des prix en tant qu'objectif final de leur stratégie. Il existe plusieurs raisons pour un tel choix [Nell, 2004a, p.4]:

- un taux d'inflation peu élevé encourage la croissance économique,
- des problèmes en liaison avec l'inconsistance temporelle sont moindres,
- une meilleure coopération de la politique monétaire et de la politique fiscale, etc.

Pourtant, d'autre part, un ciblage de l'inflation « à tout prix » n'est pas favorable. Surtout, lorsqu'il s'agit d'économies en voie de transition, il est recommandé d'être plus prudent. Les économies en voie de transition doivent en tout cas tôt ou tard remédier à la désinflation. C'est la raison pour laquelle, un taux d'inflation élevé en Slovaquie dans les années 90 ne peut pas être considéré comme étant négatif.

#### **Trois stratégies principales de la politique monétaire dérivées à partir des objectifs intermédiaires de la politique monétaire:**

- a) le ciblage monétaire (« monetary targeting »),
- b) le ciblage du taux de change (« exchange rate targeting »),
- c) le ciblage de l'inflation (« inflation targeting »).

#### **Le ciblage monétaire**

Le ciblage monétaire représente la stratégie où la banque centrale suit et vise les agrégats monétaires (c'est-à-dire, la base monétaire, l'agrégat M1, M2 ou M3). La cible finale est constituée d'un taux d'inflation faible et stable.

#### ***Le ciblage monétaire est fondé sur trois aspects fondamentaux:***

- la banque centrale doit avoir la certitude que l'évolution des agrégats monétaires produit une information véridique.
- la banque centrale annonce un niveau ciblé d'agrégats monétaires.
- la banque centrale devrait avoir à sa disposition un mécanisme qui permettrait d'éliminer les écarts grands et systématiques qui s'éloignent des cibles monétaires déterminées.

***Les avantages du ciblage monétaire sont les suivants:***

- la banque centrale se focalise surtout sur les intérêts de son pays.
- l'économie du point de vue de la réalisation de la politique monétaire est significativement indépendante des autres pays.
- Les activités de la banque centrale sont transparentes.
- La compréhension des activités de la banque centrale augmente, l'inconsistance temporelle décroît.
- La base monétaire et l'agrégat M1 peuvent être mieux contrôlés que le taux d'inflation.

***Les inconvénients du ciblage monétaire sont par exemple les suivants:***

- Il n'existe pas de relation stable et prévoyante entre les variables opérationnelles et le taux d'inflation.
- Le contrôle des agrégats monétaires plus larges, tels que M2 et M3, est plus difficile.
- La relation entre les agrégats monétaires et le taux d'inflation n'est pas toujours évidente.

Dans les pays en transition, l'application du ciblage monétaire peut être encore moins avantageuse, étant donné que la demande de monnaie est en générale peu stable en raison des nombreux changements structurels et institutionnels, des chocs sur les prix, des nouveaux actifs et acteurs financiers. Par conséquent, plusieurs pays en voie de transition ont préféré le ciblage du taux de change.

**Le ciblage du taux de change**

Dans le cas du ciblage du taux de change, le taux de change sert en tant qu'ancre nominal. La cible finale recherchée est constituée d'un taux d'inflation faible et stable.

***Les avantages principaux de la stratégie fondée sur le ciblage du taux de change sont suivants*** [Nell, 2004a, p.8]:

- La banque centrale profite du mécanisme automatique:
  - Les facteurs de dépréciation augmentent l'austérité de la politique monétaire.
  - Les facteurs d'appréciation causent le relâchement de la politique monétaire.
- La banque centrale est caractérisée par un très grand niveau de transparence, et par conséquent, l'inconsistance temporelle est moindre.

- L'avantage pour les pays en voie de transition qui visent la désinflation est que le ciblage du taux de change est un bon signal pour la réalisation des attentes du secteur privé.

***Les points faibles de cette stratégie sont par exemple:***

- Les intérêts domestiques sont très peu suivis.
- L'économie perd son indépendance absolue dans le domaine monétaire.
- Les chocs économiques sont transmis de l'environnement extérieur.
- La vulnérabilité par des crises financières est plus élevée.
- Les contrôles des capitaux sont nécessaires afin d'éviter des attaques spéculatives dans le domaine des capitaux.
- Par conséquent, cibler une inflation faible et stable paraît être insaisissable.

**Le ciblage de l'inflation**

Le ciblage de l'inflation représente une stratégie monétaire fondée sur l'absence d'objectifs intermédiaires de politique monétaire. La banque centrale vise à atteindre la cible finale directement par le biais des instruments monétaires, surtout via les taux d'intérêt. La cible finale est à nouveau d'obtenir une inflation faible et stable.

Bernanke, Laubach, Mishkin, Posen [1999] définissent le ciblage de l'inflation comme constituant le cadre de la politique monétaire se manifestant par la déclaration publique de cibles officielles et quantitatives du taux d'inflation, et ce pour un ou plusieurs horizons temporels. En même temps, il est confirmé explicitement que le taux d'inflation faible et stable constitue la cible principale de la politique monétaire à long terme.

***Les cinq éléments principaux du ciblage de l'inflation*** [Nell, 2004a, p.12]:

- Déclaration publique chiffrée et à moyen terme des cibles d'inflation.
- La stabilité de prix est la cible finale à long terme. Les autres cibles sont auxiliaires et ne sont prises en compte qu'à court terme.
- La communication des plans, des cibles et des décisions doit être transparente et claire vis-à-vis du public.
- Les autorités monétaires devraient être parfaitement contrôlables.
- Les agents économiques qui connaissent précisément la stratégie de la banque centrale, doivent se comporter d'une manière adéquate par rapport aux cibles finales et par conséquent, ils devraient promouvoir l'activité de la banque centrale.

*Les conditions de l'application du ciblage de l'inflation sont les suivantes* [Nell, 2004a, pp.13-18]:

- La banque centrale devrait avoir à sa disposition une indépendance suffisante afin de pouvoir être responsable pour tous les résultats atteints.
- La banque centrale devrait abandonner les autres ancrages nominaux pour éviter le conflit entre ces ancrages et la stabilité de prix en tant que cible finale. C'est la raison pour laquelle le régime du taux de change fixe est en général incompatible avec la stratégie du ciblage de l'inflation.
- La seule déclaration de stabilité de prix en tant que cible finale n'est pas suffisante. Il est nécessaire de déterminer l'ancrage nominal explicite, c'est-à-dire, déterminer la cible d'inflation d'une manière numérique.
- Le ciblage de l'inflation se caractérise par la dépendance des cibles et l'indépendance des instruments. Les cibles de l'inflation devraient être déclarées République Slovaque par la banque centrale et, en même temps, par le gouvernement. Cela serait un engagement indirect pour le gouvernement de promouvoir la politique monétaire de la banque centrale par la politique fiscale du gouvernement.
- La politique fiscale ne devrait pas dominer l'économie du pays, ce qui constitue un risque, surtout dans les pays en voie de transition. Dans ce cas-là, une inflation élevée peut se manifester en raison du financement direct et indirect du déficit budgétaire. Par la suite, l'utilisation des ressources financières de la banque centrale par le gouvernement devrait être limitée. La politique monétaire et la politique fiscale devraient être coordonnées, cela signifiant l'absence de pressions inflationnistes en pratique [Brucháčová, 2000, p. 28].
- L'observabilité, la transparence et la compréhension de la stratégie monétaire.
- Suppositions de la stabilité financière, du développement du système financier et du développement institutionnel. Cela permet l'indépendance dans l'application des outils. Les marchés financiers plus développés permettent le fonctionnement des canaux de transmission au niveau plus élevé, ce qui entraînera une plus grande efficacité des activités de la politique monétaire.
- La capacité de la banque centrale à pronostiquer l'évolution future des variables macroéconomiques et ce afin de déterminer une inflation ciblée qui serait saisissable. Plus la banque centrale pourra prédire l'évolution, plus correct sera son choix de l'instrument monétaire. Des prévisions correctes exigent une compréhension profonde du mécanisme des canaux de transmission de la politique monétaire, ainsi que les



rangs dans le temps des indicateurs macroéconomiques suffisamment long et surtout une petite sensibilité aux différents chocs externes et de transition.

- Une stabilité externe, donc des fluctuations les plus petites possibles du taux de change, est également très importante.

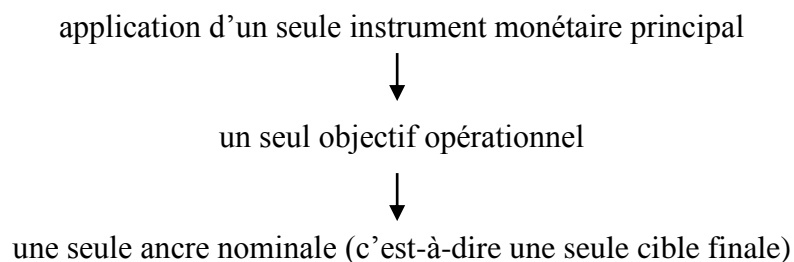
La stratégie monétaire prenant la forme du ciblage de l'inflation peut être réalisée en deux modifications. Nous distinguerons entre:

- a) ciblage de l'inflation explicite („full-fledged inflation targeting = „le ciblage plein de l'inflation“), et
- b) ciblage de l'inflation implicite („inflation targeting lite = „Le ciblage de l'inflation léger“)

### **Le ciblage de l'inflation explicite**

Dans cette stratégie monétaire, la banque centrale respecte absolument tous les cinq éléments du ciblage de l'inflation mentionnés ci-dessus. L'autorité monétaire prévoit le taux de l'inflation et en même temps qu'elle annonce la valeur chiffrée de la cible d'inflation à moyen terme d'une manière explicite. Elle vise la cible quantifiée strictement.

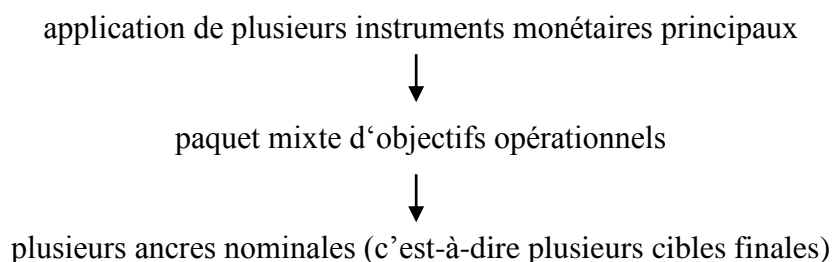
*La politique monétaire est comparativement univoque:*



### **Le ciblage de l'inflation implicite**

Dans cette stratégie monétaire, la banque centrale n'applique que certains des cinq éléments de base du ciblage de l'inflation. L'autorité monétaire réalise des prévisions explicites et à court terme. En revanche, elle détermine les valeurs des cibles finales d'une manière implicite et à court terme. Il n'est pas nécessaire de viser des cibles données strictement. Le contrôle par le public est plus faible.

*La politique monétaire est moins univoque:*



La raison fondamentale justifiant l'introduction du ciblage de l'inflation implicite au lieu du ciblage explicite est l'absence absolue ou partielle des conditions indispensables de stratégie monétaire prenant la forme d'un ciblage de l'inflation. La banque centrale manque par exemple d'information suffisante sur le fonctionnement des canaux de transmission; par voie de conséquence, elle utilisera plusieurs outils et cibles.

Le ciblage de l'inflation implicite ne devrait être qu'une stratégie provisoire et le but devrait en être le ciblage explicite qui est considéré comme étant le plus efficace. Enfin, c'est également le cas de la Slovaquie. Au début de l'année 2000, la BNS a appliqué un ciblage de l'inflation implicite [BNS, 2003, p. 22], et à partir du 1er janvier 2005, un ciblage explicite. Après l'entrée dans le mécanisme ERM II, le 29 novembre 2005, la BNS a introduit une forme spécifique du ciblage de l'inflation, appelée le ciblage de l'inflation explicite dans les conditions de ERM II, où la BNS doit suivre en même temps un taux de change entre l'Euro et la Couronne Slovaque (EUR/SKK) stable, avec des bandes de fluctuations de plus ou moins 15% autour de la parité centrale pendant une période de deux ans.

#### **4.4.2 Les stratégies monétaires en Slovaquie du point de vue des objectifs intermédiaires**

La République Slovaque a appliqué le régime du taux de change fixe jusqu'à octobre 1998. Le taux de change fixe constituait une ancre nominale pour la Slovaquie et cette ancre permettait d'atteindre la cible finale – la stabilité des prix, plus facilement. A partir d'octobre 1998, la BNS a introduit le flottement („managed floating“), et par conséquent, la République Slovaque a perdu son ancre nominale. Une nouvelle ancre a été appliquée en 2000, en liaison avec le ciblage de l'inflation. Il est peu probable qu'une période si longue sans ancre nominale soit favorable pour un pays en voie de transition. D'une part, s'il est évident que la

République Slovaque ne remplissait pas toutes les conditions indispensables pour l'application du ciblage de l'inflation explicite, pourtant le ciblage implicite était réalisable. Evolution des régimes du taux de la BNS est démontrée dans le tableau 4.4.2a.

**Tableau 4.4.2a: régimes du taux de change de la BNS**

année	régimes de taux de change	zone de fluctuation (en %)	monnaies de référence
<b>1993-1997</b>	taux de change fixe avec bandes de fluctuation symétriques	+/- 0,5 (1993/94) +/- 1,5 (1994/95) +/- 3,0 (1996) +/- 5,0 (1997)	panier monétaire
<b>1998</b>	- taux de change fixe avec bandes de fluctuation symétriques - flottement administré	+/- 7,0 (à octobre) - sans bandes de fluctuation	- panier monétaire - euro
<b>1999– jusqu'à aujourd'hui</b>	flottement administré	- aucunes bandes de fluctuation	euro

Source: BNS 1993 – 2002, vydala NBS, Odbor Verejných informácií (La section des informations publiques), Bratislava, avril 2003

**Tableau 4.4.2b: possibilités stratégiques de la BNS**

cadre politique / Régime du taux de change	fixe	parités glissantes	flottement administré	flottement pur
<b>Ciblage de l'inflation explicite</b>			à partir de la fin d'année 2004	
<b>Ciblage de l'inflation implicite</b>			à partir de 2000	
<b>Ciblage du taux de change</b>	jusqu'à octobre 1998		à partir d'octobre 1998	
<b>Ciblage monétaire</b>				

Source : Nell, 2004c et Marcinčin, Beblavý ; 2000, p. 117

La stratégie de la banque centrale et le régime du taux de change offre quelques combinaisons éventuelles qui peuvent apparaître lors de la réalisation de la politique monétaire. Les combinaisons existantes en générale, ainsi que celles qui étaient utilisées pendant l'histoire de la BNS se trouvent dans le tableau 4.4.2b [Nell, 2004c, p.15].

***Les obstacles au ciblage de l'inflation en Slovaquie dans le passé et en général dans les pays en voie de transition :***

La République Slovaque ainsi que les autres pays en voie de transition ne remplissaient pas toutes les conditions du ciblage de l'inflation qui sont mentionnées ci-dessus. Les obstacles les plus importants dans le cas de la République Slovaque sont les suivants:

- Une économie petite et ouverte est plus sensible aux chocs externes que les autres pays. Par conséquent, il est plus compliqué de prévoir l'évolution macroéconomique et de maintenir la stabilité externe du pays, par exemple par rapport au taux de change. Les économie sont exposées aux nombreux chocs à cause du processus de la transition lui-même (par exemple les dérégulations des prix, les changements politiques et sociaux).
- Les autres difficultés par rapport aux prévisions sont causées par des périodes de temps courtes. Or, les pays en voie de transition ne possédaient des données macroéconomiques pertinentes qu'après leur passage à l'économie du marché. Les périodes de temps de la République Slovaque sont encore plus courtes en raison de la courte existence du pays. Pourtant, ces difficultés ne sont que momentanées.
- Un autre obstacle pour le ciblage de l'inflation a trouvé son origine dans la compréhension insuffisante des canaux de transmission de la politique monétaire.
- Au début de l'existence de la République Slovaque, les outils monétaire directs étaient appliqués plus fréquemment que les outils indirects, c'est-à-dire les instruments de marché. L'application des outils directs est considérée comme étant moins efficace selon la théorie économique ainsi que par l'expérience pratique. Pourtant, en raison du faible développement des marchés, des systèmes et des institutions financières à l'époque, l'application des outils de marché n'était pas possible dans tous les cas nécessaires.
- Les changements dans les prix des actifs ne fournissent pas assez d'informations ou d'informations correctes sur les bases économiques et les attentes du marché, ce qui est dû à des marchés financiers moins développés et moins stables.
- Jusqu'en 1998, la politique fiscale du gouvernement n'était pas toujours en accord avec la politique monétaire de la banque centrale. En conséquence de quoi il était plus difficile d'atteindre les objectifs visés. La stratégie monétaire prenant la forme du ciblage de l'inflation n'aurait pu fonctionner dans un environnement incompatible.

Un obstacle important du ciblage de l'inflation était constitué par l'impossibilité du contrôle complet de la cible finale par la banque centrale. Si la cible finale est par exemple l'indice des prix à la consommation (IPC), les changements dans les impôts indirects, les dérégulations des prix et les autres changements sont souvent réalisés par le gouvernement, et la banque centrale ne peut contrôler qu'une petite fraction de l'IPC. Dans le cas des pays en voie de transition, les changements des impôts indirects et les dérégulations de prix sont relativement fréquents. C'est la raison pour laquelle, certains pays visent plutôt l'inflation pure ou l'inflation structurelle. Par exemple, la République Tchèque, au début de l'application du ciblage de l'inflation, c'est-à-dire à partir de 1998, visait le taux de l'inflation pure. En même temps, elle avait l'ambition de viser l'IPC dans le futur, dès que les différences entre l'inflation totale et l'inflation pure auraient été plus réduites. A partir d'avril 2001, la Banque Nationale Tchèque visait l'inflation totale à travers l'IPC, ou l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) après son entrée dans l'UE [BNT, 2006]. Les changements d'inflation pure ou structurelle sont plus faciles à prévoir. Cependant, ces indices sont moins compréhensibles pour le public, et cela menace la condition fondamentale de transparence du ciblage de l'inflation. Par la suite, certains pays ont dès le début visé l'IPC, par exemple la Pologne à partir de 1998 [Brucháčová, 2000, p. 26]. En général, le choix de l'indice de la cible de l'inflation est un compromis entre la transparence et la responsabilité de la banque centrale. Le choix de l'inflation pure ou structurelle pourrait signifier que la banque centrale a surtout pour but le contrôle de l'inflation à long terme. Le choix de l'IPC représente l'intérêt de la banque centrale d'éliminer même les fluctuations momentanées de l'inflation. La République Slovaque a commencé à viser l'IPC dès le début., puis, après son entrée dans l'UE, elle s'est tournée vers l'IPCH, car la République Slovaque avait pour but l'entrée dans la zone euro, et l'indice IPCH est important par rapport aux conditions de convergence. Les différences entre, d'une part, l'IPC ou l'HIPC et, d'autre part, l'inflation pure ou structurelle sont de plus en plus faibles, parce que le processus de dérégulation des prix n'est pas si flagrant et que les changements fiscaux, au niveau des impôts indirects, devraient être moins fréquents. Les différences entre l'inflation totale et l'inflation nucléaire ou pure sont moins évidentes comme c'était mentionné audessus.

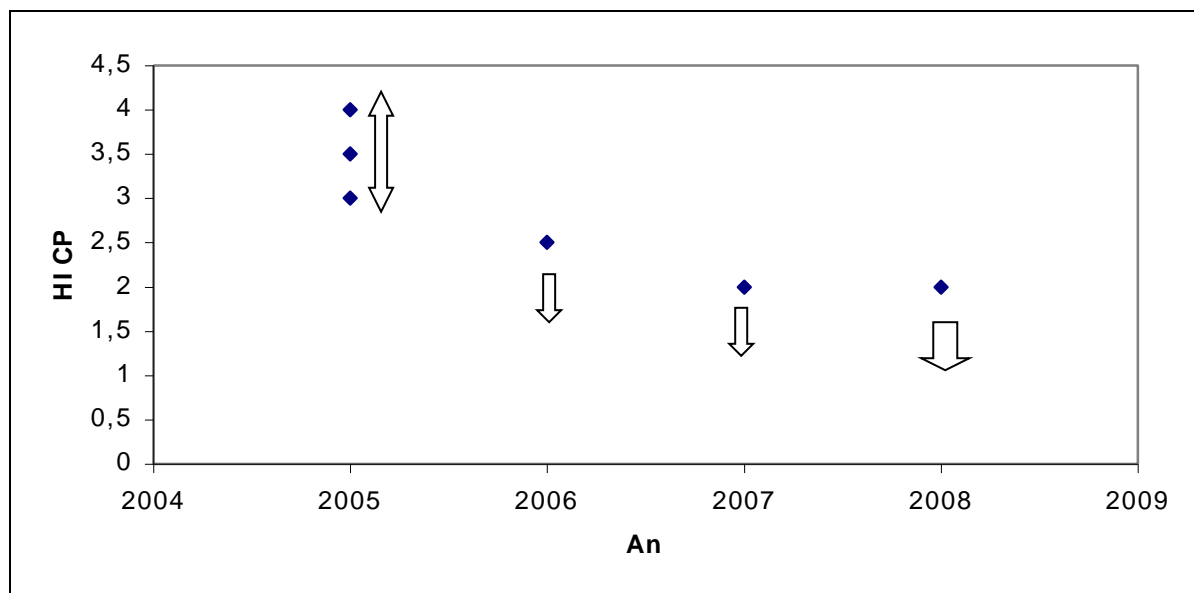
Pour l'application effective du ciblage de l'inflation la BNS devrait réaliser une **stratégie de communication active et ouverte**, laquelle devrait être constituée des éléments suivants [Brucháčová, 2000, p. 29]:

- a) Les rapports sur les indicateurs de l'inflation publiés régulièrement sont des ressources importantes de l'information. La BNS publie régulièrement et depuis 1996 son rapport monétaire mensuel, disponible chaque mois sur le site Internet de la BNS. Les différents indices de l'inflation sont publiés dans ce rapport, ainsi que les composants de ces indices et les éléments qui peuvent causer l'inflation future. La BNS donne des informations sur l'inflation-même dans le cadre des commentaires des décisions de la BNS sur la détermination des taux d'intérêt. Ces commentaires sont publiés chaque mois à depuis 2004.
- b) Les informations sur les principes de la politique monétaire devraient être la partie importante de la stratégie de communication. La BNS présente certains de ses principes dans des rapports annuels, dans des revues monétaires publiées chaque mois et dans des programmes monétaires qui expliquent les stratégies et les principes futurs.
- c) La publication régulière des prévisions de l'inflation. Depuis le mois d'avril 2005, la BNS fournit une prévision trimestrielle à moyen terme.
- d) La publication de la méthodologie utilisée pour les prévisions. La BNS dans son document „prévision trimestrielle à moyen terme“ explique indirectement quels facteurs sont pris en considération pour les prévisions. La BNS caractérise la position initiale de l'économie, l'indice des conditions réelles monétaires, les facteurs exogènes et les facteurs endogènes.
- e) La banque centrale devrait dans le cadre de sa stratégie de communication fournir des explications sur les mesures qu'elle applique dans le cas des cibles à court terme ratées. La BNS publie ce type d'explications sur les mesures éventuelles à venir dans ses rapports monétaires, ses programmes monétaires ainsi que dans ses commentaires de décisions d sur la détermination des taux d'intérêt. Les mesures sont également publiées dans les rapports du conseil bancaire, ou éventuellement sous forme de déclarations verbales du gouverneur de la BNS, lesquelles peuvent consister en interventions verbales.
- f) La stratégie de communication devrait contenir les explications des mesures du passé ou expliquer l'absence éventuelle de mesures correctives. Des explications similaires par rapport aux mesures précédentes se trouvent surtout dans les rapports annuels ou éventuellement dans les revues monétaires.
- g) L'autorité monétaire devrait anticiper prudemment les risques éventuels dévolution à venir. Ces risques futurs éventuels sont avant tout mentionnés dans les programmes monétaires au début de chaque année.

h) Des annonces flexibles sur les changements de la politique monétaire et des explications à ces changements. La BNS publie ces annonces dans le cadre des rapports du conseil bancaire, respectivement sous la forme de déclarations verbales du gouverneur de la BNS.

La stratégie du ciblage de l'inflation explicite suppose **le choix optimal des corridors de la cible d'inflation**, c'est-à-dire les bandes acceptables de l'inflation. Si le corridor est trop étroit, les mesures monétaires sont en générale moins stables. D'autre part, si le corridor est trop large, la crédibilité de la banque centrale peut s'en trouver réduite. En 1998, la Banque Nationale Tchèque a déterminé un corridor de seulement +/- 0,5%. En 1999, il était élargi à +/- 1,5 %. En 1999, la Banque Nationale Polonaise a déterminé une bande de +/- 0,25 %, laquelle était plus tard élargie à +/- 0,6% [Brucháčová, 2000, p.30]. En 2005, la BNS a choisi un corridor de +/-0,5% autour de 3,5%. Cette cible a partiellement été atteinte. Le taux d'inflation en 2005 en moyenne annuelle était de 2,73 et le taux d'inflation vers la fin de l'année était de 3,9%. Pour les années suivantes, ce n'est que la frontière supérieure qui a été déterminée. Ceci est démontré sur le graphique suivant, qui exprime l'inflation ciblée à travers l'indice IPCH vers la fin de l'année en question:

**Graphique 4.4.2: la cible de l'inflation de la BNS jusqu'à 2008**



Source: Menový program BNS do roku 2008 (Le Programme monétaire jusqu'à 2008). BNS, p.2.

**L'horizon temporel**, pour des raisons de prévisions de ciblage d'inflation, doit être optimal. Si l'horizon des prévisions est trop court, la banque centrale réagit trop fréquemment

aux changements. Des changements dans les taux d'intérêt se manifesteront tout de suite dans le produit, et même dans l'inflation, et selon la deuxième hypothèse de Taylor, à court terme, le ciblage de l'inflation se fera au détriment de la croissance du PIB. D'autre part, si l'horizon temporel est trop long, l'application de la politique monétaire sera peu efficace. L'horizon temporel doit correspondre à la période de décalage („time-lags“) des mécanismes de transmission. Plusieurs études démontrent, par exemple Batini, Haldane; [1999], que l'horizon optimal doit être d'un trimestre. Cela correspond justement à l'horizon choisi par la BNS.

La responsabilité de la banque centrale doit être clairement définie. On supposera ici que la banque centrale ne peut influencer l'inflation que dans une certaine amplitude. Il est parfois difficile de déterminer si le ciblage de l'inflation est raté à cause de chocs et de facteurs étant hors des compétences de l'autorité monétaire, ou si cela est causé par des mesures inadéquates de politique monétaire. Par conséquent, il serait mieux de stipuler **des situations où le ciblage de l'inflation pourrait être modifié ou même ratée**. Il s'agit de la **clause dite de fuite** („escape clause“) [Brucháčová, 2000, p.31].

En 1998, **La Banque Nationale Tchèque** a raté la cible visée; par conséquent, elle a défini quelques **exceptions** pour les périodes suivantes où il était **possible d'omettre la cible visée** [Brucháčová, 2000, p.31]:

- un écart marqué des prix mondiaux des matières premières et des énergies qui seraient hors des valeurs prévues,
- des fluctuations marquées du taux de change qui ne seraient justifiées ni par une évolution des indicateurs domestiques, ni par la politique monétaire,
- des changements marqués dans les conditions de la production agricole ayant un impact sur les prix des produits agricoles,
- les fléaux, les catastrophes naturelles et d'autres situations particulières qui auraient des impacts sur les prix.

**La BNS** a défini en général **les mêmes exceptions** que celles en République Tchèque **pour la République Slovaque** à partir de 2005. De plus, elle a stipulé encore deux cas [BNS, 2004, p. 4] :

- L'inflation ciblée ne doit pas être atteinte si le déficit fiscal n'est pas réduit selon la trajectoire planifiée à un niveau de 3%, et moins en 2007 (y compris les coûts pour la réforme de retraite). Le déficit fiscal plus élevé dans les années particulières peut menacer la cible de l'inflation.



- Si l'impact des mesures administratives (changements dans les prix régulés et les impôts indirects) est supérieur à 1 % en 2005, à 0,6 % en 2006, à 0,8 % en 2007 et à 1,1 % en 2008, la cible ne doit pas être atteinte.
- Des fluctuations importantes des prix de l'énergie ;
- Des fluctuations importantes du taux de change (surtout envers le dollar) qui ne sont pas liées avec les mesures de la politique monétaire, ni non plus avec l'évolution des fondements économiques. Elles peuvent être entraînées par un choc régional ;
- Les prix des biens alimentaires (en raison des conditions climatiques changeantes, des changements éventuels dans la Politique Agricole Commune) ;
- D'importantes catastrophes naturelles.

Des exceptions au ciblage de l'inflation clairement définies augmentent la transparence et la crédibilité de la banque centrale. Dans ce cas, il existe des pré-conditions pour une application réussie de la stratégie monétaire du point de vue des objectifs intermédiaires.

#### **4.4.3 Comparaison des stratégies monétaires du point de vue du processus décisionnel**

Les façons d'appliquer la politique monétaire peuvent être analysées sous un autre angle, par exemple sur la base des décisions de l'autorité monétaire. Donc, la politique monétaire, d'un point de vue du processus décisionnel et stratégique, peut être :

- a) une politique monétaire cohérente au niveau du temps (« time-consistent monetary policy »),
- b) une politique monétaire discrétionnaire (« discretionary monetary policy »),
- c) une politique monétaire fondée sur une certaine règle monétaire (« monetary policy rule »),
- d) une politique monétaire prenant en considération la rétroaction (« feedback policy »),
- e) éventuellement, d'autres types de politique monétaire mentionnés plus haut, en tant que raisonnement théorique, mais rarement utilisés en pratique.

##### ***a) la politique monétaire cohérente au niveau du temps***

Au début de la période initiale, l'autorité monétaire détermine plusieurs stratégies possibles pour des situations différentes qui peuvent se manifester dans les périodes à venir.

Ces stratégies sont prédéterminées et, pendant une certaine période (assez longue), elles ne peuvent pas être changées, même si des chocs inattendus apparaissent dans l'économie. L'avantage de cette approche réside dans le fait que les agents économiques connaissent d'avance les réactions de la banque centrale selon la situation qui se présente. Par la suite, ils peuvent choisir d'avance le niveau d'investissement, de l'épargne, de consommation optimale lorsqu'ils supposent un certain niveau d'inflation, de croissance économique, de chômage, etc. L'inconvénient repose sur le manque de flexibilité : dans le cas d'un choc inattendu, les stratégies originales ne sont pas révisées, adaptées ni modifiées.

#### ***b) la politique monétaire discrétionnaire***

Cette politique monétaire révisé et modifie toujours ses stratégies selon la situation actuelle. Son avantage est la flexibilité. La politique discrétionnaire lors d'une rectification de son approche au début de chaque période ne prend plus en considération les situations des périodes passées. Dans la période à venir, rien n'empêche à la banque centrale de modifier sa politique en fonction des changements présents. Le niveau élevé d'incertitude des agents économiques est le point faible. Ces derniers ne peuvent jamais faire confiance dans les réactions de la banque centrale face aux événements (et pas forcément des chocs) en question.

#### ***c) la politique monétaire fondée sur une certaine règle monétaire***

La règle monétaire peut être sous la forme d'une fonction simple, d'une formule, ou cela peut être un ensemble des fonctions. Une telle règle quantifie l'application d'un instrument monétaire si les variables macroéconomiques varient. Grâce à des calculs comparativement précis, la banque centrale sait de combien il faut faire varier, par exemple, le taux d'intérêt, ou éventuellement les agrégats monétaires, si les variables monétaires ont varié d'une certaine valeur. Il est plus avantageux si la banque centrale utilise une règle simple, compréhensible. Dans ce cas, la politique monétaire est plus transparente et plus facile à interpréter pour le grand public. Ensuite, il est plus probable que les décisions du public seront plus optimales dans ces conditions. Les limites à ces règles reposent sur leur manque de flexibilité. Ceci est impropre surtout dans les économies enclines aux chocs.

#### ***d) la politique monétaire prenant en considération la rétroaction***

Dans ce cas, la politique monétaire correspond à l'état actuel de l'économie. La stratégie monétaire varie selon les changements de conditions économiques. Grâce à la rétroaction, la

banque centrale sait évaluer si ces décisions passées ont été justes et quelles décisions il vaut mieux prendre à l'avenir. Toutefois, même une politique monétaire prenant en considération la rétroaction peut être une politique monétaire consistante ou une politique monétaire discrétionnaire. Dans le premier cas, on détermine à l'avance comment, par exemple, il faut changer l'offre de la monnaie si le niveau d'inflation et du chômage change d'une certaine valeur. Dans le cas d'une politique discrétionnaire, ce n'est pas donné à l'avance, et la démarche dépend de la solution actuelle envisagée par la banque centrale.

En pratique, les types particuliers de politique monétaire se mélangent et se complètent mutuellement. Il n'est pas possible d'établir une grosse frontière entre elles. Pourtant, les alternatives les plus souvent pratiquées sont : la politique monétaire discrétionnaire et la politique axée sur une règle monétaire.

### *La stratégie monétaire discrétionnaire versus la stratégie fondée sur une règle monétaire*

Selon A. Lavigne et P. Villieu [1996, p.523], la source des discussions modernes sur l'arbitrage entre une stratégie discrétionnaire et une règle monétaire apparaît déjà dans les travaux de l'école de Chicago. Simons a proposé, déjà en 1936, une couverture d'or de 100% sous la forme d'une règle. Plus tard, en 1969, Friedman a proposé la mise en œuvre d'une règle du taux constant de la croissance de la masse monétaire en économie. Malgré tous ces travaux, les banques centrales ont préféré la stratégie discrétionnaire que permettait une flexibilité plus élevée en comparaison avec les règles. Pourtant, à la fin des années 70, les analyses soulignant les avantages d'une stratégie fondée sur une règle monétaire sont plus en plus nombreuses. Kydland et Prescott [1977] ainsi que Calvo [1978] prennent en considération l'incohérence temporelle de la politique monétaire et, donc, son penchant plus élevé à l'inflation dans le cas d'une stratégie discrétionnaire. La stratégie basée sur la règle monétaire permet de travailler plus efficacement avec les valeurs macroéconomiques prédites. Par conséquent, il est possible de réduire l'incohérence temporelle et le penchant inflationniste.

Selon Walsh [2001, p.321], la politique monétaire est consistante au niveau du temps si une mesure proposée au temps  $t$  pour la période  $t+i$  reste toujours actuelle et convenable même dans la période  $t+i$ . Cependant, l'application de la politique monétaire est conditionnée par des aspects différents dont plusieurs sont imprévisibles. C'est la raison pour laquelle la

politique monétaire originellement proposée n'est plus consistante au niveau du temps et la politique discrétionnaire est alors préférée.

Il apparaît, selon ce raisonnement, que l'application de la politique discrétionnaire serait plus favorable en comparaison avec la politique monétaire fondée sur une règle. Néanmoins, Walsh [2001, p.322] remarque que la politique discrétionnaire se manifeste par un taux d'inflation plus élevé que la politique d'une règle. Si la banque centrale a la possibilité d'adapter ses instruments à n'importe quel moment, son enclin à l'inflation élevée sera, en générale, plus grand. C'est le résultat de l'existence d'une « tentation » chronique de l'autorité monétaire de chercher à atteindre un taux de croissance plus grand que la croissance d'équilibre, éventuellement de réduire le taux de chômage au-dessous de son niveau naturel. En même temps, dans le cas de la politique discrétionnaire, les agents économiques anticiperont, en raison de la précaution, un niveau de l'inflation plus élevé comme affirmé dans les rapports de la banque centrale. En suite, les salaires nominaux seront plus élevés et, par voie de conséquence, également le taux d'inflation réel.

La politique monétaire discrétionnaire est considérée comme une politique active. La politique monétaire d'une règle est prise pour passive. La politique monétaire d'une règle monétaire exprime, en effet, une fonction de réaction d'une autorité monétaire, qui définit une relation entre les instruments de la banque centrale et les variables indépendantes, endogènes [Blinder, 2000, p. 36].

Blinder [2000, p. 37] distingue les formes suivantes de règles monétaires :

- a) la « k »-règle de Friedman, qui exprime le taux de la croissance des agrégats monétaires ;
- b) le taux de change avec un ancrage sur une autre monnaie ;
- c) le maintien du taux d'intérêt à court terme au niveau du taux d'intérêt neutre ;
- d) la règle qui quantifie l'application d'un instrument de la politique monétaire ;
- e) la règle qui quantifie les résultats de la politique monétaire.

Friedman et ses partisans affirmaient qu'une règle monétaire permet d'assurer des résultats de la politique monétaire suffisamment bons, même si elle n'est pas parfaite.

Les théories présentes affirment qu'une banque centrale qui appliquerait une politique discrétionnaire sera encline à une inflation plus élevée. Par conséquent, elles préconisent plutôt l'utilisation de la règle monétaire.

### ***Fonction d'utilité***

Dans le choix d'une façon convenable d'application de la politique monétaire, la banque centrale peut raisonner sur la fonction de l'utilité. Bien entendu, l'objectif, c'est la maximisation de cette fonction. Sa formulation mathématique est, selon Barro et Gordon [1983], la suivante :

$$U = \lambda(y - y_n) - 1/2\pi^2 \quad (12)$$

où  $y$  est l'output,  $y_n$  le taux naturel de l'output,  $\pi$  le taux d'inflation et où le paramètre  $\lambda$  exprime le poids qui est associé à l'expansion économique par rapport à la stabilité de l'inflation. Il dépend de la préférence des objectifs. Dans cette équation, les auteurs supposent d'une part qu'un output plus élevé est préférable à un output plus faible, et d'autre part que son utilité marginale est constante, et donc qu'il est exprimé d'une manière linéaire. Cependant, une inflation croissante entraîne une « inutilité » marginale croissante, et, par conséquent, elle est exprimée sous une forme quadratique, et son signe est alors négatif.

### ***La fonction de perte***

En dehors de la fonction d'utilité, la banque centrale peut même calculer une fonction de perte. Bien entendu, elle veut la minimiser. Son expression mathématique est la suivante :

$$V = 1/2 \lambda(y - y_n - k)^2 - 1/2\pi^2 \quad (13)$$

Dans ce cas, la perte est donnée par la fluctuation de l'output et de l'inflation. C'est la raison pour laquelle les deux variables sont sous la forme quadratique. Nous supposons que la banque centrale s'efforce à stabiliser les deux variables : l'inflation a un niveau le plus proche de zéro, et l'output près du niveau  $y_n + k$ . C'est-à-dire que l'output équilibré devrait être, dans une situation idéale, supérieure à  $k$ .

Le dernier membre peut être développé comme suit :

$$1/2\pi^2 = 1/2(\pi - \pi^*)^2 \quad (14)$$

où  $\pi^*$  est le taux de l'inflation ciblée

La fonction de perte est en correspondance avec la politique de stabilisation. La notion de « politique de stabilisation » n'est pas présente dans la première équation, parce que la banque centrale se focalise uniquement sur le niveau d'output.

Dans les deux équations, la banque centrale vise un taux d'inflation stable et non un niveau des prix stable. Donc, la banque centrale ne vise pas une inflation nulle, mais plutôt proche de zéro. En général, de nombreux économistes, comme, par exemple, Walsh [2001, p.326], supposent que le maintien des prix à un niveau stable suscite, paradoxalement, de grandes fluctuations d'inflation et d'output. Si, par exemple, le prix des biens augmente de 10%, la banque centrale devrait appliquer des outils qui réduisent ces prix, et cette mesure influencerait le niveau d'output. Au début, l'inflation serait de +10%, et, après une application réussite, l'inflation serait de -10% (c'est-à-dire une déflation). Ensuite, les fluctuations de l'inflation et de l'output se manifesteraient deux fois. Pourtant, si l'objectif de la banque centrale était le maintien du taux d'inflation à un niveau stable, et ce même à 10%, l'inflation (éventuellement l'output) changerait une fois seulement pendant une période donnée.

### ***La solution de compromis de la stratégie monétaire***

Il est évident que les deux approches, la politique discrétionnaire ainsi que la politique de la règle monétaire, possède des avantages et des inconvénients.

Il existe plusieurs propositions pour augmenter l'efficacité de la politique monétaire. Une de ces propositions est l'utilisation d'un « contrat » entre l'autorité monétaire et le gouvernement. Dans ce contrat, les mesures sont définies dans le cas de la défaillance de la politique monétaire. Walsh [1995] et Person, avec Tabellini [1993], proposent de réduire les salaires des banquiers centraux si l'inflation augmente d'une manière indésirable. Pourtant, Blinder [2000] en tant que vice-président du Conseil de la FED, n'est pas d'accord avec cette solution selon sa propre expérience. D'après lui la réduction du salaire de 1% à chaque fois que l'inflation augmente, n'a pas motivé Blinder lui même, ni ses collègues en application de la politique monétaire.

Walsh [2001, p.363] propose une solution de compromis. Il la nomme « règle monétaire flexible ». Il suppose que la banque centrale surveille la croissance économique également par rapport à l'inflation, mais si le taux actuel de l'inflation s'écarte de l'inflation visée, la banque centrale sera pénalisée. Le but de la banque centrale est de minimiser la fonction suivante :

$$V = \frac{1}{2} \lambda E_t (y - y_n - k)^2 + \frac{1}{2} E_t (\pi_t - \pi^*)^2 + \frac{1}{2} h E_t (\pi_t - \pi^T)^2 \quad (15)$$

Dans cette équation,  $y$  est à nouveau l'output,  $y_n$  le taux d'output naturel,  $k$  le taux de croissance de l'output naturel, et le paramètre  $\lambda$  exprime le poids qui associe banque centrale et expansion économique par rapport à la stabilité de l'inflation.  $\pi^*$  exprime le taux d'inflation acceptable au niveau de la société, qui, forcément, ne doit pas être nul. Le dernier membre signifie la pénalisation, si le taux d'inflation actuel  $\pi_t$  se différencie de l'inflation ciblée  $\pi^T$ . Le paramètre  $h$  exprime le poids associé à l'écart d'inflation. Cette solution de compromis – la règle monétaire flexible – n'exige pas d'accomplir une cible de complément. La banque doit, selon cette équation, raisonner s'il est plus avantageux pour elle de suivre la cible de l'inflation à 100% et ne pas payer les sanctions, ou s'il est plus avantageux de poursuivre la cible de croissance économique et payer des sanctions. Cette solution permet à la banque centrale de choisir entre les cibles.

Néanmoins, cette solution de compromis ne doit pas être toujours réussie. L'exemple de l'avion avec ses ravisseurs est assez souvent démontré [Blanchard, 1989]. Dans le cas du détournement de l'avion, les politiciens ont deux possibilités : soit ils négocieront avec les ravisseurs (c'est une analogie avec la politique discrétionnaire), soit ils ne négocieront pas (c'est l'analogie avec la règle monétaire). Si le gouvernement décide de ne jamais négocier avec les ravisseurs, alors elle se doit de le déclarer publiquement. Elle ferait surtout cela pour décourager les ravisseurs de leur acte. Mais si un détournement survient malgré tout, le gouvernement ferait face au dilemme suivant : préférer les vies humaines au principe politique. Pourtant, cela peut encourager les autres ravisseurs à faire des actes similaires. Donc, les anticipations des ravisseurs (des agents économiques) sont plus importantes que les déclarations du gouvernement.

De cela résulte que la crédibilité de la banque centrale et la fidélité à ces déclarations constituent les aspects décisifs pour les agents économiques.

#### **4.4.4 Les stratégies monétaires en RS du point de vue du processus décisionnel**

La BNS a encore récemment appliqué une stratégie discrétionnaire de politique monétaire en ce qui concerne le processus décisionnel et stratégique, c'est-à-dire que la stratégie de la BNS n'était pas fondée sur des modèles et des règles monétaires concrètes facilitant les

décisions de l'autorité monétaire. Cependant, l'élaboration de tels modèles et de règles monétaires qui devaient véritablement réagir à la situation macroéconomique actuelle n'était auparavant pas possible. La République Slovaque ne disposait pas d'indicateurs macroéconomiques qui auraient été suffisamment longs. De plus, de courtes périodes de temps ne permettaient pas d'obtenir des rapports économétriquement significatifs. L'économie se trouvait au beau milieu du processus de transition et elle était exposée à divers chocs, à la fois externes et internes.

Pourtant, l'environnement économique devient plus stable et standardisé. Il est nécessaire de décrire les mécanismes économiques en fonction, le rôle de la politique économique dans ce système et de quantifier l'impact des décisions de politique économique à travers un modèle économétrique complet qui serait soutenu par des règles monétaires. Un tel modèle crée un cadre pour prévoir l'inflation à moyen terme. De plus, un tel modèle augmente la crédibilité de la politique monétaire et la transparence de sa communication [Ševčovic, 2005, p.1].

L'application de la règle monétaire par la BNS devrait posséder un apport positif pour la réalisation de la politique monétaire. Pourtant, et compte tenu des restrictions différentes dans l'élaboration d'une règle monétaire optimale, les résultats quantifiés ne peuvent être surestimés et valides dans chacune des situations. Ces résultats devraient surtout avoir dans les premières années une fonction d'orientation par rapport à une stratégie monétaire discrétionnaire. Par conséquent, la BNS pourrait profiter des avantages des deux stratégies. Seulement, avec un certain recul du temps, avec des périodes de temps plus longues et avec une meilleure formulation de la règle monétaire optimale dans le contexte de la Slovaque, l'importance donnée aux résultats augmenterait dans le processus décisionnel du Conseil bancaire de la BNS.

La BNS a commencé à appliquer la règle monétaire de Taylor au début 2005. La règle de Taylor est intégrée dans le modèle trimestriel contenant plusieurs équations et des rapports macroéconomiques. En créant ce modèle, la BNS s'est inspirée du modèle de la Banque Nationale Tchèque. Le modèle de la République Tchèque était d'une inspiration convenable grâce à la relativement grande ressemblance des deux économies, la grandeur et l'ouverture des deux pays, leur structure et leur environnement macroéconomique. Le modèle a été également créé grâce au support technique du FMI. Il a été utilisé à partir de 2004 pour des besoins internes, et à un niveau officiel à partir de 2005.



## **4.5 Proposition d'une règle monétaire optimale dans le contexte de l'économie slovaque**

Bien que la règle de Taylor soit appliquée par la BNS depuis 2005 – et de manière officieuse depuis 2004, sa formulation exacte et ses paramètres ne sont pas encore connus du public. Malgré cela, il est intéressant pour certains agents économiques de connaître la formule exacte de cette règle dans le contexte de la RS. Les investisseurs, les analystes des institutions bancaires et non-bancaires, les entreprises, ainsi que le public, pourraient, grâce aux paramètres connus de la règle monétaire, mieux prévoir les mesures futures de la BNS, éliminer les effets négatifs de changements inattendus dans l'orientation de la politique monétaire et la diffusion des mesures de la BNS pourrait en être plus efficace. Par conséquent, plusieurs analystes cherchent à calculer la règle monétaire optimale dite de Taylor à travers leurs propres calculs. Dans le chapitre suivant de cette thèse, l'importance des règles monétaires pour la politique économique ainsi que leur évolution sera évoqué avant que, soit plus loin expliquée une des méthodes possibles de formulation de la règle monétaire de Taylor pour la RS. Ensuite, seront proposées une comparaison avec les autres procédures éventuelles ainsi qu'un la comparaison de leurs avantages et les inconvénients.

### **4.5.1 Importance des règles monétaires**

Parmi plusieurs stratégies possibles du point de vue du processus décisionnel, les banques centrales préfèrent surtout la stratégie discrétionnaire ou la stratégie fondée sur la règle monétaire. Ce choix constitue en général un grand dilemme pour les banques centrales.

L'application des règles monétaires, ou, éventuellement, d'une politique monétaire discrétionnaire, possède des points forts ainsi que des faiblesses, comme cela a déjà été mentionné dans le chapitre sur les stratégies monétaires. La BNS a choisi la voie de la politique monétaire discrétionnaire. Elle prend donc ses décisions d'une manière continue et peut rectifier ses démarches à l'égard de la situation actuelle à n'importe quel moment. La BNS compare les facteurs existants, qu'ils soient en faveur ou au détriment de l'utilisation d'un instrument monétaire. Selon la prédominance des effets positifs ou des effets négatifs, la BNS décide si l'instrument en question sera accepté ou refusé. Pourtant, l'amplitude de l'application de cet outil est possible de quantifiée par avance et cela n'était pas possible dans

le passé. Le Conseil bancaire de la BNS ne prend pas seulement ses décisions à partir de son propre raisonnement, de l'expérience, des suppositions et des résultats des expertises. Ses décisions sont facilitées par des modèles à plusieurs équations basés en outre sur les règles monétaires.

### ***Le principe des règles monétaires***

Le rôle principal d'une règle monétaire, ou bien d'un modèle, devrait être la quantification d'un instrument monétaire quand les agrégats monétaires varient d'une certaine façon. Bien entendu, en pratique, il n'est pas possible d'élaborer un modèle précis de politique monétaire. Même si quelques banques centrales n'ont pas de modèle précis, obligatoire, ou, éventuellement, de règle pour l'application de la politique monétaire, selon Blinder [2000], la plupart des banques centrales élaborent au moins un modèle officieux pour en faciliter l'orientation. Un tel modèle aide, au moins approximativement, à anticiper la future stratégie appropriée de la politique monétaire et d'évaluer son fonctionnement passé.

Les points faibles des modèles économétriques applicables pour la politique monétaire sont les suivants :

- une simplification trop grande de la réalité,
- des changements fréquents de l'économie, et donc « la courte durée de vie » d'un modèle,
- et, selon la critique de Lucas, si nous changeons certains paramètres – certains instruments, cela peut causer un changement, même dans les variables où cela n'était pas anticipé, ce qui nécessite, ensuite, de modifier le modèle en entier, etc.

Bien entendu, ces points faibles ne devraient pas nous décourager en vue d'élaborer des modèles économétriques utiles pour la politique monétaire. Blinder [2000] propose d'utiliser les résultats de plusieurs modèles et de prendre en considération les erreurs éventuelles de ces modèles. Selon lui, il ne faut pas trop faire confiance aux modèles. Les modèles économétriques doivent nous fournir des résultats quantitatifs ainsi que des résultats qualitatifs. Or, ils devraient déterminer au moins approximativement dans quelle mesure les instruments devraient augmenter ou baisser, et dans quelle période de temps.

### ***La règle monétaire selon Taylor***

Une des règles monétaires les plus connues est la « règle de Taylor ». L'économiste américain John B. Taylor a formulé en 1993 une règle de politique monétaire optimale qui,

d'une part, ne mais qui, d'autre part, soutient également la stabilité à la fois des prix et de la croissance économique [Taylor, 1993].

En effet, cette règle quantifie les recommandations pour la banque centrale. Sa forme originale est la suivante [Taylor, 1996] :

$$i = \pi + gy + h(\pi - \pi^*) + rf \quad (16)$$

où  $i$  est le taux d'intérêt nominal à court terme mesuré en pourcentage,  $\pi$  le taux d'inflation, également mesuré en pourcentage,  $\pi^*$  le taux d'inflation ciblé. Les paramètres  $\pi^*$ ,  $r$ ,  $f$ ,  $g$ ,  $h$  ont des valeurs positives.  $g$  et  $h$  sont les poids correspondant à l'écart du PIB et à l'écart de l'inflation. Le dernier membre,  $r$ ,  $f$ , est le taux d'intérêt équilibré de la banque centrale.

Il s'ensuit que le taux d'intérêt nominal correspond à l'écart entre l'inflation actuelle et l'inflation ciblée, et à l'écart entre les PIB réel et potentiel. Un écart positif de l'output conduira probablement à un accroissement de l'inflation et, donc, le résultat de l'équation propose une augmentation du taux d'intérêt nominal. Un écart d'inflation, c'est-à-dire, une inflation réelle supérieure à l'inflation visée, conduira également à la croissance du taux d'intérêt.

Selon ses observations empiriques de l'économie américaine et des taux d'intérêt de la FED de 1987 à 1994, Taylor a précisé la règle :

$$i = \pi + 0,5y + 0,5(\pi - 2) + 2 \quad (17)$$

En utilisant cette règle, il a obtenu les résultats suivants en ce qui concerne les taux d'intérêt si les valeurs d'inflation, et les écarts du PIB potentiel et réel, étaient les suivants :

**Tableau 4.5.1: quantification des taux d'intérêt aux E.-U. selon les valeurs de l'inflation et du PIB**

	écart du PIB en %		
<b>inflation en %</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>2</b>
<b>0</b>	0,5	1	2
<b>2</b>	3	4	5
<b>4</b>	6	7	8
<b>6</b>	9	10	11
<b>8</b>	12	13	14

Source: Intertaglia, C. 2001,

L'inflation élevée et la croissance réelle du PIB au-dessus du niveau du PIB potentiel conduit à des taux d'intérêt élevés, et inversement.

La forme de la règle, selon les observations empiriques de l'économie réelle aux E.-U., s'est trouvée modifiée de la manière suivante [Kozicki, 1999] :

$$i(t) = \text{déflateur PIB } (t) + 2,0 + 0,5x (\text{déflateur PIB } (t) - 2,0) + 0,5x (\text{écart du PIB } (t)) \quad (18)$$

Néanmoins, elle ne peut seulement être appliquée sous cette forme que dans les conditions de l'économie américaine. Taylor suppose que le taux d'intérêt d'équilibre aux E.-U. prend la valeur de 2, le produit potentiel de 2 et les poids pour l'écart d'inflation et pour l'écart du PIB sont similaires et égaux à 0,5. Donc, la Fed, en calculant le taux d'intérêt à court terme, doit prendre également en considération l'importance de la stabilité de l'inflation par rapport à la stabilité du PIB. Cette approche est en accord avec la stratégie présente de la Fed qui vise trois piliers simultanés : l'inflation, le chômage et la croissance [Stiglitz, 2004].

La règle de Taylor devient de plus en plus attractive et, surtout, en liaison avec la rupture de la relation entre croissance de la monnaie en circulation et inflation [Blinder, 1996].

#### ***Utilité de la règle de Taylor et restrictions***

L'utilité de la règle de Taylor et de ses recommandations peut être controversée [Kozicki, 1999]. Nous obtenons, en effet, un taux d'intérêt à court terme différent selon les variables utilisées pour mesurer l'inflation : l'indice des prix à la consommation (IPC), le déflateur du PIB, l'inflation sous-jacente, l'inflation anticipée, l'inflation attendue, etc.

Analogiquement, nous obtenons un résultat différent selon les différents modes de calcul du PIB réel ou potentiel, ainsi qu'avec des poids différents.

Dans l'Economic Review, Sharon Kozicki se livre à une comparaison des recommandations de la règle de Taylor avec d'autres règles du type Taylor aux E.-U. de 1983 à 1997. Le graphique 4.5.1a démontre que la banque centrale doit choisir très attentivement quel calcul il faut choisir pour la règle monétaire, parce que la variation moyenne du taux d'intérêt recommandé est de 3,1%, la variation minimale de 1,8% en 1994, et la variation maximale de 5,5% en 1987.

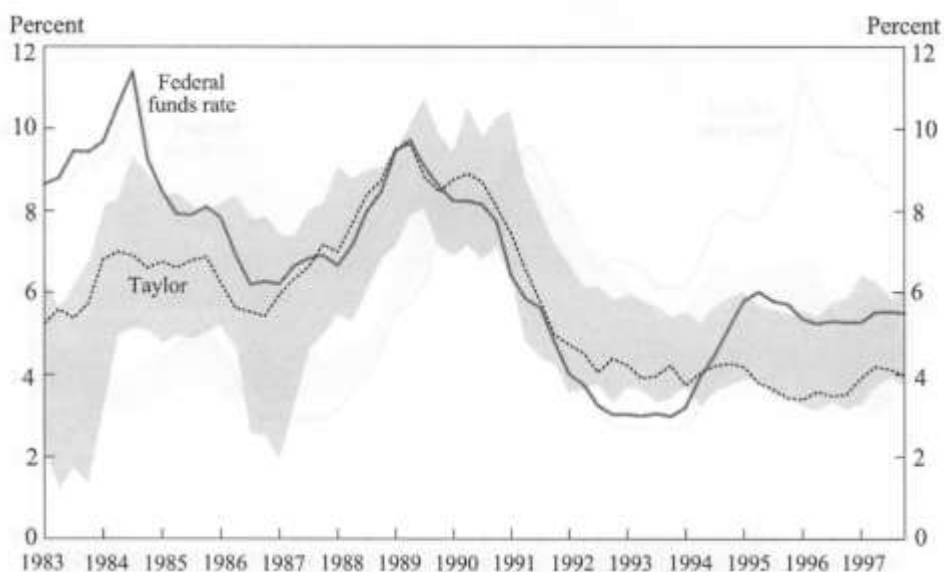
A première vue il serait possible de supposer que les calculs de la règle de Taylor sont faciles. Pourtant, en pratique, il est nécessaire de résoudre plusieurs problèmes théoriques et pratiques [Gerdesmeier, Roffia, 2003, p.11] :

1) il est important de déterminer les paramètres convenables, les poids des grandeurs particulières. Ces poids dépendent de la méthode choisie et de l'échantillon des données ;

2) les banques centrales préfèrent un avancement progressif jusqu'au niveau désiré d'inflation. Par conséquent, plusieurs économistes ont ajouté un autre membre dans la règle de Taylor : il s'agit du « facteur d'inertie » (« interest rate smoothing »), c'est-à-dire un facteur qui modère les changements de taux d'intérêt ;

3) il est ensuite nécessaire de choisir un indicateur convenable du taux d'inflation. Le résultat peut être différent selon le choix entre IPC, déflateur du PIB, indicateur d'inflation structurelle ou d'inflation pure, etc. Certains économistes proposent d'appliquer l'IPC sans le prix de l'énergie et des biens alimentaires. Ces prix ne peuvent en effet pas être convenablement contrôlés par la politique monétaire car ils sont très dépendants de facteurs externes, tels que les catastrophes naturelles ou l'évolution des marchés mondiaux. Si le choc n'est que passager, la politique ne devrait réagir d'une manière pareille que par exemple dans le cadre de changements des prix des services ou des autres produits.

#### **Graphique 4.5.1a: envergure des recommandations des règles du type Taylor selon les modes de calculs de l'inflation et du PIB**



Source: Rada guvernérov Federálneho rezervného systému (Conseil des gouverneurs), calculs S.Kozicki (p. 11)

4) l'utilisation de la méthode adéquate est également décisive afin de déterminer le produit potentiel et, par conséquent, l'écart de production.

5) enfin, la règle de Taylor originale ne prend pas en considération les données macroéconomiques futures, prédites. De nombreuses études confirment que l'intégration des données futures entraîne une réaction plus efficace de la banque centrale. Les mécanismes de transmission de la politique monétaire entraînent le fait que les mesures adoptées dans le temps  $t$  ne seront actives qu'au temps  $t+1$ . Par conséquent, dans la quantification de la mesure dans le temps  $t$ , les résultats macroéconomiques futurs du temps  $t+1$  devraient être pris en considération.

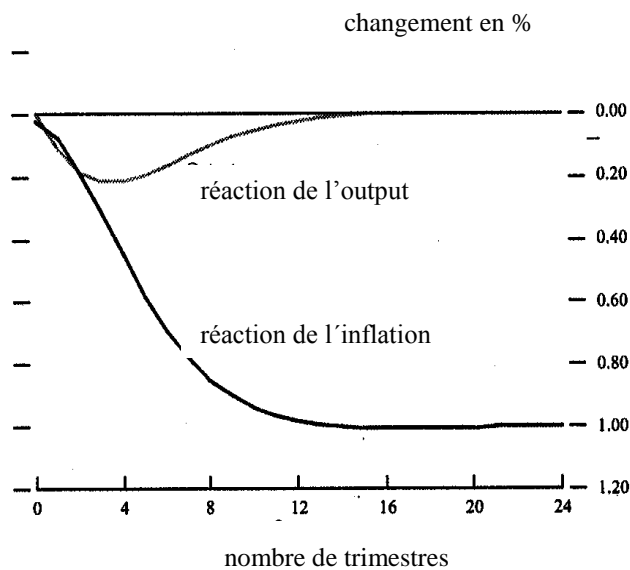
Donc, comment faut-il calculer la règle de Taylor pour que ses recommandations pour la politique monétaire soient les plus précises et les plus véridiques possible ? Les règles monétaires qui prennent leur source dans l'équation proposée par Taylor sont appelées « règles de type Taylor ». Cependant, elles utilisent différents indicateurs d'inflation, du PIB ou du poids des variables [Kozicki, 1999]. Parmi elles, quelle est la plus précise, et sous quelles conditions ? Par rapport à la stratégie actuelle de la BCE ainsi que de la BNS, il serait probablement plus convenable d'utiliser une règle qui associe un poids plus grand à l'écart d'inflation et un poids plus faible à l'écart du PIB, puisque la stabilité des prix est la priorité de la stratégie de la BCE et de la BNS.

La restriction de la règle de Taylor dans sa forme originale est qu'elle utilise les valeurs de l'inflation et du PIB atteintes dans le passé. Pourtant, le taux d'intérêt recommandé affectera l'économie dans le présent, et dans le futur. Par conséquence, plusieurs économistes ont proposé de rectifier la règle de Taylor originale et d'utiliser plutôt les valeurs anticipées d'écart d'inflation et du PIB [Batini, Haldane, 1999]. Cette approche est également suivie par les autorités monétaires des pays du G7 [Clarida, Gali, Gertler, 1998]. L'inflation et le PIB anticipés sont calculés à partir de données actuelles et passées. De telles règles monétaires sont alors considérées comme plus précises.

Une règle monétaire est d'autant meilleure qu'elle arrive à minimiser l'écart au carré de l'inflation et de l'output.

Un signe important de la politique monétaire est « l'inertie » de l'inflation et de l'output. L'inflation et la croissance du PIB réagissent sur les mesures appliquées avec un certain laps de temps de retard. Ce retard dans la transmission monétaire est un phénomène macroéconomique typique. Batini remarque que la mesure appliquée peut conduire aux résultats désirés deux ou trois ans plus tard [Batini, Haldane; 1999].

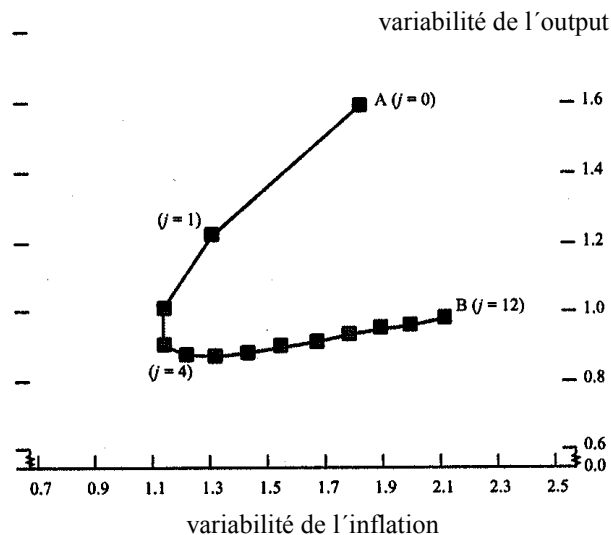
**Graphique 4.5.1b: réaction de l'inflation et de l'output à une politique monétaire restrictive**



Source: Batini, Haldane, 1999

Même cette analyse souligne l'importance de règles fondées sur les prévisions de valeurs futures.

**Graphique 4.5.1c: la frontière de la volatilité de l'output et de l'inflation**



Source: [Batini, Halane; 1999]

Enfin, il est important de déterminer la période temporelle optimale pour la prédiction, et le contrôle de l'inflation et du PIB. Si la période est trop courte, la banque centrale réagit trop souvent aux changements. Les modifications des taux d'intérêt affectent très souvent l'output et l'inflation et, selon la deuxième hypothèse de Taylor, le ciblage de l'inflation se fera à court terme, et au détriment de la croissance du PIB. En revanche, si la période temporelle est trop

longue, l'application de la politique monétaire ne sera pas efficace. Cela apparaît de manière évidente sur le graphique 4.5.1c [Batini, Haldane, 1999].

La période optimale paraît être d'environ 4 trimestres. La lettre  $j$  exprime le nombre de trimestres.

### ***Les avantages de l'existence de la règle monétaire***

Taylor, ainsi que les autres économistes, décrivent quelques points forts de l'existence de la règle monétaire qui permettent de quantifier exactement le taux d'intérêt optimal pour l'inflation et le PIB donnés [Taylor, 1996] :

1) la raison mentionnée le plus souvent est l'inconsistance temporelle dans la politique monétaire expliquée au-dessus ;

2) la règle monétaire permet d'évaluer l'efficacité des stratégies choisies ;

3) l'existence de la règle réduit l'incertitude dans les décisions politiques, et elle offre une meilleure orientation ;

4) la règle permet d'observer plus simplement la politique monétaire. Elle est plus compréhensible pour le public et ses conclusions sont plus explicites.

Les conclusions de la règle de Taylor ou, éventuellement, des autres règles monétaires devraient plutôt constituer, pour les analystes des banques centrales, des recommandations. En pratique, il est parfois convenable de modifier ces recommandations par rapport à la situation spécifique et aux effets des autres influences.

La règle de Taylor est même utilisée par la BCE. Pourtant, ses recommandations ont avant tout un caractère d'orientation, parce que l'espace de la « zone euro » est assez hétérogène et qu'il exige une approche spécifique. La BCE pratique des mesures différentes dans les pays qui sont plus sensibles aux fluctuations cycliques (l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, les Pays-Bas) et dans les pays ayant une résistance plus grande aux changements cycliques (la France, l'Allemagne, l'Italie) [Rapport de FMI, 1998].

Bien entendu, la BNS doit suivre les tendances monétaires actuelles et non seulement en liaison avec l'entrée envisagée de la RS dans l'Union Economique et Monétaire (UEM). La gestion optimale de l'inflation, et éventuellement d'autres cibles macroéconomiques, devrait être son principal intérêt. Savoir si, et comment, les propositions des règles monétaires seront appliquées en Slovaquie, dépend des décisions des autorités monétaires.



## 4.5.2 Le modèle économétrique actuel de la BNS

La règle de Taylor appliquée en RS n'est pas une équation théorique isolée mais elle fait partie d'un modèle complexe à plusieurs équations, fondé sur des calculs et des relations économétriques. Il s'agit du modèle dit gap („gap model“), c'est-à-dire un modèle est fondé sur des écarts, les différences entre les valeurs des indicateurs actuelles et les valeurs visées. Enfin, la base de la règle de Taylor observe:

- 1, l'écart du PIB (« output gap »), c'est-à-dire la différence entre le PIB réel et potentiel,
- 2, l'écart entre l'inflation actuelle et visée,
- 3, la différence entre le taux d'intérêt de base de la banque centrale et sa valeur d'équilibre.

Le but d'un tel modèle de „gap“ devrait être la minimisation des écarts particuliers, c'est-à-dire les variances entre les valeurs réellement observées et les valeurs ciblées. C'est le principe d'une politique monétaire réussie. La méthode des moindres carrés peut être utilisée dans les formations de ces modèles. Cette méthode sera appliquée plus loin dans ce travail afin de proposer une règle monétaire optimale convenable pour le contexte slovaque.

**Le modèle est trimestriel** ce qui constitue un horizon optimal d'application de la politique monétaire et des mécanismes de transmission selon plusieurs études, par exemple Batini, Haldane; [1999]. L'horizon trimestriel paraît être convenable, même du point de vue de certaines données macroéconomiques disponibles au niveau trimestriel, par exemple le PIB, l'écart du PIB, etc.

Les résultats du modèle trimestriel sont mentionnés dans le document des prévisions à moyen terme ciblé, surtout au trimestre suivant, et publié régulièrement chaque trimestre à partir du mars 2005. Le modèle est fondé sur les valeurs prévues et sur les calculs de ces valeurs; par conséquent, il quantifie l'application de la politique monétaire. Notamment, il quantifie la détermination de la valeur optimale des taux d'intérêt clés en tant qu'instrument de la BNS. Le modèle représente une certaine fonction de réaction de la banque centrale par rapport à la situation actuelle ou surtout, en prévision de la situation future.

Il s'agit d'un modèle orienté vers le futur („**forward-looking model**“), parce qu'il est fondé sur des valeurs anticipées. L'application des valeurs anticipées au lieu de valeurs actuelles représente un certain risque en raison des incertitudes des prévisions. Pourtant, ce type de modèles est considéré comme étant plus efficace selon, par exemple, les travaux de Clarida, Gali, Gertler [1998] ou Batini, Haldane [1999]. Les mesures de politique monétaire seront appliqués dans le futur, c'est la raison pour laquelle la quantification des instruments

monétaires devrait être fondée sur des valeurs anticipées. Par conséquent, les modèles qui s'orientent vers le passé („backward-looking models“) sont moins bien considérés. De plus, les prévisions en Slovaquie s'amélioreront successivement en liaison avec la croissance des périodes de temps et avec la réduction des chocs macroéconomiques, surtout caractéristiques des pays en voie de transition.

**Le facteur de prudence (« smoothing factor »)** est intégré dans le modèle de la BNS, s'assurant que la mesure de la banque centrale réagissant à une période future ne soit pas trop différente par rapport à la mesure appliquée dans la période précédente. Par conséquent, les écarts devraient être minimisés en ce qui concerne les objectifs monétaires ainsi que les instruments et mesures monétaires. Les grandes fluctuations dans l'application des instruments entre deux périodes seraient un élément déstabilisant pour la situation macroéconomique et pour tous les agents économiques. Le facteur de prudence est intégré dans le modèle de la manière suivante: la valeur de l'instrument monétaire ( $i_t$ ) appliquée dans la période à venir ne dépend que des valeurs prévues telles que, par exemple, l'écart de PIB ( $outputgap_t$ ) et d'inflation ( $infl_t$ ), mais également de leurs propres valeurs lors de la période précédente ( $i_{t-1}$ ). La volatilité plus faible des instruments monétaires représente un autre avantage pour la BNS: les coûts de la réalisation de la politique monétaire sont plus faibles.

Pour le moment, le public ne connaît **que la structure du modèle trimestriel de la BNS** et, dans son cadre, la structure de la règle monétaire de Taylor. Les paramètres exacts, éventuellement les poids que la BNS attribue aux variables observées et les cibles monétaires particulières ne sont pas publiquement connus. Pourtant, il subsiste certaines autorités monétaires dans le monde qui annoncent au public les paramètres concrets de leurs modèles et leurs règles monétaires. Cela augmente encore la transparence de la banque centrale.

**Le modèle trimestriel économétrique de la BNS** de concert avec **le modèle économétrique du Ministère des Finances de la République Slovaque** aide à décrire la situation macroéconomique générale du pays. Celui de la BNS observe surtout les variables pécuniaires, nominales, qui sont liées avant tout avec la politique monétaire. En revanche, le modèle du Ministère se concentre sur les grandeurs réelles et les relations liées à la politique fiscale. Par voie de conséquence, les résultats des deux modèles peuvent se fortifier et se compléter mutuellement. Néanmoins, les deux modèles ont été séparément développés. Les modèles permettent de parfaire les techniques de prévision ainsi que les analyses macroéconomiques. Même le modèle du ministère est trimestriel [Livermore, 2003, p.1].

**Le modèle trimestriel** de prévisions à moyen terme est publié par la BNS et il se focalise sur plusieurs facteurs [BNS, 2005c]:

- a) Il évalue les tendances de l'évolution des variables d'équilibre de base. Il s'agit des taux d'intérêt d'équilibre, du taux de change et du produit potentiel. Le changement du produit potentiel dans un pays si petit et si ouvert peut être influencé par des facteurs qui seraient négligeables dans les autres pays. Par exemple, le début de la production des automobiles Touareg par le constructeur Volkswagen est un motif suffisant pour l'augmentation du PIB potentiel en Slovaquie.
- b) Il observe la position initiale de l'économie, c'est-à-dire l'état durant la période précédente – essentiellement du point de vue de la structure du PIB – de l'inflation et de l'évolution des salaires. Les prévisions de PIB et d'inflation pour les périodes suivantes sont préparées sur la base de la position initiale de la demande domestique, de la demande extérieure et des investissements bruts rapportés au PIB et sur la base du rapport de l'inflation et de l'évolution des salaires. En sus des données quantitatives sur l'évolution économique, le modèle utilise également des évaluations qualitatives venant des enquêtes conjoncturelles. Les enquêtes observent par exemple l'évolution de l'indice total des motifs économiques ou, par exemple, l'indicateur de confiance dans des domaines particuliers de l'économie. Même les changements de ces indicateurs signalent le changement de dynamique du PIB et de l'inflation, ou d'autres variables macroéconomiques.
- c) Dans la prévision à moyen terme, le modèle intègre des indicateurs domestiques mais également des indicateurs externes. Il est nécessaire de suivre l'environnement externe, surtout ce qui a trait aux prix du pétrole, au taux de change USD/EUR, à la performance de la zone euro ou des autres partenaires commerciaux importants, à leur croissance économique, à l'évolution de l'inflation et à leur taux de change. Ces prévisions externes ne sont totalement pas réalisées par la BNS. Cela serait trop difficile, surtout à cause du manque de données. La BNS profite des prévisions des institutions internationales, et elle calcule la moyenne de ces données. Grâce à ce processus, les risques de prévisions particulières sont éliminés et les prévisions deviennent plus objectives. Or, la BNS profite du consensus de plusieurs prévisions.
- d) Enfin, le modèle contient les facteurs endogènes, domestiques. En plus du PIB, le modèle prévoit les indicateurs d'inflation, par exemple l'IPC, l'inflation pure, structurelle, l'indice des prix à la production industrielle et surtout l'IPCH, qui est désormais l'indice clé pour l'entrée envisagée dans la zone euro. Il est nécessaire de

prévoir également des facteurs étroitement liés à l'inflation, notamment les changements dans les prix régulés, la croissance des salaires nominaux et réels, la croissance de la productivité du travail, l'évolution de la balance des paiements.

Sur la base des prévisions obtenues, la BNS évalue les réglages de sa politique monétaire et elle décide si le changement serait convenable. La règle de réglage générale de la politique monétaire est exprimée par **l'indice des conditions réelles monétaires (RMIC – « Real Monetary Conditions Index »)**. Il englobe l'application des taux d'intérêt et, en même temps, le taux de change. Il est calculé en faisant la somme des changements des taux d'intérêt réels et du taux de change. Il englobe l'application de deux canaux de transmission de la politique monétaire – le canal du taux d'intérêt et le canal du taux de change. Une politique monétaire restrictive, expansionniste ou neutre dépendra de la coopération mutuelle du taux d'intérêt et du taux de change. L'expérience de la République Slovaque démontre que le fonctionnement du canal du taux de change est plus grand. Cela est même confirmé par l'expérience des autres petits pays ouverts. Cependant, il est probable qu'après la fin du processus de transition, la stabilisation de l'environnement macroéconomique et l'adoption de l'euro, le rôle du canal du taux d'intérêt en sera renforcé. Pourtant, ce rôle ne sera probablement jamais aussi grand que dans le cas des pays à la fois grands et peu ouverts.

#### **4.5.3 Le consensus du modèle économétrique et des analyses d'expert dans la BNS**

A partir du deuxième trimestre 2005, la BNS quantifie l'application de la politique monétaire et a l'ambition de proposer des recommandations à travers des modèles économétriques permettant des calculs concrets. Pourtant, il est évident qu'aucun modèle économétrique ne peut être suffisamment parfait pour déterminer une conclusion correcte selon chaque situation. Un tel modèle ne pourrait uniquement exister que sous condition d'un environnement stable au niveau domestique et au niveau externe et où il serait possible de prévoir exactement tous les chocs, ou éventuellement lorsque les chocs ne se manifestent pas. Bien entendu, cette situation n'est pas réelle. Par conséquent, les résultats économétriques devraient même être renforcés par d'autres démarches de politique monétaire. Ainsi, la BNS pratique alors toujours les méthodes les plus traditionnelles, notamment les

analyses d'expert et le résultat final de l'application de la politique monétaire est un sorte de consensus entre les résultats économétriques et ces analyses d'expert.

Pourtant, les procédures économétriques et celles des experts ont des points faibles ainsi que des points forts. Il est vérifié en pratique que les analyses d'expert sont en générale plus précises à court terme. Les experts sont capables de prévoir l'évolution des indicateurs économiques et le réglage optimal à court terme avec plus de succès. Ils sont capables de mieux intégrer les chocs actuels dans leurs analyses. Néanmoins, leurs prévisions à moyen terme sont en général moins réussies. En revanche, les modèles économétriques sont plus précis à moyen terme. Plus l'horizon observé est long, plus l'économie auront tendance à converger vers des tendances habituelles, plus les impacts des chocs seront atténués, plus les lois économiques seront actuelles et plus les indicateurs macroéconomiques convergeront vers leurs niveaux d'équilibre. Par conséquent, il est possible d'englober l'ensemble des rapports et des lois macroéconomiques dans un certain modèle économétrique.

Les membres du conseil bancaire de la BNS prennent leur décision sur le consensus optimal par le biais des votes. Le consensus n'est accepté qu'après plusieurs rencontres. Au cours de ces rencontres, les membres sont informés sur les résultats du modèle économétrique et sur les résultats des analyses d'expert. Tout le processus décisionnel a une structure donnée. La décision finale du conseil bancaire doit être précédé de cinq rencontres lors desquelles le membre du conseil obtiennent des informations sur la position initiale de l'économie, sur les prévisions à court terme, à moyen terme, et ils fournissent ainsi leurs propres analyses. Ils décident de l'application future de la politique monétaire lors de la dernière rencontre.

***La procédure habituelle des rencontres des membres du conseil bancaire et des experts des secteurs particuliers:***

1<sup>ère</sup> rencontre: les membres du conseil obtiennent **les informations initiales**, les suppositions et les hypothèses. Les experts des secteurs concernés informent du **niveau actuel des indicateurs économiques de base et sur leur structure**. Ils observent les grandeurs domestiques et les grandeurs externes directement observables et mesurables, par exemple le PIB, les indices d'inflation, le taux de chômage, le taux de change USD/EUR, etc. Pourtant, ils se focalisent même sur les indicateurs lesquels ne sont pas observables directement ou mesurables en pratique. Ils sont calculés indirectement sur la base des autres indicateurs. Il s'agit par exemple du PIB potentiel, du taux de change d'équilibre ou des taux d'intérêt d'équilibre.

2<sup>ème</sup> rencontre: les experts des domaines particuliers présentent leurs **analyses d'expert** constituant la base des **prévisions à court terme**.

3<sup>ème</sup> rencontre: le département des prévisions et des modèles de la BNS présentent les **résultats du modèle économétrique**, essentiels pour les **prévisions à moyen terme**. Les prévisions à court terme et à moyen terme sont comparées et mutuellement harmonisées. **Le consensus** entre les résultats d'experts et les résultats économétriques se crée.

4<sup>ème</sup> rencontre: le conseil bancaire prépare sa **communication publique**. Le groupe d'édition élabore et intègre les prévisions dans le texte concret destiné au grand public, ainsi qu'aux spécialistes, dans le cadre des documents de la BNS, et surtout dans **le document « prévision à moyen terme »** publié chaque trimestre

5<sup>ème</sup> rencontre: **Le conseil bancaire**, d'après l'élaboration finale des prévisions, **décide** de l'application des mesures monétaires **au moyen d'un vote**.

### *La stratégie monétaire de la BNS du point de vue du processus décisionnel et stratégique*

Le conseil bancaire n'est pas obligé de décider selon les résultats du modèle et selon les résultats de la règle de Taylor. **Ces résultats ne permettent que de faciliter la décision** et ne dépend que **du choix du conseil bancaire** pour décider à quel niveau ils seront pris en considération. La situation est similaire à celle connue à la Banque Nationale Tchèque.

Du point de vue du processus décisionnel et stratégique, la BNS applique depuis 2005 une stratégie monétaire qui est une sorte de compromis entre politique monétaire discrétionnaire et politique monétaire fondée sur une règle monétaire. **Cela permet à la banque centrale de cumuler les avantages de ces deux stratégies**. L'avantage principal de la stratégie discrétionnaire réside dans sa flexibilité. Le point fort de la stratégie fondée sur la règle monétaire est sa transparence, une meilleure compréhension par le public et également la possibilité de quantifier l'application de l'outil monétaire. Si les agents économiques sont capables de prévoir et d'anticiper correctement les démarches de l'autorité monétaire, le fonctionnement des canaux de transmission est plus efficace, l'impact des outils monétaires est plus fort et la crédibilité de la banque centrale augmente. En même temps, la BNS a la possibilité d'échapper aux inconvénients de ces stratégies, par exemple en réduisant le risque des effets de règles monétaires qui seraient éventuellement incorrects. L'application des deux stratégies à la fois permet la diversification des risques.

***Exemple d'application pratique de la stratégie discrétionnaire et de la règle monétaire en RS :***

La BNS, par exemple, raisonne d'une manière continue chaque mois sur l'accroissement ou la baisse des taux d'intérêt directeurs, et elle prend en considération plusieurs aspects. Par exemple, le 28 avril 2004 la situation était la suivante [BNS, 2004d] :

- ralentissement de la croissance de l'inflation dans le mois précédent (mars 2004) ;
- croissance des prix des biens alimentaires depuis le début de l'année 2004 plus lente que la croissance anticipée ;
- prix des biens négociables contradictoirement influencés : d'une part, par les prix du pétrole, et d'autre part, par l'appréciation de la couronne slovaque ;
- prévisions de l'évolution de l'inflation en accord avec le programme monétaire ; où le ralentissement de la croissance de l'inflation est même anticipé ;
- baisses des anticipations inflationnistes de la part du public ;
- tendance à la décroissance du solde passif cumulé de la balance commerciale ;
- le ralentissement supposé des exportations ;
- signal de relance des activités économiques en février 2004 ;
- croissance de la base monétaire, d'où croissance des activités de crédit des banques ;
- tendances à l'appréciation de la couronne slovaque, surtout en raison des flux de capitaux à court terme ;
- écart positif des taux d'intérêt de la couronne slovaque toujours présent et encourageant les flux de capitaux à court terme ;
- et, enfin, anticipations permanentes des investisseurs étrangers d'une appréciation continue de la couronne slovaque, cela attirant également les flux de capitaux à court terme.

La BNS a évalué ces facteurs et elle a pris la décision de baisser ses taux d'intérêt directeur d'un demi-point. Le motif principal pour cette mesure résidait dans l'appréciation de la couronne slovaque. L'inflation et les autres indicateurs n'ont pas empêché la réduction du taux d'intérêt.

La décision qualitative de la banque centrale est compréhensible. Il fallait vraiment réduire le taux d'intérêt et non l'augmenter. Pourtant, la décision quantitative n'est pas si évidente. Pourquoi la BNS a-t-elle décidé de réduire le taux d'intérêt d'un demi-point seulement ? La réduction est-elle suffisante ? Au contraire, n'est-elle éventuellement pas trop élevée ? Durant sa courte histoire, la BNS a presque toujours modifié ses taux d'intérêt d'un

demi-point. Cette modification paraissait justifiée pour une raison préventive ainsi qu'elle permettait d'en observer suffisamment les effets successifs.

Cependant, le 28 février 2005, la BNS a décidé de réduire plus dynamiquement ses taux d'intérêt directeur, c'est-à-dire de 1%, parce que la couronne slovaque continuait à s'apprécier de manière très dynamique, mais de manière déséquilibrée et continuellement. La BNS ne considérait pas une telle appréciation comme étant une évolution équilibrée au regard des facteurs macroéconomiques. L'appréciation démesurée pouvait causer une trop forte baisse de l'inflation, et seulement à court terme, au détriment de la croissance économique. Pourtant, à moyen terme, la situation conduirait très probablement à la dépréciation de la couronne slovaque, avec des effets indésirables pour la stabilité économique, et tiendrait en échec le ciblage inflationniste. Une telle évolution signifierait un risque pour la convergence nominale, ainsi que réelle, de l'économie slovaque. C'est la raison pour laquelle la BNS a décidé de manière répétée, selon son estimation continue et discrétionnaire de la réalité, de démontrer sa politique en utilisant quelques outils monétaires. La BNS, en réaction à ces événements, pratique surtout des interventions sur le marché des devises, des modifications des taux d'intérêt directeurs et également des interventions verbales. Le 28 février 2005, la banque centrale a changé l'écart habituel entre ses taux d'intérêt directeurs; pour les opérations de refinancement au jour le jour (4%), pour les REPO tendres de deux semaines (3%) et pour les opérations au jour le jour « qui entravent les sources de financement » (2%). Donc, l'écart entre eux n'est plus que de 1%. Auparavant un écart de 1,5% était utilisée [BNS, 2005b].

La politique discrétionnaire ne permet pas de quantifier le volume d'application d'un outil. Cependant, elle permet sa modification dans la période à venir. Si l'évolution dans les mois futurs signale que la baisse était inadéquatement grande, la BNS peut augmenter le taux d'intérêt à n'importe quel moment. Eventuellement, et vice versa, si la réduction n'était pas suffisante, la BNS peut encore plus réduire les taux.

En effet, cela est arrivé plus tard. La politique monétaire possède deux inconvénients majeurs, à savoir que, d'une part, elle affecte l'économie avec un certain décalage dans le temps et, d'autre part, que les agents économiques n'ont pas de certitude quant à savoir comment la banque centrale réagira à l'avenir.

A cause de ces inconvénients, certains économistes proposent d'utiliser des règles monétaires qui soient construites selon certains modèles.



#### 4.5.4 Les procédures éventuelles de formation des règles monétaires

La règle monétaire est en effet la fonction de réaction de la banque centrale réagissant aux changements macroéconomiques dans le domaine monétaire. Pour que la règle soit applicable dans la pratique, elle doit faire partie d'un modèle macroéconomique à plusieurs équations. Le cadre macroéconomique permet de créer la fonction de réaction de la banque centrale afin de minimiser les variations des variables clés et pour qu'elles se situent au plus près de leurs valeurs ciblées ou d'équilibre. Ce modèle devrait être convenable, d'une part, pour la formation des différentes règles monétaires consistantes au niveau du temps et, d'autre part, pour la formation de prévisions sur l'inflation et pour l'évaluation analytique de l'impact du changement des taux d'intérêt à court terme, par exemple sur l'inflation, la croissance économique ou le taux de change réel [Hlédik, 2002, p. 165].

Les règles monétaires peuvent être divisées en deux groupes fondamentaux selon le choix des données au niveau du temps:

- a) « *backward-looking rules* » (resp. « outcome-based rules »): règles qui utilisent les données actuelles ou les données passées des variables macroéconomiques en question. Pourtant, le changement recommandé d'instrument monétaire ne sera appliqué que lors de la période suivante, c'est-à-dire lorsque les valeurs des variables auront déjà évolué. Par conséquent, ces règles sont souvent peu efficaces.
- b) *forward-looking rules* (resp. « forecast-based rules »): les règles fondées sur les prévisions utilisent les données prévues, anticipées. D'une part, les prévisions représentent une sorte de risque à cause des imperfections des anticipations ; d'autre part, ces règles paraissent être plus efficaces. La détermination optimale de la règle monétaire devrait prendre en considération les valeurs futures partant du fait que cet instrument agira dans le futur.

Plusieurs présidents de banques centrales, ainsi que les académiciens, préfèrent les règles tournées vers le futur. Les avantages de ces règles sont corroborés dans les études variées, par exemple Clarida et Gertler [1997], Clarida, Gali et Gertler [1998] ou Orphanides [2001]. Selon ces études, les règles tournées vers le futur ont une fonction convenable en tant que points de repère des autorités monétaires. Batini et Haldane [1999] soulignent que les règles tournées vers le futur contiennent plus d'information importantes au niveau macroéconomique étant donné qu'elles n'expliquent pas uniquement l'état actuel mais également l'état à venir. Le même raisonnement est pratiqué par la Banque Nationale Tchèque et par la BNS, car elles appliquent également des règles tournées vers le futur.

### ***Démarche possible de formation d'une règle optimale dans le contexte des Etats-Unis***

Levin, Wieland et Williams (2003) ont essayé d'évaluer la rigueur de plusieurs règles monétaires tournées vers le futur proposées par quelques auteurs pour l'économie des Etats-Unis et basées sur des données prises à partir de la deuxième guerre mondiale et jusqu'au présent. Tous ces modèles supposent des attentes rationnelles des agents économiques, une inertie nominale à court terme et la neutralité de la politique monétaire à long terme. Les méthodes se distinguent dans leur manière de déterminer l'inflation et le PIB, dans leurs méthodes de prévision, dans l'envergure des données observées, etc.

Levin, Wieland et Williams (LWW) supposaient qu'un président de banque centrale prend un engagement permanent de suivre une règle qui ne changera pas dans le temps. Son objectif est de minimiser la variation du taux de l'inflation et de l'écart du PIB à frontières de volatilité des taux d'intérêt données. Toutes ces règles évaluées sont plus ou moins développées selon la règle de Taylor, c'est-à-dire que la variable expliquée, endogène, – le taux de change nominal à court terme – est l'instrument monétaire quantifié. Les variables exogènes, explicatives, sont les grandeurs prévues de l'inflation et de l'écart du PIB, ainsi que les taux d'intérêt nominal de la période précédente. Le travail de LWW [2003, p. 3] confirme également l'avantage des règles tournées vers le futur qui peuvent, à la différence des règles tournées vers le passé, réagir tout de suite aux chocs manifestés sur les marchés mondiaux, par exemple pétroliers, qui n'ont pas encore influencé les grandeurs macroéconomiques actuelles ; les règles tournées vers le passé ne pouvaient pas les prendre en considération. De plus, la règle orientée vers le futur distingue mieux entre choc permanent et choc momentané. Elle peut réagir plus flexiblement à l'apparition et à la disparition du choc.

La règle monétaire peut contenir l'écart de l'inflation et du PIB de manière explicite ou implicite. Certaines règles contiennent l'écart du PIB seulement implicitement dans le cadre de l'écart de l'inflation qui est, lui, exprimé explicitement.

Les règles monétaires diffèrent selon l'horizon de la prévision. La longueur de l'horizon dépend des préférences de la banque centrale par rapport soit à la stabilisation de l'inflation, soit à la stabilisation de l'output. Si l'horizon est plus long, cela signifie que la banque centrale préfère atteindre la cible d'inflation d'une manière plus lente ; par conséquent, cela atténue les fluctuations de l'output et du chômage. En somme, la banque centrale préfère plus tôt la stabilité de l'output que la stabilité de l'inflation. Si l'horizon de prévision de l'inflation est plus court, le raisonnement est analogue.

Le point fort réside dans le fait que la règle monétaire contient le taux d'intérêt nominal de la période précédente. Cela garantit l'inertie de la politique monétaire afin de limiter les variations de taux de change par rapport à l'état antérieur.

LWW ont évalué plusieurs règles monétaires souvent présentées dans la littérature spécialisée. En comparant les résultats, ils ont déterminé les conditions de la mise en oeuvre de la règle optimale aux Etats-Unis. Prenant en compte quelques particularités, mais en général, d'une manière analogue, nous pouvons procéder en formant une règle optimale pour la zone euro ou pour la République Slovaque.

La plupart des règles évaluées par LWW [2003, p. 4] peuvent être exprimées sous la forme générale suivante:

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho) (r^* + E_t \pi'_{t+\theta}) + \alpha (E_t \pi'_{t+\theta} - \pi^*) + \beta E_t y_{t+\kappa} \quad (19)$$

où  $i$  est le taux d'intérêt nominal à court terme,  $\pi'$  le taux de l'inflation moyen trimestriel,  $y$  l'écart du PIB,  $r^*$  le taux d'intérêt réel d'équilibre,  $\pi^*$  l'inflation ciblée. Toutes les variables sont exprimées en pourcent. L'opérateur  $E_t$  représente la prévision d'une variable donnée selon les informations disponibles au temps  $t$ . Les expressions  $\theta$  et  $\kappa$  représentent les horizons de prévision de l'inflation et de l'écart du PIB, et sont exprimées au niveau trimestriel.

La forme concrète des règles évaluées se trouve dans le tableau suivant [LWW, 2003, p.5]:

**Tableau 4.5.4a: caractéristiques de certaines règles tournées vers le futur selon la littérature**

règle générale	$i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho) (r^* + E_t \pi'_{t+\theta}) + \alpha (E_t \pi'_{t+\theta} - \pi^*) + \beta E_t y_{t+\kappa}$					
Types	Source	$\theta$	$\kappa$	$\rho$	$\alpha$	$\beta$
A	Clarida, Gali et Gertler (1999)	4	0	0,84	0,27	0,09
B	Orphanides (2001)	4	4	0,56	0,27	0,36
C	de Brouwer et Ellis (1998)	4	4	0	2,80	1,00
D	Batini et Nelson (2001)	2	-	0,98	1,26	-
E	Isard, Laxton et Eliasson (1999)	3-4	-	0	1,50	-
F	Rudebusch et Svensson (1999)	8	-	0,62	1,97	-
G	Rudebusch et Svensson (1999)	12	-	0,71	3,57	-
H	Batini et Nelson (2001)	15	-	0,85	34,85	-
I	Amano et kol. (1999)	$i_t = i_t^b + 3,0 (E_t \pi'_{t+8} - \pi^*)$				
J	Batini et Haldane (1999)	$i_t = E_t \pi_{t+1} + 0,5 r^* + 0,5 (i_{t-1} - E_{t-1} \pi_t) + 0,5 (E_t \pi_{t+8} - \pi^*)$				

Note: Les règles I et J ne correspondent pas à l'expression générale.  $i_t^b$  représente le taux d'intérêt nominal à long terme.

Les cinq premières règles prennent en compte l'horizon de prévision de l'inflation à un an maximum. Les cinq dernières règles supposent au moins un horizon de deux ans. Dans tous les cas, l'horizon de l'inflation est égal ou supérieur à l'horizon du PIB. Les règles de D jusqu'à J n'expriment pas explicitement l'écart du PIB. Toutes les règles, sauf I, prennent en considération l'inertie dans les changements des taux d'intérêt.

LWW ont testé l'efficacité de ces règles à travers cinq modèles macroéconomiques correspondant aux conditions des Etats-Unis. Ils ont calculé la fonction de perte de chaque règle. Le but évident était de minimiser la perte. Ils ont supposé que la fonction de perte d'une autorité monétaire avait la forme suivante [LWW, 2003, p. 13]:

$$L = \text{Var}(\pi) + \lambda \text{Var}(y) \quad (20)$$

où *Var* représente les variations des grandeurs et  $\lambda$  le poids auquel l'autorité monétaire associe les préférences de réduction de la variabilité de l'output par rapport à la variation de l'inflation, avec  $\lambda \geq 0$ .

LWW ont testé les règles particulières à différents niveaux de  $\lambda$ ; plus exactement si  $\lambda = 0, 1/3, 1$  et  $3$ . L'objectif était de déterminer les paramètres afin de minimiser la perte en maintenant certaines marges de volatilité des taux d'intérêt nominal à court terme.

***LWW ont observé que, selon les calculs mentionnés ci-dessus :***

- 1) Les règles tournées vers le futur sont liées à une perte plus faible par rapport aux règles dirigées vers le passé [LWW, 2003, p. 15]. Ainsi, même leur recherche a corroboré les résultats des autres auteurs ainsi que les hypothèses théoriques mentionnées plus haut.
- 2) L'horizon de prévision de l'inflation devrait être relativement court et ne devrait pas être supérieur à 4 trimestres.
- 3) Les variables supplémentaires qui élargissent les règles monétaires originales procurent seulement de très petits avantages de stabilisation. Même les autres économistes, par exemple Rudebusch et Svensson [1999] confirment qu'une règle simple qui n'observe que l'écart de l'inflation et du PIB est plus convenable et largement suffisante.
- 4) L'intégration implicite de l'écart de production dans la règle monétaire est seulement convenable pour les banques centrales qui n'attribuent à la stabilité du PIB qu'une petite importance. Pourtant, pour les autres banques, les règles comportant des expressions explicites de l'écart de l'inflation et l'écart du PIB causent de moindres pertes.

5) Les règles respectant l'inertie dans les changements des taux d'intérêt contiennent un facteur d'inertie ou de prudence (« smoothing factor ») et elles sont liées à des moindres pertes.

Par conséquent, et selon les calculs de LWW [2003, p. 25], la règle monétaire optimale dans le contexte des Etats-Unis devrait être représentée par par exemple l'équation suivante:

$$i_t = 1,0 i_{t-1} + 0,4 (\pi_{t+4} - \pi^*) + 0,4 y_t \quad (21)$$

Cette règle est liée à une perte relativement faible si la banque centrale attribue à la stabilité de l'output le poids habituel,  $\lambda = 1/3$  ou  $\lambda = 1$ .

### ***Démarche possible de formation d'une règle optimale dans le contexte de la zone euro***

Etant donné que l'existence de la zone euro est comparativement courte par rapport avec celle des Etats-Unis, la détermination d'une règle monétaire convenable est plus difficile. Le principal point faible réside dans des périodes de temps très courtes de la zone euro, qui n'existe que depuis 1999. Par conséquent, certains auteurs ont décidé de simuler les activités de la BCE comme si elle existait avant 1999. Ils ont calculé une moyenne pondérée des données macroéconomiques de pays particuliers et des politiques monétaires de leurs banques centrales nationales.

Parmi les auteurs les plus importants qui ont essayé de formuler des règles monétaires optimales, nous pouvons citer par exemple Clarida, Gali, Gertler [1998], Gerlach et Schnabel [1998], Artus, Penot, Pollin [1999], Faust, Rogers, Wright [2001], Gerlach-Kristen [2003]. Il paraît évident que la règle monétaire de la zone euro doit respecter les particularités de cet environnement et de la politique de la Banque Centrale Européenne (BCE). Etant donné que le mandat unique de la BCE ne concerne que la stabilité des prix, les poids de la fonction de réaction de la BCE devraient être différents des poids de la fonction de réaction de la Banque Centrale des Etats-Unis (Federal Bank, FED). Le mandat de la FED concerne non seulement la stabilité de prix, mais également la croissance économique et le chômage élevé. La règle de Taylor proposée à l'origine pour la zone euro supposait un poids de 1,5 pour l'écart de l'inflation et un poids de 0,5 pour l'écart du PIB. Pour les Etats-Unis, les deux poids étaient fixés au niveau de 0,5.

Il est remarquable que les résultats mentionnés ci-dessus ne diffèrent pas significativement de la règle de Taylor d'origine pour la zone euro. Certains travaux raisonnent sur les règles

dites élargies, c'est-à-dire qu'elles observent non seulement les variables d'origine mais également les relations entre, d'une part, le taux d'intérêt de base et, d'autre part, le taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 ou le changement du taux de change EUR/USD. Cependant, ces relations ne sont pas très significatives au niveau statistique [Gerdesmeier, Roffia, 2003, p.10].

Gerdesmeier et Roffia [2003] ont essayé de proposer une règle monétaire optimale pour la BCE sur la base de données de 1985 au deuxième trimestre 2002. Ils ont calculé la moyenne pondérée des données des pays de la zone euro pour la période située avant l'année 1999. Pourtant, dans le cas des taux d'intérêt, ils devaient prendre en considération le fait que les taux d'intérêt dans certains pays étaient trop élevés parce que la politique monétaire dans ces pays n'avait pas un grand niveau de crédibilité. Etant donné que les taux d'intérêt de base communs pour la BCE avant 1999 n'existaient pas, dans l'étude de Gerlach-Kristen [2003, p.7] la moyenne pondérée est calculée à partir des taux d'intérêt à trois mois sur les marchés monétaires de chaque pays.

Gerdesmeier et Roffia [2003] ont pratiqué en outre le test de Wald afin de comparer les paramètres de la règle originale de Taylor pour la zone euro et de la règle proposée par leur étude.

Les conclusions de l'étude Gerdesmeiera et Roffia [2003, p.24]:

- 1) L'intégration d'autres variables dans la règle monétaire, notamment le taux de change nominal et réel EUR/USD et les prix mondiaux des marchandises n'était pas importante au niveau statistique.
- 2) En revanche, l'agrégat monétaire M3 a, selon leurs calculs, un impact positif sur le taux d'intérêt de la BCE. En effet, cela correspond à la politique monétaire actuelle de la BCE ainsi qu'à la politique de Banque Centrale Allemande (Bundesbank) avant 1999. Or, ils ajoutent dans l'équation un indicateur de l'écart de la croissance monétaire.
- 3) Les paramètres d'écart d'inflation et du PIB ne changent pas, même si les autres variables entrent dans l'équation. De plus, ces paramètres sont toujours importants.
- 4) Il est remarquable que, selon le test de Wald et selon les autres calculs, les poids de l'écart d'inflation et du PIB ne varient pas trop par rapport à la règle originale. Au contraire, ils sont assez proches respectivement de 1,5 et 0,5.
- 5) Les auteurs ont comparé les règles tournées vers le futur et celles dirigées vers le passé. Dans les deux cas, le poids optimal de l'écart d'inflation était différent de 0 et proche de 1,5.

6) Etant donné que le but était d'élaborer une règle optimale pour la zone euro, l'étude raisonne également en prenant l'indice ICPH comme indicateur rélevant pour la zone euro. Si l'IPC est substitué par l'ICPH ou par le déflateur du PIB, les poids de l'écart de l'inflation sont légèrement plus élevés et les poids de l'écart du PIB sont légèrement plus faibles.

7) Le taux d'intérêt d'équilibre est selon cet étude autour de 3% surtout pour la période des années 80. Pour la période des années 90 le taux d'intérêt baisse successivement.

La connaissance de la fonction de réaction de la banque centrale n'est importante que pour des présidents de banques centrales, mais également dans l'intérêt d'autres agents, par exemple les banques commerciales, les investisseurs et par conséquent dans l'intérêt même du grand public. Les agents des pays d'Europe Centrale devraient connaître la fonction de réaction de leur banque nationale, mais également celle de la BCE en raison de la sensibilité évidente de ces marchés à l'évolution de la zone euro. Par voie de conséquence, même la banque ČSOB (la Banque Commerciale Tchèque) a essayé de formuler la fonction de réaction de la BCE dans le cadre de sa recherche d'investissements [ČSOB, 2004, p. 15].

La recherche de la ČSOB est d'une part différente par rapport à la plupart des autres études. La ČSOB travaille seulement avec des données réelles prises à partir de la création de la BCE, donc dès 1999. Par conséquent, le volume des données était moindre mais, d'autre part, la fonction de réaction était créée uniquement selon les réactions de la BCE et le comportement des autres banques nationales n'a pas été pris en considération. Ainsi, les analystes ont évité le risque lié à la recherche de la moyenne pondérée des données macroéconomiques et des politiques monétaires des banques nationales.

On notera ici, en observant graphiquement la relation entre le taux d'intérêt de base et le taux d'inflation à partir de l'an 1999, que la corrélation ne se manifeste que faiblement. Cette observation est confirmée par les calculs économétriques.

En revanche, la relation positive entre le taux d'intérêt clé et l'écart du PIB de la zone euro paraît graphiquement évidente et les calculs confirment cette corrélation.

Il est probable que la BCE après 1999, n'aurait pas dû réagir si activement aux variations d'inflation ; par contre, elle s'est focalisée sur l'écart du PIB. Enfin, l'inflation dans la plupart des pays de la zone euro n'était pas problématique. Néanmoins, la croissance économique n'était pas si favorable.

Enfin, après plusieurs tests sur la fonction de réaction, les analystes de la ČSOB ont obtenu un modèle régressif simple. Le modèle apporte des résultats statistiquement

significatifs et, de plus, consistants avec la théorie économique, soient deux conditions fondamentales pour la création de chaque fonction de réaction ou pour chaque modèle économétrique [ČSOB, 2004, p. 16].

$$\text{repot} = 2,688153006 + 0,253 \text{ ICPH\_gap}_{t-1} + 1,057 \text{ HDP\_gap}_{t-1} \quad \text{à } R^2 = 94,3\% \quad (22)$$

où *repot* est le taux d'intérêt nominal moyen de la BCE pour le trimestre en question, *ICPH\_gap<sub>t-1</sub>* la différence entre le taux d'intérêt réel et ciblé (dans quelques articles appelé „écart d'inflation“) pour la période *t-1*, ou lors du trimestre précédent, *HDP\_gap<sub>t-1</sub>* l'écart de production, c'est-à-dire la différence entre PIB réel et potentiel pour la période *t-1*. *R*<sup>2</sup> est le coefficient de la corrélation qui exprime la capacité du modèle à expliquer les relations économétriques. Dans ce cas, la capacité de ce modèle est comparativement grande. Par conséquent, le modèle est convenable pour exprimer la fonction de réaction de la BCE. Ce test est calculé avec des données trimestrielles.

Etant donné que l'inflation ciblée pour la BCE n'était pas explicitement connue, elle a été choisie selon certaines hypothèses d'arbitrage à partir de la bande pour l'inflation ciblée. De janvier 1999 à avril 2003, la BCE a ciblé le taux d'inflation à moins de 2% ; si nous supposons que la banque centrale veut éviter la déflation, c'est seulement la bande de 0 à 2% qui peut être considérée. Les analystes de la CSOB ont choisi la moyenne pour cette période, c'est-à-dire, une inflation ciblée à 1%. Pourtant, depuis mai 2003, la vision de la BCE a changé. Le risque d'une inflation trop faible prélude à l'apparition d'une déflation a découragé l'autorité monétaire européenne à cibler si strictement l'inflation. La BCE a proclamé que le taux d'inflation devrait être inférieur à 2% mais en toujours autour de 2%. Ainsi, les analystes de la CSOB ont choisi pour leurs calculs une cible égale à 1,9%. Leur études'achevait en moitié de l'année 2004 [ČSOB, 2004, p. 16].

Les calculs corroborent les observations graphiques. La BCE met plus l'accent sur l'écart du PIB que sur l'écart d'inflation. Pourtant, ce modèle économétrique ne peut pas être surestimé, surtout en raison des périodes de temps courtes et en raison des hypothèses d'arbitrage. Néanmoins, le modèle peut être très utile, au moins commepoint de repère pour les investisseurs, pour les banques commerciales et pour le grand public.



#### **4.5.5 La procédure éventuelle pour l'élaboration d'une règle monétaire dans les conditions de la RS**

Depuis 1980, plusieurs pays européens ont surtout ciblé l'inflation à travers leurs politiques monétaires. La plupart de ces pays ont réussi dans ce domaine, le taux d'inflation étant réduit au niveau ciblé dans un délai comparativement court. C'est avant tout la Bundesbank qui a connu le succès dans la stabilité des prix. La BCE continue dans cette voie. Etant donné que les activités de la Bundesbank dans le domaine de la politique monétaire a constitué une réussite, plusieurs auteurs ont proposé une règle monétaire optimale basée sur des données passées, c'est-à-dire sur la base de la méthode *ex-post* [Gerdesmeier, Roffia, 2003, p.7].

Si les activités de la BNS à partir de 1993 étaient plutôt positivement évaluées, la règle monétaire comme fonction de réaction de la banque centrale peut être également formulée sur la base des réactions précédentes de la BNS et des données macroéconomiques passées.

Bien entendu, pour la République Slovaque, les données ne sont disponibles qu'à partir de 1993 ; de plus, quelques variables ont été statistiquement calculées encore plus tard. Il s'agit notamment du produit potentiel disponible, et ce à partir d'avril 1995 ; consécutivement, l'écart du PIB a été seulement calculé à partir de cette période. Une autre difficulté est liée à l'absence de cible d'inflation, laquelle n'étant pas encore exprimée – ni implicitement ni explicitement – jusqu'en décembre 1999. Dans les années suivantes, l'inflation ciblée est au moins implicitement connue et explicitement à partir de janvier 2005, donc sous forme d'engagement. Les indicateurs d'inflation pure et structurelle étaient disponibles dès la fin des années 90. Le taux d'intérêt BRIBOR (le taux d'intérêt sur le marché interbancaire) est calculé depuis juillet 1995, sauf durant la période entre juin et septembre 1997 où les calculs du BRIBOR ont été interrompus. En conséquence de quoi les périodes de temps courtes compliquent le calcul des modèles économétriques ainsi que des règles monétaires, où les fonctions de réaction de la BNS.

Les données mensuelles et trimestrielles ont été utilisées pour les calculs. Dans la plupart des modèles, les auteurs utilisent les données trimestrielles, ces dernières permettant de faire abstraction des fluctuations trop fréquentes. En même temps, elles sont plus pratiques, car, par exemple, les indicateurs du PIB et l'écart du PIB sont uniquement disponibles au niveau

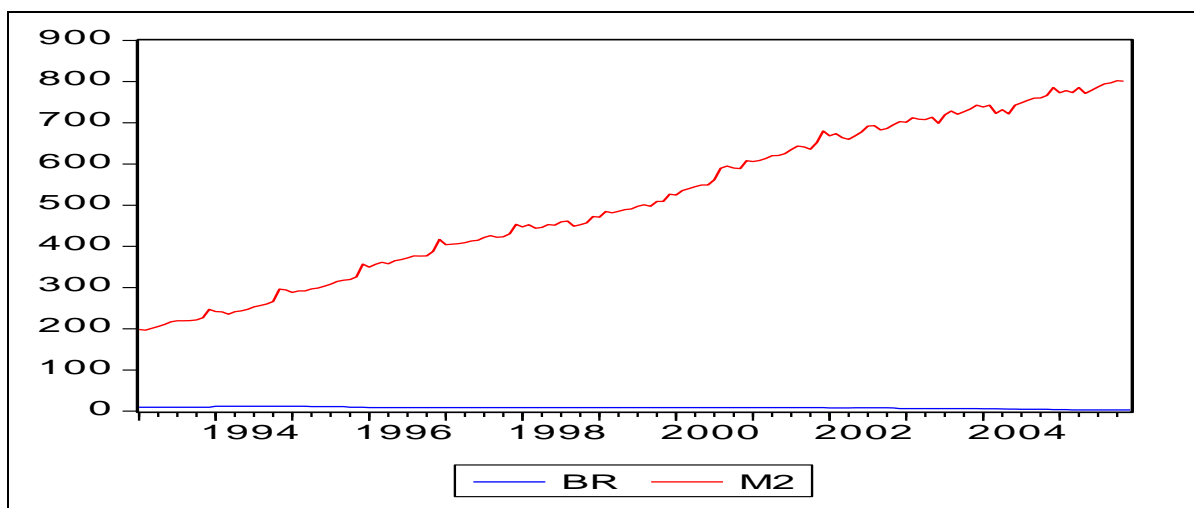
trimestriel. Dans ce travail, en ce qui concerne la règle monétaire de la BNS, les données mensuelles ainsi que trimestrielles seront utilisées et ensuite, les résultats seront comparés.

La Slovaquie est une économie à la fois petite et ouverte. Son indice d'ouverture en 2004 était de 67% par rapport aux exportations et de 70,5% par rapport aux importations (le apport Exp/PIB était de 0,671 et Imp/PIB était de 0,705 en prix courants 2004) [e-Trend, 2006]. Par conséquent, nous pourrions supposer que même les autres indicateurs devraient être intégrés dans l'équation. Avant tout, nous pourrions supposer que la BNS adopte le taux d'intérêt de base par rapport aux taux de change, par exemple les taux SKK/EUR ou SKK/USD, ou par rapport au solde de la balance des paiements.

Il est intéressant d'observer la corrélation entre le taux d'intérêt de base et les agrégats monétaires en Slovaquie. Cependant, la plupart des études n'a pas confirmé la relation positive entre le taux d'intérêt et l'agrégat monétaire M3 dans le monde, l'étude de Gerdesmeier et Roffia est plutôt exceptionnelle [Gerdesmeiera et Roffia 2003, p. 24].

Pourtant, le graphique suivant ne confirme pas de corrélation statistiquement significative entre le taux d'intérêt de base BR (« base rate ») et l'indicateur de l'agrégat monétaire M2 pertinent pour la République Slovaque. Donc, la BNS, en déterminant le taux d'intérêt, n'a pas beaucoup prêté attention à l'évolution de M2, les valeurs de M2 n'ayant alors que fonction de point de repère. Ceci s'en est trouvé encore plus confirmé après le passage de la BNS à une gestion qualitative de la politique monétaire.

**Graphique 4.5.5a: relation entre le taux d'intérêt directeur et l'agrégat monétaire M2**



Source: BNS, Trend, propres calculs

Cette relation n'était pas confirmée ni par les calculs économétriques comme s'est démontré dans les tableaux 4.5.5a-4.5.5d.

**Tableau 4.5.5a: calcul de la relation entre le taux d'intérêt directeur BR et l'agrégat monétaire M2 (BR – variable dépendante), données mensuelles**

Variable dépendante: LOG(BR)				
Methode: Moindre carrés ordinaires				
Echantillon (ajusté): 1993M01 2005M11				
Nombre d'observations: 155 après ajustements				
Variable	Coefficient	Std. Erreur	t-Statistic	Prob.
C	5.689763	0.286978	19.82645	0.0000
LOG(M2)	-0.587581	0.046503	-12.63524	0.0000
R <sup>2</sup>	0.510634	Test de Durbin-Watson		0.034787
R <sup>2</sup> ajusté	0.507435			

Source: propres calculs à l'aide du logiciel EViews

**Tableau 4.5.5b: calcul de la relation entre le taux d'intérêt directeur BR et l'agrégat monétaire M2 (M2 – variable dépendante), données mensuelles**

Variable dépendante: LOG(M2)				
Methode: Moindre carrés ordinaires				
Echantillon (ajusté): 1993M01 2005M11				
Nombre d'observations: 155 après ajustements				
Variable	Coefficient	Std. Erreur	t-Statistic	Prob.
C	7.958014	0.144337	55.13484	0.0000
LOG(BR)	-0.869045	0.068779	-12.63524	0.0000
R <sup>2</sup>	0.510634	Test de Durbin-Watson		0.021526
R <sup>2</sup> ajusté	0.507435			

Source: propres calculs à l'aide du logiciel EViews

**Tableau 4.5.5c: calcul de la relation entre le taux d'intérêt directeur BR et l'agrégat monétaire M2 (BR – variable dépendante), données trimestrielles**

Variable dépendante: LOG(BR)				
Methode: Moindre carrés ordinaires				
Echantillon (ajusté): 1993Q1 2005Q3				
Nombre d'observations: 51 après ajustements				
Variable	Coefficient	Std. Erreur	t-Statistic	Prob.
C	5.525673	0.480099	11.50943	0.0000
LOG(M2)	-0.559426	0.077885	-7.182752	0.0000
R <sup>2</sup>	0.512883	Test de Durbin-Watson		0.098513
R <sup>2</sup> ajusté	0.502942			

Source: propres calculs à l'aide du logiciel EViews

**Tableau 4.5.5d: calcul de la relation entre le taux d'intérêt directeur BR et l'agrégat monétaire M2 (M2 – variable dépendante), données trimestrielles**

Variable dépendante: LOG(M2)				
Methode: Moindre carrés ordinaires				
Echantillon (ajusté): 1993Q1 2005Q3				
Nombre d'observations: 51 après ajustements				
Variable	Coefficient	Std. Erreur	t-Statistic	Prob.
C	8.062159	0.269137	29.95555	0.0000
LOG(BR)	-0.916802	0.127639	-7.182752	0.0000
R <sup>2</sup>	0.512883	Test de Durbin-Watson		0.056422
R <sup>2</sup> ajusté	0.502942			

Source: propres calculs à l'aide du logiciel EViews

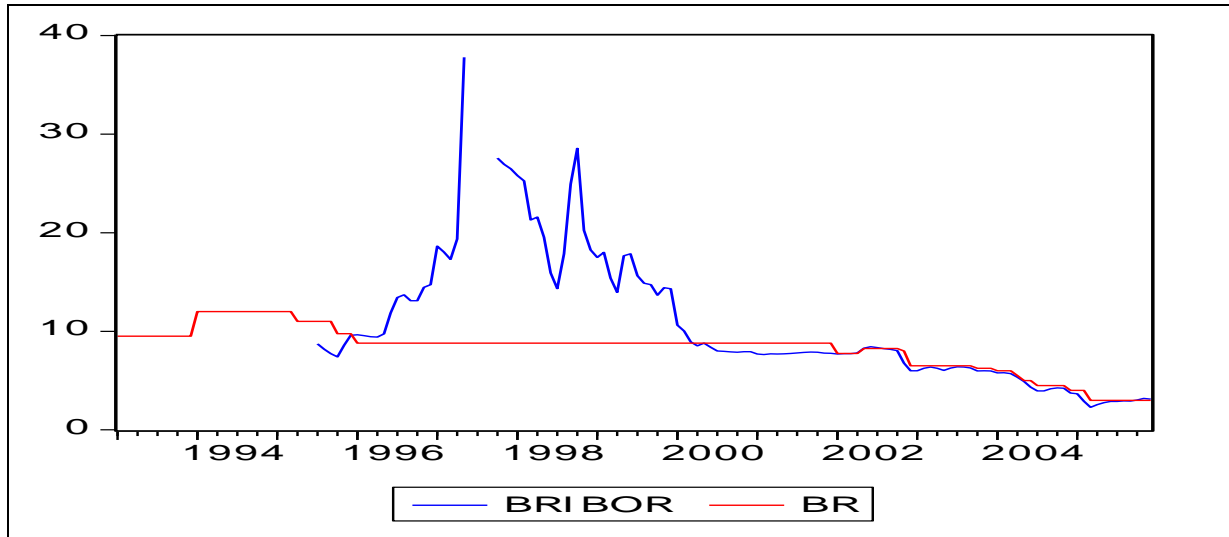
Selon les calculs économétriques démontrés dans les tableaux 4.5.5a - 4.5.5d il est évident que la relation statistiquement significative entre le taux d'intérêt directeur et l'agrégat monétaire M2 relevant pour la RS n'est pas confirmée. A la différence de la théorie il paraît que la relation entre évolution de M2 et du taux d'intérêt directeur soit plus tôt négative. Pourtant, même cette dépendance n'a pas de poids économétrique étant donné que les résultats du Test de Durbin-Watson diffèrent trop de la valeur idéale de 2,1. Le risque de l'autocorrélation est élevé et il n'est pas possible pour la banque centrale de s'appuyer sur la relation stable entre ces deux variables. Par conséquent, l'abandon de la gestion quantitative à travers les agrégats monétaires par la BNS est justifié comme s'est expliqué dans le chapitre 4.2.3.

L'instrument principal de la politique monétaire de la BNS lequel réagit au changement de l'écart de l'inflation et du PIB est le taux d'intérêt de base (ou le taux d'intérêt clé). En cas de la RS ce taux correspond au taux de REPO de deux semaines. Il est exprimé nominellement dans la règle monétaire.

Certains auteurs intègrent dans la fonction de réaction de la banque centrale les autres taux d'intérêt de marché, par exemple le taux d'intérêt des dépôts sur le marché interbancaire; au lieu du taux d'intérêt de base. Par suite, les calculs avec le taux d'intérêt de base ainsi qu'avec le taux d'intérêt BRIBOR de trois mois sont utilisés dans ce travail. Le BRIBOR est le taux d'intérêt sur le marché des dépôts interbancaire. Le BRIBOR est calculé depuis le juillet 1995. Au cours de la rencontre des banques référentielles le 28.5.1997 selon la décision des huit banques il n'était pas déterminé du 29.5.1997 au 15.10.1997 [BNS, 1997]. C'est la raison pour laquelle, les données de cette période manquent.

Surtout dans les dernières années, une corrélation comparativement forte peut être observée entre le BRIBOR et le taux d'intérêt de base en RS. Par suite, le taux d'intérêt de base pourrait être parfois substitué par le BRIBOR dans la fonction de réaction de la banque centrale. Cela est évident du graphique suivant:

**Graphique 4.5.5b: relation entre le taux d'intérêt directeur et le taux d'intérêt BRIBOR**

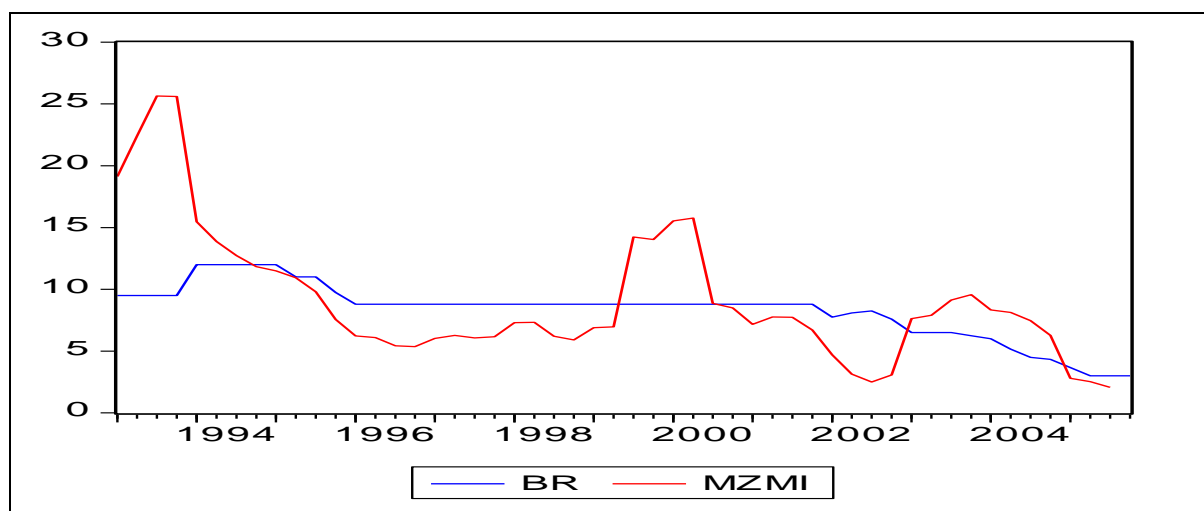


Source : BNS, propres calculs

La corrélation entre le taux d'intérêt et les indicateurs de l'inflation et du PIB peut être observée tout d'abord graphiquement.

Le graphique suivant démontre le rapport entre les données trimestrielles du taux d'intérêt de base BR et le taux d'inflation MZMI (le taux de l'inflation annuel) mesuré à travers de l'indice IPC:

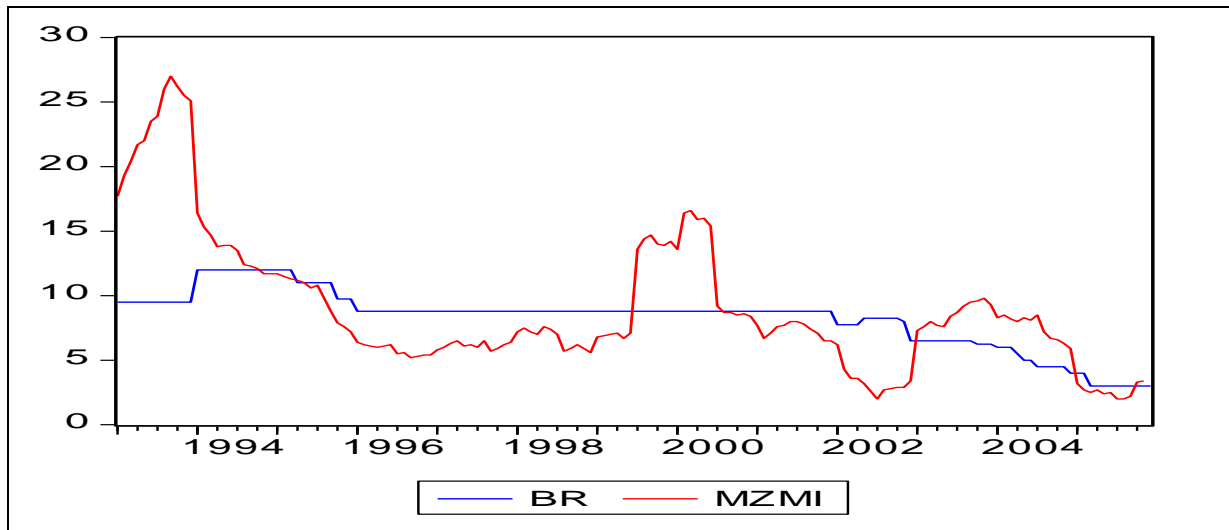
**Graphique 4.5.5c: relation entre le taux d'intérêt directeur et le taux d'inflation annuel (données trimestrielles)**



Sources : BNS, Trend, d'après nos propres calculs

A partir du graphique, la corrélation est observable et elle augmente par rapport au temps. Or, nous pouvons supposer que la BNS, en déterminant le taux d'intérêt de base, réagit de plus en plus à l'évolution de l'inflation. Une corrélation encore plus élevée peut être attendue après l'application du ciblage de l'inflation en 2005. Ces conclusions sont également confirmées par le graphique suivant, fondé sur des données mensuelles.

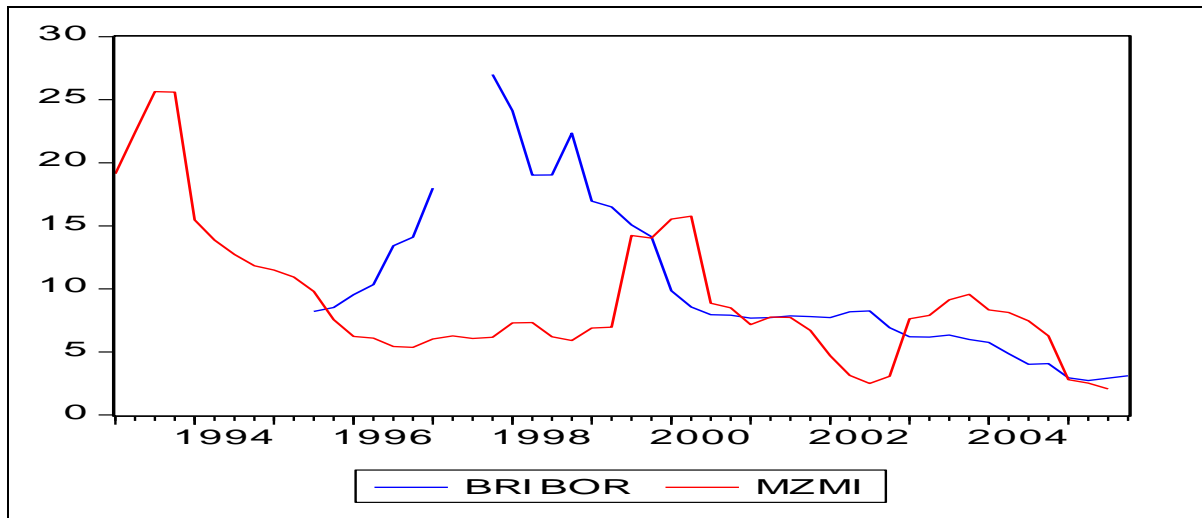
**Graphique 4.5.5d: relation entre le taux d'intérêt de base et le taux d'inflation annuel (données mensuelles)**



Sources: BNS, Trend, d'après nos propres calculs

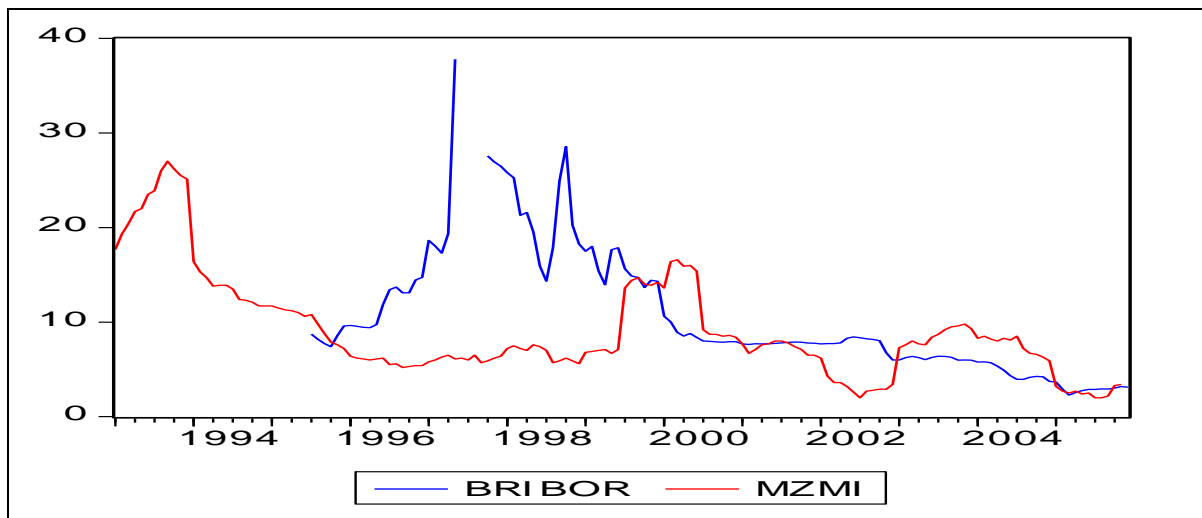
Les relations entre le taux d'intérêt sur le marché interbancaire des dépôts BRIBOR et le taux d'inflation MZMI sur la base des données trimestrielles et mensuelles sont exprimées sur les graphiques suivants. Même ici, il est observable qu'en liaison avec le développement du marché interbancaire et des instruments financiers, l'évolution du BRIBOR réagit de manière de plus en plus sensible à l'inflation.

**Graphique 4.5.5e: relation entre le BRIBOR et le taux de l'inflation annuel (données trimestrielles)**



Sources : BNS, Trend, d'après nos propres calculs

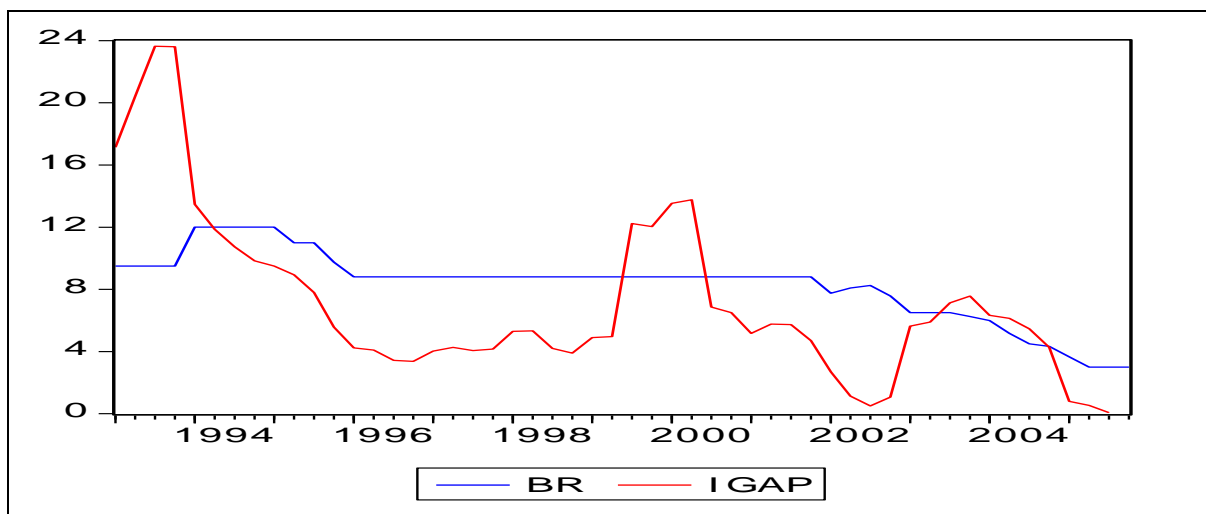
**Graphique 4.5.5f: relation entre le BRIBOR et le taux d'inflation annuel (données mensuelles)**



Sources : BNS, Trend, d'après nos propres calculs

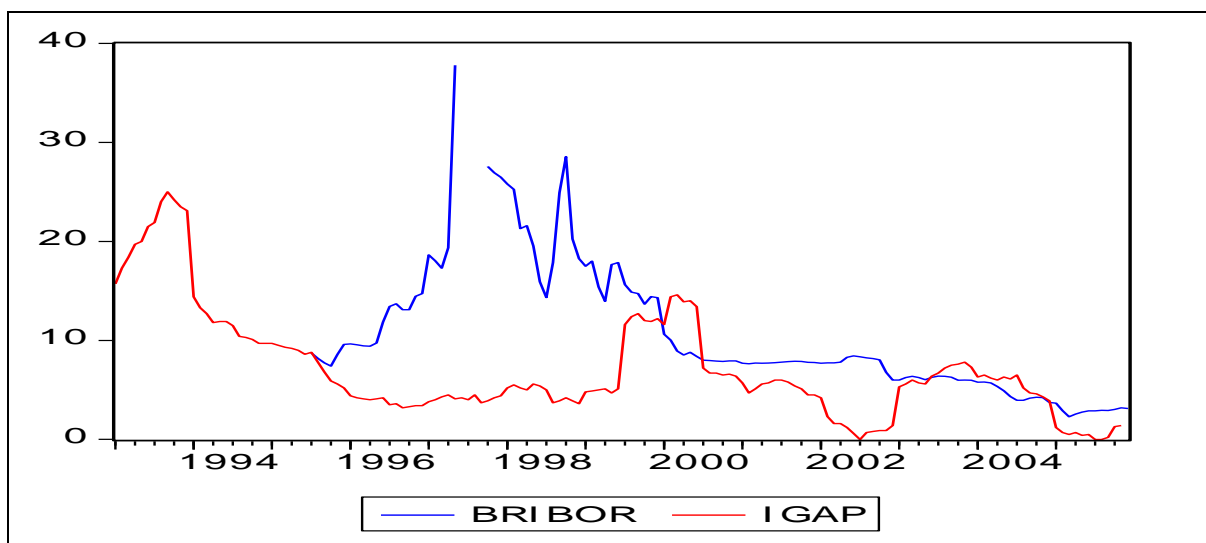
Nous obtenons des résultats analogues pour la relation entre le taux d'intérêt de base BR, et, respectivement, le BRIBOR et l'écart de l'inflation IGAP, c'est-à-dire la différence entre le taux de l'inflation réel et l'inflation ciblée à 2%. La différence entre les calculs avec les données trimestrielles et mensuelles n'est pas manifeste :

**Graphique 4.5.5g: relation entre le taux d'intérêt de base et l'écart de l'inflation**



Sources : BNS, Trend, d'après nos propres calculs

**Graphique 4.5.5h: relation entre le BRIBOR et l'écart d'inflation**

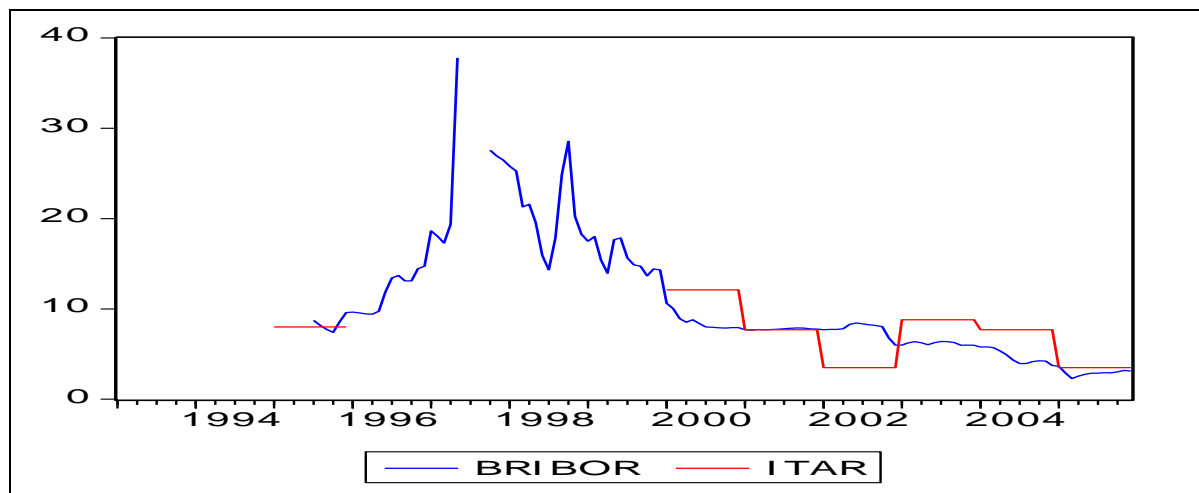


Sources : BNS, Trend, d'après nos propres calculs

La relation entre le BRIBOR et un autre indicateur d'inflation ciblée, ITAR, peut être observée sur le graphique suivant. L'inflation ciblée était connue de manière non officielle dès 2000 grâce à la lecture des programmes monétaires publiés par la BNS. A partir de 2004, elle est connue sous la forme du ciblage de l'inflation implicite et, à partir de 2005, sous forme explicite.



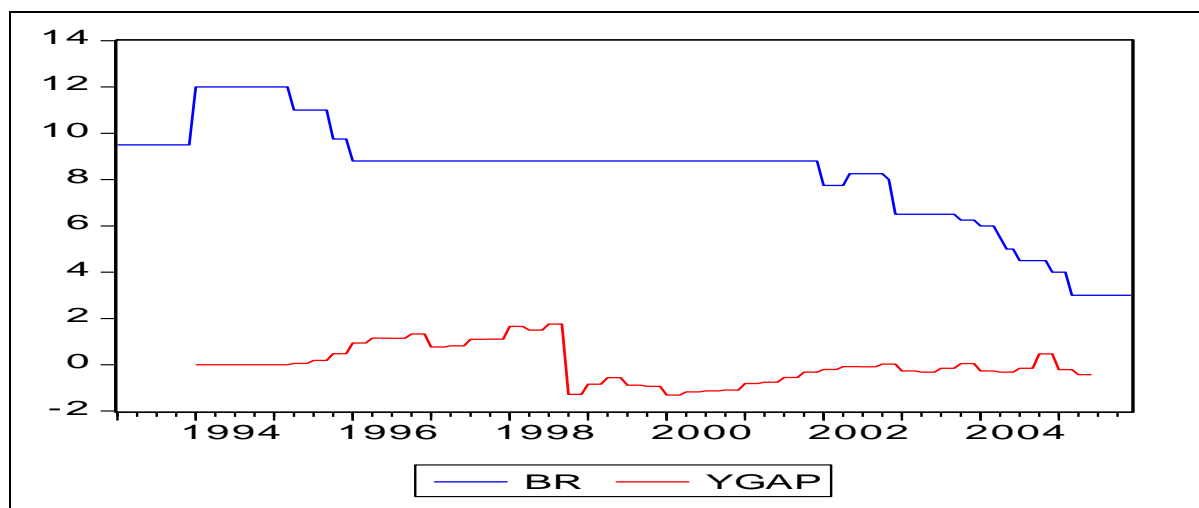
**Graphique 4.5.5i: relation entre le BRIBOR et l'inflation ciblée**



Sources : BNS, Trend, d'après nos propres calculs

Néanmoins, les relations entre les taux d'intérêt et les indicateurs du PIB et de l'écart de la production YGAP ne sont pas si évidentes. Cela est causé par la stratégie même de la BNS, qui vise surtout la stabilité des prix et qui n'associe pas tant d'importance à la croissance économique. Ces effets sont démontrés dans le graphique suivant :

**Graphique 4.5.5j: relation entre taux d'intérêt de base et écart de production**



Sources : BNS, Trend, d'après nos propres calculs

Même les autres déterminants du taux d'intérêt de base, ou éventuellement du BRIBOR, ont été testés dans ce travail. Ces calculs ont été inspirés par des études qui supposent l'existence de règles monétaires élargies englobant plusieurs indicateurs. Cette étude a testé les influences éventuelles des taux de change EUR/SKK, USD/SKK, du solde de la balance

des paiements, de l'évolution des exportations, de la valeur de l'agrégat monétaire M2, de l'évolution de l'indicateur du taux de chômage et de l'indice des salaires réels. Pourtant, les tests ont démontré qu'aucun de ces indicateurs n'influence significativement les taux d'intérêt.

La règle monétaire proposée dans ce travail s'est basée sur la méthode des moindres carrés. Les données mensuelles, ainsi que les données trimestrielles, ont été testées. Cependant, les données trimestrielles permettent d'obtenir des résultats plus flagrants, car elles permettent de faire abstraction de chocs trop fréquents. De plus, les calculs étaient plus simples, étant donné que les données du PIB et d'écart du PIB étaient uniquement disponibles au niveau trimestriel.

Selon les calculs effectués ici, la règle monétaire pourrait être présentée sous la forme suivante :

$$LOG(BR) = 0.00959503697 + 0.9177638276*LOG(BR(-1)) + 0.110379389*LOG(IGAP) + 0.04060861773*LOG(YGAP) \quad (23)$$

**Tableau 4.5.5e: calcul de la règle monétaire optimale à l'aide du taux d'intérêt directeur (BR - base rate)**

Variable dépendante: LOG(BR)				
Methode: Moindre carrés ordinaires				
Echantillon (ajusté): 1995Q3 2005Q1				
Nombre d'observations: 17 après ajustements				
Variable	Coefficient	Std. Erreur	t-Statistic	Prob.
C	0.009595	0.132161	0.072601	0.9432
LOG(BR(-1))	0.917764	0.078837	11.64129	0.0000
LOG(IGAP)	0.110379	0.036768	3.002091	0.0102
LOG(YGAP)	0.040609	0.009373	4.332741	0.0008
R <sup>2</sup>	0.980909	Test de Durbin-Watson		1.639748
R <sup>2</sup> ajusté	0.976503			

Source: propres calculs à l'aide du logiciel EViews

Or, la BNS a dans le passé donné plus de poids à l'écart d'inflation IGAP qu'à l'écart d'output YGAP. Le poids de l'écart d'inflation est presque trois fois plus grand par rapport au poids de l'écart du PIB. L'écart d'inflation signifie une différence entre l'inflation actuelle mesurée par l'IPC et l'inflation ciblée. Etant donné que les valeurs d'inflation ciblée ne sont

officiellement disponibles qu'à partir de 2004 et explicitement à partir de 2005, l'inflation ciblée a été choisie à un niveau de 2%, niveau où converge l'inflation ciblée dans la zone euro et où l'évolution de la République Slovaque l'amènerait à converger selon les critères de Maastricht. Le facteur d'inertie est très fort, c'est-à-dire que l'évolution des taux d'intérêt de base BR dépend surtout de ses propres valeurs dans la période précédente, BR(-1). Ces résultats sont consistents avec la théorie des règles monétaires, avec les tendances actuelles dans la formulation des règles monétaires, aux Etats-Unis par exemple ou dans la zone euro, et, enfin, les résultats convergent vers la fonction de réaction actuelle de la BNS. De plus, le coefficient de corrélation de ce modèle est élevé, il est égal à 98,09%.

Des résultats similaires sont obtenus à partir des tests où le BRIBOR est utilisé à la place du taux d'intérêt de base. Dans ce cas-là, la règle monétaire se manifeste de la manière suivante :

$$\text{LOG}(\text{BRIBOR}) = 0.5734897105 + 0.5814828039 * \text{LOG}(\text{BRIBOR}(-1)) + 0.4094827489 * \text{LOG}(\text{IGAP}) + 0.1906888309 * \text{LOG}(\text{YGAP}) \quad (24)$$

**Tableau 4.5.5f: calcul de la règle monétaire optimale à l'aide du taux d'intérêt BRIBOR**

Variable dépendante: LOG(BRIBOR)				
Methode: Moindre carrés ordinaires				
Echantillon (ajusté): 1995Q4 2005Q1				
Nombre d'observations: 13 après ajustements				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.573490	0.301488	1.902195	0.0896
LOG(BRIBOR(-1))	0.581483	0.164027	3.545045	0.0063
LOG(IGAP)	0.409483	0.134090	3.053780	0.0137
LOG(YGAP)	0.190689	0.064240	2.968370	0.0157
R <sup>2</sup>	0.964163	Test de Durbin-Watson		2.169485
R <sup>2</sup> ajusté	0.952218			

Source: propres calculs à l'aide du logiciel EViews

Le poids de l'écart d'inflation est également supérieur à l'écart du PIB. Selon cette équation, la BNS donne à la stabilité des prix un poids environ deux fois supérieure à la stabilité de la croissance économique. Le coefficient de corrélation du modèle, égal à 96,4%, est comparativement grand. Le BRIBOR dépend de sa valeur passée, BRIBOR(-1), mais de manière moins forte que dans le cas précédent. Cela est cependant logique, puisque le BRIBOR

se forme sur le marché interbancaire, à la différence du taux d'intérêt de base. Cependant, le facteur d'inertie est important. La valeur de Durbin-Watson test est encore plus favorable, elle est environ de 2,17.

Pourtant la règle monétaire optimale revendique des calculs beaucoup plus précis. Ce travail ne peut être considéré que comme une introduction à des calculs plus complexes comme c'était par exemple le cas dans l'article de Gerlach et Schnabel [2000, pp.165-171]. Dans un premier travail, ils ont également fait abstraction des tests sur la stationnarité des rangs temporels et de leur auto-corrélation éventuelle. Ils ont testé ces phénomènes dans leurs travaux suivants. Dans les calculs ci-dessus, l'auto-corrélation n'est testée qu'à travers le test de Durbin-Watson. Pourtant, afin de préciser les résultats, il serait même convenable d'appliquer d'autres tests. En même temps, les règles fondées sur les données futures, prédites, sont considérées comme étant plus précises en comparaison avec des règles « ex post ». Néanmoins, ce problème sera naturellement résolu par le temps, étant donné que des périodes de temps plus longues permettront des calculs plus précis de valeurs prédites. Des périodes temporelles plus longues, un environnement macroéconomique plus stable en RS et des résultats de tests sur la stationnarité et sur leur auto-corrélation devraient augmenter la précision et la crédibilité de la règle monétaire optimale.

Cependant, les résultats de la règle de Taylor, ou éventuellement d'une autre règle, devraient seulement se retrouver pour les analystes de la banque centrale dans leurs recommandations. En pratique, il est parfois convenable de modifier ces recommandations par rapport à la situation spécifique et en fonction d'autres influences.

Bien entendu, la BNS doit observer les tendances monétaires actuelles et pas seulement en liaison avec une entrée potentielle de la RS dans la zone euro. L'intérêt primordial devrait être la gestion optimale de l'inflation, éventuellement celle d'autres objectifs macroéconomiques. Que les résultats des règles monétaires soient pris en considération en RS dépend des décisions des autorités monétaires.

La connaissance de la règle monétaire ne constitue pas seulement un apport pour la BNS, mais également pour les agents économiques particuliers. Une stratégie claire de communication de la BNS devrait soutenir une diffusion plus efficace des mesures de la banque centrale.

## 5 Les apports théoriques et pratiques de la thèse

Cette thèse consacrée à la politique monétaire en Slovaquie contribue aux travaux et à la littérature ayant une problématique similaire de plusieurs points de vue théoriques ainsi que pratiques.

L'apport théorique principal de ce travail réside dans une caractérisation complexe de la politique monétaire appliqué en Slovaquie à partir de 1990 jusqu'à 2005. Ce travail vise à analyser les premières démarches de réalisation de la politique monétaire en Tchécoslovaquie et ensuite dans la Slovaquie indépendante, ainsi que la création progressive des conditions indispensables pour l'application de la politique monétaire. L'apport important dans ce domaine est la description de l'évolution de la position de la banque centrale en RS en faveur de la fortification de son indépendance ainsi que l'effort de déterminer concrètement son degré d'indépendance.

Le travail offre un récapitulatif détaillé de l'évolution des instruments monétaires, des objectifs intermédiaires et des cibles finales adaptés aux tendances actuelles, au développement macroéconomique, à la stabilisation en RS et mais également influencés par l'harmonisation avec l'Union Monétaire Européenne.

Ce travail se poursuit avec l'évaluation des activités de la BNS du point de vue des instruments appliqués, leur choix, leur étendue et leur enchaînement. On jugera de l'adéquation des cibles visés et des stratégies monétaires dans les périodes en question. Cette évaluation récapitulative des activités de la BNS peut tenir de recommandation pour les autres banques centrales dans des pays au début d'un processus de transition.

L'apport important de ce travail réside dans la comparaison et l'analyse des stratégies monétaires, l'évaluation de leurs points forts et points faibles. Cette analyse s'achève dans la proposition d'une stratégie monétaire favorable pour la BNS. Etant donné que la littérature scientifique slovaque ne traite que très rarement de cette problématique, cet apport possède un caractère pratique ainsi que théorique.

L'apport pratique incontestable de ce travail réside dans l'application de la règle de Taylor et des règles analogues de type de Taylor dans la formulation de la règle monétaire dans le contexte de la RS. Comme déjà mentionné ci-dessus, la mise en œuvre des règles monétaires en tant que partie de la stratégie monétaire de la banque centrale offre des avantages à certains agents. D'une part, elle permet à la banque centrale de déterminer plus facilement la direction et l'étendue des mesures monétaires pour la période à venir. La règle monétaire optimale

facilite les décisions de la banque centrale, car elle quantifie l'utilisation des outils monétaires et, par conséquent, également la fonction de réaction de la banque centrale. En même temps, elle aide investisseurs, analystes bancaires et autres agents économiques des marchés financiers à prédire les réactions de la banque centrale. Enfin, l'application de la règle monétaire augmente la transparence et la crédibilité des activités de l'autorité monétaire pour le grand public. La connaissance de la règle monétaire assure une transmission plus efficace des mesures monétaires à travers des canaux de transmission. Par conséquent, les cibles visées devraient être plus faciles à atteindre et à contrôler. La mise en œuvre d'une stratégie monétaire fondée sur la règle monétaire couplée, par exemple, avec une stratégie discrétionnaire permet d'accumuler les avantages des deux processus et d'en réduire les faiblesses.

Pour le public scientifique ainsi que pour le grand public en RS, les règles monétaires, leurs avantages et leurs restrictions sont peu connues. Ce travail offre un récapitulatif des connaissances théoriques fondamentales sur les règles monétaires, la comparaison de leurs applications spécifiques dans des diverses conditions, des recommandations et des propositions de leurs formulations dans le contexte de la RS. Enfin, la thèse propose une comparaison des points forts et des faiblesses de ces règles.

Les résultats et les conclusions de cette thèse peuvent être considérés comme indicatifs. Il serait possible de continuer à développer ce travail. Il pourrait constituer les bases d'autres analyses et de recherches, constituant ainsi un autre apport pour la communauté scientifique.

## 6 Conclusion

La politique monétaire en Slovaquie ainsi que la BNS ont passé par des évolutions importantes. Depuis la période de la création de ses pré-conditions initiales jusqu'à nos jours, dix-sept ans ont passé. Pendant ce temps, le rôle important de la politique monétaire et la position clé de la BNS dans le processus de transition de la RS ainsi que dans la stabilisation de l'environnement macroéconomique se sont trouvés plusieurs fois confirmés. La Banque d'Etat Tchécoslovaque ainsi que la BNS, en appliquant une politique prudente et crédible, ont permis d'échapper à certaines crises de transition, telles que, par exemple, la spirale de l'inflation, typique pour d'autres pays en voie de transition.

Les mesures prises lors de la première année d'existence de la BNS étaient très importantes, la BNS ayant réalisé sans problèmes la séparation monétaire d'avec la République Tchèque. Au début, les instruments administratifs hors-marchés prédominaient, étant donné que les marchés financiers peu développés ne permettaient pas l'application des outils de marché dans leur étendue la plus complète. Pourtant, avec la standardisation de l'environnement économique, le développement des marchés financiers et le processus d'harmonisation avec l'Union européenne, l'utilisation des outils de marché est devenue prédominante.

L'évolution peut être observée même aux niveaux des objectifs finaux et intermédiaires. Les changements se manifestaient d'une part en liaison avec les tendances mondiales dans la politique monétaire, d'autre part en accord avec la stabilisation de l'environnement macroéconomique de la RS. Tandis qu'au début la BNS a ciblé la stabilité externe et interne des prix en tant que cible finale, ensuite, après le passage au flottement administré, la cible principale est devenue l'obtention d'un niveau stable des prix. Des changements similaires peuvent être même observés au niveau des objectifs intermédiaires, la gestion qualitative de la politique monétaire à travers les agrégats monétaires ayant laissé place à la gestion qualitative par le biais du taux d'intérêt directeur.

Un des aspects les plus importants de l'évolution de la politique monétaire en Slovaquie résidait dans la fortification de la position d'indépendance de la BNS et ce également à travers la législation. L'adoption de la nouvelle Constitution et de la Loi sur la BNS ont contribué au renforcement de l'indépendance économique, ainsi que politique, de la banque centrale. Par conséquent, la transparence et la communication claire de la BNS avec le public ont pu se développer. Cela a augmenté l'efficacité de l'impact des mesures monétaires.

Les activités de la BNS peuvent être surtout évaluées positivement dans les périodes en question, bien que certains échecs soient survenus. Les malentendus avec le public scientifique furent causés par des calculs non-standard de l'indicateur de l'inflation pure après le changement de cible finale. L'absence d'ancre nominale après l'abandon du taux de change fixe durant plus d'une année peut également apparaître contradictoire. Cependant, et en général, les activités de la banque centrale peuvent être avant tout évaluées positivement dans ce travail, ainsi que dans d'autres études domestiques ou étrangères.

Un autre aspect important de la politique monétaire réside dans le choix favorable de sa stratégie et donc, dans la façon dont son application pratique à travers des instruments et des objectifs a été mise en œuvre. Le ciblage du taux de change a été utilisé par la BNS jusqu'en 1998 et depuis l'an 2000, elle est passée au ciblage de l'inflation implicite. Le ciblage de l'inflation explicite, c'est-à-dire, le ciblage de l'inflation complète est pratiqué depuis la fin de l'année 2004, étant donné que les conditions nécessaires pour un tel ciblage n'existaient auparavant pas. La BNS s'engage donc à atteindre la cible de l'inflation dans la période à venir ainsi que dans le moyen terme. Les prévisions de moyen terme qui sont appliquées sont régulièrement publiées et elles sont très transparentes pour le grand public. Cela contribue également à atteindre réellement la cible et à une transmission plus efficace de la politique monétaire. Si l'on observe également avec d'autres stratégies monétaires alternatives, et que nous comparons les points forts et limites respectives, nous jugeons que le choix du ciblage de l'inflation est correct. Cette stratégie correspond aux tendances monétaires actuelles, aux connaissances théoriques ainsi qu'aux conditions macroéconomiques en RS.

Nous supposons que la règle monétaire devrait constituer la part intégrale de la stratégie monétaire optimale en RS. La règle monétaire en tant que fonction de réaction de la banque centrale facilite les décisions dans le domaine de la politique monétaire, étant donné qu'elle détermine la direction et qu'elle quantifie l'étendue de l'application des instruments. La seule utilisation de la règle ne devrait cependant pas toujours aboutir à une solution favorable, car chaque règle – ou bien modèle – représente une simplification importante de la réalité. Par conséquent, l'utilisation de la règle monétaire en combinaison avec une politique discrétionnaire basée sur des décisions de consensus entre les experts constituerait une solution optimale. Pour la RS, il est convenable d'appliquer une règle de type de Taylor, car elle convient aux conditions de la politique monétaire pratiquée par la BNS. Le résultat de cette thèse est une règle « orientée vers le passé » (« backward-looking rule »). Cette règle prend en considération surtout l'écart d'inflation, l'écart du PIB et donne une forte influence au facteur d'inertie.



Ces conclusions sont en accord avec la théorie sur les règles monétaires, les tendances actuelles et la politique pratiquée par la BNS. Cependant, nous recommanderions de prendre en considération cette règle seulement par rapport aux autres processus décisionnels de la politique monétaire. Le calcul de la règle n'est pas encore suffisamment précis, étant donné que les périodes de temps ne sont pas encore suffisamment longues, et ce en raison de l'histoire courte de la Slovaquie. De plus, plusieurs grandeurs macroéconomiques n'ont pas évolué de manière standard pendant le processus de transition. Enfin, des calculs précis de cette règle sont limités par l'étendue de ce travail.

Par conséquent, nous espérons que cette problématique jusqu'au présent peu traitée sera étudiée dans l'avenir par d'autres travaux des auteurs eux-mêmes ou d'autres économistes.

Bien que l'application indépendante et courte de la politique monétaire s'achève en liaison avec l'adoption planifiée de l'euro, il est toujours très important pour la BNS d'approfondir ses connaissances et ses expériences dans la politique monétaire. Seule une banque centrale crédible, expérimentée et responsable peut suffisamment exprimer les intérêts de son pays dans l'Union Monétaire Européenne. Et nous supposons que la BNS représente déjà une telle institution.

## ***Bibliographie***

AGHEVLI, B. B. – BORENSZTEIN, E. - VAN DER WILLIGEN, T. 1992. Stabilization and Structural Reform in the Czech and Slovak Federal Republic: First Stage. Washington: International Monetary Fund, marec. p. 1-46. ISBN 1-55775-226-5

ALESINA, A. 1988. Macroeconomics and politics. In: NBER Macroeconomics Annual, Cambridge, MA National Bureau of Economic Research.

ARTUS, P. - PENOT, A. - POLLIN, J. – P. 1999. Quelle règle monétaire pour la Banque Centrale Européenne? In: Revue d'Economie Politique, no. 109 (3), máj – jún, p. 310-374.

ARTUS, P. - WYPLOSZ, Ch. 2002. La Banque centrale européenne. Paris: La documentation française, Conseil d'Analyse économique. ISBN 2-11-00524-6

BARRO, R. J. - GORDON, D. B. 1983. Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. In: Journal of Monetary Economics, 12, no. 1. p. 101-121.

BATINI, N. - HALDANE, A. G. 1999. Forward-Looking Rules of Monetary Policy. In: Bank of England, Working Paper Series no. 91, január.

BATINI, N. - HALDANE, A. G. 1999a. Monetary Policy Rules and Inflation Forecasts. In: Bank of England Quarterly Bulletin, február. p. 60-67.

BEBLAVÝ, M. 2002. Menový vývoj. In: Slovensko 2002 – Súhrnná správa o stave spoločnosti II. Bratislava: Inštitút pre verejné otázky. p. 7-99. ISBN 80-88935-40-7

BERNANKE, B. - LAUBACH, T. - MISHKIN F. S. - POSEN A. S. 1999. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton.

BLAŠKOVÁ, M. 2000. Reštrukturalizácia ekonomiky – priorita pre zvyšovanie výkonnosti slovenskej ekonomiky. In: Kolektív autorov. 2000. Transformácia ekonomiky Slovenskej republiky. Vyd. Sprint vfra, Bratislava. p. 3-13. ISBN 80-88848-75-X

BLANCHARD, O. 1989. Lectures on Macroeconomics. Cambridge Mass., MIT Press.

BLINDER, A. S. 1996. On the Conceptual Basis of Monetary Policy. Prejav prezentovaný počas Senior Executives Conference of the Mortgage Bankers Association, New York, 10. januára.

BLINDER, A. S. 2000. Central Banking in Theory and Practice. The MIT Press Cambridge, Massachusetts. 4. vydanie. ISBN 0-262-02439-X

BOURBONNAIS, R. 2005. Econométrie. Dunod, Paris, 6. vyd. ISBN 2-10-049752-9

BROWN, A. J. 1985. World Inflation since 1950. Cambridge, Cambridge University Press.

BRUCHÁČOVÁ, A. 2000. Comparison of the Economic and Monetary Development of Slovakia, the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovenia. Inštitút menových a finančných štúdií NBS. Bratislava. Február.

CALVO, G. A. 1978. On the Time-Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy. *Econometrica*, 46, 6, pp.1411-1428.

CARGILL, T. 1995. The Statistical Association between Central Bank Independence and Inflation. In: Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review, 48, no. 193. pp.159-172.

CIPRA, T. 1984. *Ekonometrie*. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, Univerzita Karlova v Prahe, pp. 40-41.

CLARIDA, R. - GALI, J. - GERTLER, M. 1998. Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence. In: *European Economic Review*, vol. 42, pp. 1033-1067.

CLARIDA, R. - GERTLER, M. 1997. How the Bundesbank Conducts Monetary Policy. In: Levin, A., Wieland, V., Williams, J. C. 2003. The Performance of Forecast-Based Monetary Policy Rules under Model Uncertainty. *American Economic Review*, no. 93. pp. 622-645.

CUKIERMAN, A. 1992. Central Bank Strategies, Credibility, and Independence. Cambridge, MA: MIT Press, 372 p.

CUKIERMAN, A. - LIPPI, F. 1999. Central Bank Independence, Centralization of Wage Bargaining, Inflation and Unemployment. Theory and Some Evidence. In: European Economic Review, vol. 43, pp. 1395 – 1434.

DANČO, J. 1996. Tretia, vlastná, alebo aká cesta transformácie hospodárstva Slovenska? Zborník 1995 – 1996 diskusného klubu M.E.S.A. 10. In: Marcinčin, A. a Beblavý, M. 2000. Hospodárska politika na Slovensku 1990 – 1999. Bratislava: Centrum pre spoločenskú a mediálnu analýzu. 40 p. ISBN 80-968147-1-0

DE GRAUWE, P. 1994. Towards European Monetary Union without the EMS. Economic Policy, apríl, vol. 9 Issue 1, pp. 148 – 185.

DEBELLE, G. - FISCHER, S. 1994. How Independent Should a Central Bank Be? In: J. C. Fuhrer (ed.), Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers. Federal Reserve Bank of Boston.

DĚDEK, O. 2006. Rizika a výzvy měnové strategie k převzetí eura. In: Politická ekonomie. č. 1, pp. 3 – 21.

DURČÁKOVÁ, J. - MANDEL, M. 1994. Mezinárodní finance. Praha: Vysoká škola ekonomická. pp. 107 – 120. ISBN 80-7079-339-2

EIJFFINGER, S.C.W. - DE HAAN, J. 1996. The Political Economy of Central Bank Independence. In: Special Papers in International Economics, no. 19, Princeton University, Princeton, NJ, Máj.

FAUST, J. - ROGERS, J. H. - WRIGHT, J.H. 2001. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, no. 75 In: Gerdesmeier, D., Roffia, B. 2003. Empirical Estimates of Reaction Functions for The Euro Area. Working paper no. 206, január. Európska centrálna banka. pp. 1-59.

FIFEKOVÁ, E. 2000. Základné príčiny nedostatočnej štruktúrnej adaptácie a pomalého rastu konkurenčnej schopnosti slovenskej ekonomiky v transformačnom období. In: Kolektív autorov. 2000. Transformácia ekonomiky Slovenskej republiky. Vyd. Sprint vfra, Bratislava. pp. 21-33. ISBN 80-88848-75-X

FISCHER, S. 1994. Modern Central Banking. In: CAPIE, F. a kol. The Future of Central Banking. Cambridge University Press.

FRIEDMAN, M. 1968. The Role of Monetary policy. In: The American Economic Review, marec.

FRIEDMAN, M. 1976. Inflation et Systèmes monétaires. edícia Calmann Levy v rubrike „Perspectives de l'économie, économie contemporaine“.

FRIEDMAN, M. 1997. Za vším hledej peníze (Money Mischief, 1992). Praha: Grada Publishing. pp. 53-55. ISBN 80-7169-480

FRIEDMAN, M. - FRIEDMAN, R. 1992. Svoboda volby (Free to choose, 1980). Praha: Liberální institut. 278 p. ISBN 80-85467-85-2

FRIEDMAN, M. - SCHWARTZ, A. 1963. A Monetary History of the United States (1867-1960). New York: National Bureau of Economic Research.

FORDER, J. 1998. *Central Bank Independence – Conceptual Clarifications and Interim Assessment*. Oxford Economic papers, vol. 50, pp. 307 – 334.

GAJZDICA, M. a kol. 2002. Celkový ekonomický vývoj. In: Slovensko 2002 – Súhrnná správa o stave spoločnosti II. Bratislava: Inštitút pre verejné otázky. pp. 7-99. ISBN 80-88935-40-7

GAJZDICA, M. a kol. 2003a. Celkový ekonomický vývoj. In: Slovensko 2003 – Súhrnná správa o stave spoločnosti. Bratislava: Inštitút pre verejné otázky. pp. 411-441. ISBN 80-88935-57-1

GAJZDICA, M. 2003b. Menová politika a finančný sektor. In: Slovensko 2003 – Súhrnná správa o stave spoločnosti. Bratislava: Inštitút pre verejné otázky. pp. 461-476. ISBN 80-88935-57-1

GAJZDICA, M. 2004. Menová politika a finančný sektor. In: Slovensko 2004 – Súhrnná správa o stave spoločnosti. Bratislava: Inštitút pre verejné otázky. pp. 549-566. ISBN 80-88935-75-X

GERDESMEIER, D. - ROFFIA, B. 2003. Empirical Estimates of Reaction Functions for The Euro Area. Working paper No. 206, január. Európska centrálna banka. pp. 1-59.

GERLACH, S. - SCHNABEL, G. 1999. The Taylor Rule and Interest Rates in the EMU Area: a Note. BIS Working Paper, No. 73 In: Gerdesmeier, D., Roffia, B. 2003. Empirical Estimates of Reaction Functions for The Euro Area. Working paper No. 206, január. Európska centrálna banka. pp. 1-59.

GERLACH-KRISTEN, P. 2003. Interest Rate Reaction Functions and the Taylor Rule in the Euro Area. Working Paper No. 258, september. Európska centrálna banka. pp. 1-38.

GODFREY, M. 1995. The Struggle against Unemployment: Medium-term Policy Options for Transitional Economies. International Labour Review, v134, č. 1, pp. 6-8.

GONDA, V. 2004. Milton Friedman. In: Iša, J.; Lišý, J. a kol. 2004. Peniaze v ekonomickej teórii. Bratislava: EKONÓM. ISBN 80-225-1785-2

GONDA, V. 2005. Peniaze a monetárne teórie. Bratislava: IURA EDITION.

GOWLAND, D. 1990. Makroekonomie. Praha: Victoria Publishing. 15 p.

GRILLI, V. - MASCIANDARO, D. - TABELLINI, G. 1991. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. Economic Policy, vol. 13, pp. 341 – 392.

HANDA, J. 2000. Monetary Economics. London: Routledge. ISBN 0-415-19925-5

HANOUSEK, J. - KRKOŠKA, L. 1997. Cenová liberalizace v České republice: šoková terapie versus postupné uvolňování cen. Politická ekonomie, č. 6 In: Marcinčin, A. a Beblavý, M. 2000. Hospodářská politika na Slovensku 1990 – 1999. Bratislava: Centrum pre spoločenskú a mediálnu analýzu. 35 p.

HLĚDIK, T. 2002. Optimální měnová pravidla v dynamickém modelu české ekonomiky. Finance a úvěr, č. 52/3. pp. 164-185.

HOLMAN, R. 1991. Restriktivní politika nebo růst? Politická ekonomie, č. 2.

HRČKA, Š. 2001. Novelizované postavenie a činnosť Národnej banky Slovenska. In: Biatec, č. 10, ročník 9, pp. 5-6.

ILO. 1998. 1998 Yearbook of International Labour Statistics. ILO, Geneva In: Marcinčin, A. a Beblavý, M. 2000. Hospodářská politika na Slovensku 1990 – 1999. Bratislava: Centrum pre spoločenskú a mediálnu analýzu. pp.17-124. ISBN 80-968147-1-0

INTERTAGLIA, C. 2001. Les théories modernes de l'inflation: essai d'analyse comparative à quelques pays développés. Thèse du CEMAFI. Université de Nice, máj.

IŠA, J. 2005. Riziká európskej menovej únie. In: Ekonomický časopis, č. 6, ročník 53, pp. 559 – 575.

IŠA, J. 2007. Nová úloha menovej a fiškálnej politiky v malej, otvorenej a integrovanej ekonomike v ére globalizácie. In: Ekonomický časopis, č. 2, ročník 55, pp. 195 - 199.

JANKOVSKÁ, A. 1994. Medzinárodné financie. Bratislava: Ekonomická univerzita. pp. 59 – 63. ISBN 80-225-0543-7

JÍLEK, J. 2004. Peníze a měnová politika. Praha: Grada Publishing. pp. 375– 453. ISBN 80-247-0769-1

KEYNES, J.M. 1963. Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz (The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936). Praha: Nakladatelství Československé akademie věd. pp. 81-91.

KLAUS, V. 1995. Ekonomická teorie a realita transformačných procesů. Praha: Management Press. ISBN 80-85943-05-0

KLIKOVÁ, Ch. - KOTLÁN, I. 2003. Hospodářska politika. Ostrava: Institut Vzdělávání Sokrates. pp. 149 – 165. ISBN 80-86572-04-8

KOMÍNKOVÁ, Z. 2001. Monetizácia slovenskej ekonomiky a problém finančných štruktúr. Inštitút menových a finančných štúdií NBS. Bratislava.

KOMÍNKOVÁ, Z. 2000. Miesto peňažných agregátov v menovej politike Európskeho systému centrálnych bánk. In: Biatec č. 3.

KOZICKI, S. 1999. How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy? In: Economic Review, second quarter. pp. 5-33.

KYDLAND, F. E. - PRESCOTT, E. C. 1977. Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, no. 3, vol. 85, pp. 473-493.

LAVIGNE, A. - VILLIEU, P. 1996. La politique monétaire: Nouveaux enjeux, nouveaux débats? Revue d'Economie Politique, no. 106, júl-august, pp. 492-570.

LEVIN, A. - WIELAND, V. - WILLIAMS, J. C. 2003. The Performance of Forecast-Based Monetary Policy Rules under Model Uncertainty. American Economic Review, no. 93. pp. 622-645.

LUKÁČIK, J. 2006. Stabilizačná politika. In: VINCÚR, P. a kol. 2006. Teória a prax hospodárskej politiky. Bratislava: Sprint vfra. ISBN 80-89085-60-1

MARCINČIN, A. - BEBLAVÝ, M. 2000. Hospodárska politika na Slovensku 1990 – 1999. Bratislava: Centrum pre spoločenskú a mediálnu analýzu. pp.17-124. ISBN 80-968147-1-0



MEDDEB, S. K. 2000. La politique monétaire dans un contexte d'innovations et de dérèglementation financières: L'expérience des pays de l'OCDE et les leçons pour la Tunisie. Thèse du CEMAFI. Université de Nice, november.

MIKLOŠ, I. 1999. Kľúčový pre úspech reformy je efektívny stabilizačný program. Rozhovor pre Trend, 30.6., p. 9A.

MIRDALA, R. 2005. Monetárne aspekty makroekonomického vývoja. Dizertačná práca. Bratislava.

MISHKIN, F. S. 1999. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. In: Journal of Monetary Economics. vol. 43, pp. 579 – 605.

MISHKIN, F. S. 2003. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 6. rozšírené vydanie. Columbia university. ISBN 0-321-1136264

MMF. 1998. Economic Policy Challenges Facing the Euro Area and the External Implications of EMU. Správa Medzinárodného menového fondu. pp. 123-157.

MUCHOVÁ, E. 1999. Európska menová únia. Bratislava : Ekonóm

NBS. 1994 - 2004. Výročná správa 1993 - 2003. NBS, Bratislava

NBS. 2003a. Národná banka Slovenska 1993 – 2002. Odbor Verejných informácií, Bratislava, apríl. pp. 3-19. ISBN 80-8043-053-5

NBS. 2004e. Menový prehľad december 2004. NBS, Bratislava

NELL, M. 2004f. Monetary Policy Strategies – Overview and Evaluation. Working paper NBS. Marec. pp. 1-21.

NELL, M. 2004b. Monetary Policy in the Slovak Republic, Implicit Inflation Targeting and the Choice of an Optimal Exchange Rate Regime. Diploma Thesis. University of Passau, august. pp. 23-59.

NELL, M. 2004c. Implicitné inflačné ciele a výber optimálneho režimu výmenného kurzu. In: Biatec, september. pp. 14-16.

OECD. 1999. Economic surveys – Slovak Republic. Paris, 63 p.

OKÁLI, I. a kol. 1995. Hospodársky vývoj Slovenska v roku 1994. Ekonomický ústav SAV, Bratislava In: Marcinčin, A. a Beblavý, M. 2000. Hospodárska politika na Slovensku 1990 – 1999. Bratislava: Centrum pre spoločenskú a mediálnu analýzu, 39 p.

ORPHANIDES, A. 2001. Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data. American Economic Review, september, 91. pp. 964-985.

PATAT, J-P. 2002. Monnaie, système financier et politique monétaire. Paris : Economica, 6.vydanie. ISBN 2-7178-4465-1

PATINKIN, D. 1965. Money, Interest and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory. New York: Harper and Row In: Klaus, V. 1995. Ekonomická teória a realita transformačných procesů. Praha: Management Press. 92 p. ISBN 80-85943-05-0

PHILLIPS, A. W. 1958. The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. Economica, november.

PERSSON, T., - TABELLINI, G. 1993. Designing Institutions for Monetary Stability. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, december. pp. 53-84.

PIOVARČIOVÁ, V. 1998. Monetárna politika. In: LISÝ, J. a kol. 1998. Ekonómia. Všeobecná ekonomická teória. Bratislava: IURA Edition. ISBN 80-88715-43-1

POOLE, W. 1970. Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. Quarterly Journal of Economics 84, máj. pp. 197-216.

POSEN, A. 1995. Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence. In: B. Bernanke a J. Rotemberg (eds.), NBER Macroeconomics Annual 1995, pp. 253-274.

REVENDA, Z. 1997. Peněžní ekonomie a bankovníctví. Praha: Management Press. 2. vyd. pp. 1–330, 399. ISBN 80-85943-49-2

REVENDA, Z. 2001. Centrální bankovníctví. Praha: Management Press. 2. vyd. pp. 79-80.

ROGOFF, K. 1985. The Optimal Commitment to an Intermediate Monetary Target. Quarterly Journal of Economics, 100, no. 4, november. pp. 1169-1189.

ROMER, D. 1993. Openness and Inflation: Theory and Evidence. Quarterly Journal of Economics, 108, no. 4, november, pp. 869-903.

RUDEBUSCH, G. D. - SVENSSON, L. E. O. 1999. Policy Rules for Inflation Targeting. In: Levin, A., Wieland, V., Williams, J. C. 2003. The Performance of Forecast-Based Monetary Policy Rules under Model Uncertainty. American Economic Review, no. 93. pp. 622-645.

RUSMICOVÁ, L. – SOUKUP, J. a kol. 1995. Makroekonomie. Praha: Melandrium. ISBN 80-901801-3-2

SACHS, J. 1996. Economic Transition and the Exchange-Rate Regime. American Economic Review, Papers and Proceedings, vol. 86, no. 2, máj

SCHILLER, B.R. 2004. Makroekonomie dnes. Brno: Computer Press. 265 p.

SEJÁK, J. 1991. Liberalizace cen a cesta k trhu. Politická ekonomie, č. 9-10 In: Marcinčin, A. a Beblavý, M. 2000. Hospodárska politika na Slovensku 1990 – 1999. Bratislava: Centrum pre spoločenskú a mediálnu analýzu. 35 p.

SOBEK, O. 2003. Menová teória a politika. Bratislava: Ekonóm. pp. 54-98. ISBN 80-225-1618-X

SOJKA, M. a kolektív. 1991. Dějiny ekonomických teorií. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze. pp. 117-254.

STANNERS, W. 1993. Is Low Inflation an Important Condition for High growth? In: Cambridge: Journal of Economics, marec. pp. 79-107.

STIGLITZ, J. 2004. Une banque centrale indépendante ou démocratique? In: Le Monde, 27. februára. 15 p.

STRIEBORNÝ, M. 2003. Nezávislosť centrálnej banky a postavenie Európskeho systému centrálnych bánk. In: Ekonomický časopis, 51, č. 2, pp. 119-136.

SUZUKI, M. 1993. Domestic Political Determinants of Inflation. In: European Journal of Political Research 23. pp. 245- 259.

ŠEVČOVIC, P. 2005. Modelovanie makroekonomického vývoja v SR. Odborný seminár. In: Biatec, júl. Príloha, 1 p.

ŠUSTER, M. 2006. Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo. In: Biatec, č. 6, ročník 14, pp. 2 - 6.

TAYLOR, J. B. 1979. Staggered Wage Setting in a Macro Model. In: American Economic Review. no. 69, máj. pp. 108-113.

TAYLOR, J. B. 1993. Discretion versus Policy Rules in Practice. In: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. vol. 39. pp. 195-214.

TAYLOR, J. B. 1996. How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability? - Conceptual Issues. A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. 29. – 31. august. Pp. 181-196.

TKÁČ, M. 1994. Prvý rok činnosti Národnej banky Slovenska. In: Biatec. Národná banka Slovenska, január. 2. p.

Ústavný zákon č. 90/2001 Z. z.

WALSH, C. E. 1995. Optimal Contracts for Central Bankers. In: American Economic Review 85, marec. pp. 150-167.

WALSH, C. E. 2001. Monetary Theory and Policy. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 3rd printing.

Zákon o NBS č. 566/1992 Zb.

### ***Internet***

BALKO, L. 2006. Názor: Mýtus a pravda o nezávislosti slovenskej centrálnej banky. Nezávislosť centrálnej banky znižuje inak absolútnu moc politikov. [cit. 30.5.2006]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/MEDIA/ABOUT/M211204.HTM>>

Československá obchodní banka. 2004. Taylorovo pravidlo versus reakční funkce ECB. Investiční výzkum, september. [cit. 15.11.2005]. Dostupné na internete: <[http://www.patria.cz/zpravodajstvi/komentare\\_zobraz.asp?ka=1152758](http://www.patria.cz/zpravodajstvi/komentare_zobraz.asp?ka=1152758)>

ČNB. 2006. Cílování inflace v ČR. [cit. 7.2.2006]. Dostupné na internete: <[http://www.cnb.cz/cz/menova\\_politika/cilovani.html#inflacni\\_cile](http://www.cnb.cz/cz/menova_politika/cilovani.html#inflacni_cile)>

ECB. 2006a. Konvergenčná správa, máj 2006. [cit. 19.5.2006]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>. ISBN 1725-9665.

ECB. 2006b. Výročná správa 2005. [cit. 14.7.2006]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>. ISSN 1830 - 3005

e-TREND. 2006. Slovensko v ekonomických číslach. [cit. 7.2.2006]. Dostupné na internete: <[http://www.etrend.sk/generate\\_page.php?page\\_id=14495](http://www.etrend.sk/generate_page.php?page_id=14495)>

INEKO. 2007. Prieskum odhadov na plnenie Maastrichtských kritérií. [cit. 3.5.2007]  
Dostupné na internete: <<http://www.ineko.sk/ostatne/prieskum-odhadov-na-plnenie-maastrichtskych-kriterii-1112007>>

KOHÚTIKOVÁ, E. 2007. [Revalvácia centrálnej parity](#). [cit. 14.4.2007]. Dostupné na internete: <<http://blogy.etrend.sk/elena-kohutikova>>

Krížové grafy. Euro (MEEUR). 2007. [cit. 17.2.2007]. Dostupné na internete: <<http://openiazoch.zoznam.sk/produkty/me/cross.asp?TID=MEEUR&CID=MESKK&period=10Y>>

LIVERMORE, S. 2003. An Introduction to an Econometric Model of the Slovak Republic. Public Finance Management Reform Project. [cit. 15.2.2004]. Dostupné na internete: <[www.mfsr.sk](http://www.mfsr.sk)>

NBS. 1997. BRIBID/BRIBOR za 09.1997. Publikované september 1997. [cit. 12.12.2005]. Dostupné na internete: <[http://www.nbs.sk/NSS\\_S2.HTM](http://www.nbs.sk/NSS_S2.HTM)>

NBS. 2001a. Konkretizovaný menový program NBS na rok 2001. [cit. 5.2.2007]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/>>

NBS. 2001b. Menový program na rok 2002. [cit. 11.5.2005]. Dostupné na internete: <[http://www.nbs.sk](http://www.nbs.sk/)>

NBS. 2003b. Aktualizovaný menový program na rok 2003. Odbor verejných informácií, Bratislava. [cit. 20.5.2006]. Dostupné na internete: <[www.nbs.sk](http://www.nbs.sk/)>

NBS. 2004a. Výročná správa 2003. [cit. 11.5.2005]. Dostupné na internete: <[http://www.nbs.sk](http://www.nbs.sk/)>

NBS. 2004b. Menový program NBS do roku 2008. [cit. 11.5.2005]. Dostupné na internete: <[http://www.nbs.sk](http://www.nbs.sk/)>

NBS. 2004c. Aktualizovaný menový program na rok 2004. Odbor verejných informácií, Bratislava. [cit. 20.5.2006]. Dostupné na internete: <[www.nbs.sk](http://www.nbs.sk)>

NBS. 2004d. Komentár k rozhodnutiu BR NBS zo dňa 28.4.2004 o určení úrokových sadzieb. Tlačová správa NBS. [cit. 2.5.2004]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>

NBS. 2005a. Výročná správa 2004. [cit. 17.10.2005]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>

NBS. 2005b. Komentár BR NBS k rozhodnutiu o výške vyhlasovaných úrokových sadzieb. Tlačová správa NBS. [cit. 1.3.2005]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>

NBS. 2005c. Strednodobá predikcia (P4Q-2005). [cit. 6.12.2005]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>

NBS. 2006. Výročná správa 2005. [cit. 7.8.2006]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>

NBS. 2007. Výročná správa 2006. [cit. 1.7.2007]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>

Programové vyhlásenie vlády Slovenskej republiky na obdobie rokov 2002-2006, schválené Národnou radou SR dňa 14.11.2002. [cit. 26.5.2006]. Dostupné na internete: <<http://www.civil.gov.sk/casopis/2002/24/2411ho.htm>>

ŠÚ SR. Ukazovatele ekonomického vývoja. Dostupné na internete: <<http://www.statistics.sk/>>

Úrad vlády SR. 2003. Právna a inštitucionálna konvergencia. Príloha č. 8. [cit. 26.6.2006]. Dostupné na internete: <[http://www.rokovania.sk/appl/material.nsf/0/4A81C6F0F4602B91C1256D63003BBF91E/\\$FILE/pr%C3%ADloha%208.rtf](http://www.rokovania.sk/appl/material.nsf/0/4A81C6F0F4602B91C1256D63003BBF91E/$FILE/pr%C3%ADloha%208.rtf)>

Zákon o Národnej banke Slovenska č. 566/1992 Zb. 2006. [cit. 2.6.2006]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>

## **Annexe**

Données statistiques appliquées dans les calculs



## Liste des sigles utilisés

<b>mmi</b>	taux d'inflation de mois en mois, en %
<b>mzmi</b>	taux d'inflation par rapport l'an précédent, en %
<b>en</b>	taux de chômage enregistré, en %
<b>pb</b>	solde de la balance de paiement par rapport au PIB, en %
<b>export</b>	exportations de la RS SR, en mld. de SKK
<b>usd</b>	taux de change SKK/USD
<b>eur</b>	taux de change SKK/EUR
<b>br</b>	base rate (taux d'intérêt directeur), en %
<b>m2</b>	agrégat monétaire M2, en mld. SKK
<b>igap</b>	écart de l'inflation, c'est-à-dire la différence entre le taux d'inflation atteint et le taux d'inflation ciblée à long terme, c'est-à-dire 2% en zone euro, en %
<b>ygap</b>	écart de la production, c'est-à-dire la différence entre le PIB potentiel et le PIB réel, en %
<b>bribor</b>	taux d'intérêt BRIBOR sur le marché interbancaire des dépôts, en %
<b>irmzdy</b>	indice des salaires réels, en %
<b>yupr</b>	données trimestrielles du PIB modifiées aux données mensuelles, en mld. SKK
<b>y</b>	données trimestrielles du PIB, en mld. SKK
<b>itar</b>	cible de l'inflation officiellement visée par la Banque nationale de la Slovaquie, en %
<b>mzmi-itar</b>	autre alternative dans la calcul de l'écart de l'inflation, en %
<b>corecpi</b>	inflation nucléaire exprimée par l'IPC, indice
<b>netcpi</b>	inflation pure exprimée par l'IPC, indice
<b>cpi</b>	indice des prix à la consommation, indice

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

période	mmi	mzmi	en	pb	export	usd	eur
jan-93	8,9	17,7	11,2	-6,3	37,8	28,927	35,059
fév-93	1,6	19,3	11,8	-6,3	37,8	29,135	34,572
mar-93	1	20,4	12	1,7	41,6	29,213	34,389
avr-93	1,2	21,7	12	1,7	41,6	28,759	35,041
mai-93	0,5	22	12	1,7	41,6	28,807	35,078
juin-93	0,4	23,5	12,5	9,3	42,8	29,153	34,625
juil-93	1,1	23,9	13	9,3	42,8	32,092	36,491
août-93	2,4	26	13,5	9,3	42,8	32,921	36,978
sept-93	2,4	27	13,7	-3,1	45,5	32,147	37,588
oct-93	1,4	26,2	13,8	-3,1	45,5	32,227	37,47
nov-93	1,1	25,5	14	-3,1	45,5	32,891	37,138
déc-93	0,6	25,1	14,4	-1,6	14,5	32,968	37,211
jan-94	1,4	16,4	15,2	-1,6	14,5	33,389	37,178
fév-94	0,7	15,3	15	-0,6	14,8	33,344	37,22
mar-94	0,5	14,7	14,8	2,8	18	32,799	37,38
avr-94	0,4	13,8	14,4	2,2	16,4	32,827	37,356
mai-94	0,6	13,9	14,1	2,6	17,7	32,436	37,69
juin-94	0,5	13,9	14,4	1,5	20,1	32,147	37,893
juil-94	0,7	13,5	14,8	15,4	16,4	31,504	38,369
août-94	1,4	12,4	14,6	5,7	17,3	31,428	38,285
sept-94	2,4	12,3	14,5	2,7	18,5	31,249	38,424
oct-94	1,3	12,1	14,4	6,2	19,4	30,88	38,696
nov-94	0,7	11,7	14,5	1,2	21,7	31,061	38,459
déc-94	0,6	11,7	14,8	1,5	19,6	31,465	38,13
jan-95	1,4	11,7	15,2	-1,1	18	30,97	38,27
fév-95	0,5	11,5	15,1	1	19,3	30,619	38,293
mar-95	0,3	11,3	14,6	2,4	22,2	29,401	38,252
avr-95	0,4	11,2	13,9	1,4	21,3	29,037	38,583
mai-95	0,4	11	13,3	5,4	21,9	29,496	38,586
juin-95	0,1	10,6	13,3	13	22,2	29,427	38,782
juil-95	1	10,8	13,5	0	19,5	29,25	38,967
août-95	0,5	9,8	13,3	5,4	21,3	29,857	38,792
sept-95	1,4	8,8	13,2	1,1	22,3	30,132	38,455
oct-95	0,5	7,9	12,8	1,6	23,3	29,49	38,301
nov-95	0,4	7,6	12,8	6,1	23,2	29,447	38,195
déc-95	0,3	7,2	13,1	10,9	20,6	29,705	37,895
jan-96	0,7	6,4	13,7	-1,2	20,5	29,896	37,814
fév-96	0,3	6,2	13,7	1,6	19,6	29,995	37,544
mar-96	0,3	6,1	13	3,2	21,8	30,099	37,754
avr-96	0,3	6	12,5	0	19,7	30,397	37,832
mai-96	0,5	6,1	11,9	-1,2	23,7	30,909	37,967
juin-96	0,2	6,2	12,1	0,6	22,9	31,029	38,426
juil-96	0,3	5,5	12,5	1,7	23	30,735	38,577
août-96	0,5	5,6	12,3	5,4	21,2	30,372	38,546
sept-96	0,9	5,2	12,2	1,4	25,1	30,711	38,707
oct-96	0,7	5,3	12	-2	26,7	31,175	39,062
nov-96	0,4	5,4	12,2	0,7	25,2	30,948	39,365
déc-96	0,3	5,4	12,8	-2,7	21,1	30,579	39,298

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

période	mmi	mzmi	en	pb	export	usd	eur
jan-97	1,1	5,8	13,6	2,2	23,3	32,239	39,093
fév-97	0,4	6	13,7	3	26,6	32,764	38,07
mar-97	0,5	6,3	13,4	-0,2	26,7	33,226	38,011
avr-97	0,5	6,5	13	-2,6	28,3	33,263	37,997
mai-97	0,1	6,1	12,3	-14,9	26,9	33,261	38,084
juin-97	0,3	6,2	12,3	3,1	29,9	33,463	37,917
juil-97	0,1	6	12,8	2	26,7	34,142	37,69
août-97	1	6,5	12,8	4,4	24,9	34,833	37,173
sept-97	0,2	5,7	13	-1,4	27,2	34,429	37,708
oct-97	0,9	5,9	12,9	5,4	32	33,718	37,668
nov-97	0,7	6,2	12,6	3,4	29,7	33,528	38,328
déc-97	0,5	6,4	12,5	-2,7	21,9	34,528	38,471
jan-98	1,9	7,2	13,4	-4,5	24,3	35,137	38,279
fév-98	0,7	7,5	13,6	1,8	29,7	35,322	38,439
mar-98	0,2	7,2	13,4	-1,5	33,2	35,041	38,096
avr-98	0,4	7	13,2	5,9	30,3	34,981	38,187
mai-98	0,6	7,6	12,9	11,9	29,7	34,229	38,023
juin-98	0,1	7,4	13,5	3,1	33,7	34,809	38,424
juil-98	-0,4	7	14,1	-1,8	31	34,94	38,4
août-98	-0,2	5,7	13,8	-4,7	30,7	35,247	38,884
sept-98	0,4	5,9	13,8	-21,3	34	34,855	40,184
oct-98	1,1	6,2	13,9	-6,8	33,6	35,952	43,235
nov-98	0,4	5,9	14,5	0,2	35,9	36,081	42,276
déc-98	0,2	5,6	15,6	-1,9	31,8	36,207	42,564
jan-99	3	6,8	16,3	-0,9	26,7	36,83	42,796
fév-99	0,8	6,9	16,5	4,5	28,7	38,333	43,028
mar-99	0,3	7	16,7	-1,9	35,9	40,715	44,395
avr-99	0,5	7,1	16,4	-2,9	33,2	41,911	44,89
mai-99	0,2	6,7	16,5	-8,5	36	43,067	45,812
juin-99	0,5	7,1	17,7	19,5	37	43,78	45,487
juil-99	5,8	13,6	18,3	-6,2	34,6	41,911	45,014
août-99	0,5	14,4	18,2	0	35	43,067	44,606
sept-99	0,6	14,7	17,8	3,4	37,1	43,78	43,728
oct-99	0,5	14	17,7	0,3	39,7	40,681	43,627
nov-99	0,4	13,9	18,3	-0,9	41,3	41,75	43,236
déc-99	0,4	14,2	19,2	23,7	38,6	42,059	42,557
jan-00	2,5	13,6	19,5	1,1	34,3	41,687	42,323
fév-00	3,3	16,4	19,5	6,3	40,7	42,893	42,258
mar-00	0,4	16,6	19,3	11,1	46,6	43,096	41,635
avr-00	0	15,9	18,8	24,9	41,5	43,741	41,578
mai-00	0,3	16	18,6	-7,2	47,2	47,095	42,699
juin-00	-0,1	15,4	19,1	-2,6	48,1	44,735	42,413
juil-00	0	9,2	19,4	-2,3	46,1	45,179	42,537
août-00	0,1	8,7	17,4	25,4	41,1	46,871	42,508
sept-00	0,6	8,7	16,6	-7,6	49,3	49,383	43,048
oct-00	0,4	8,5	16,1	-4,9	54,6	50,957	43,694
nov-00	0,4	8,6	16,7	0,1	53,7	50,146	42,897
déc-00	0,2	8,4	17,9	-9,9	45,4	48,639	43,501

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

période	mmi	mzmi	en	pb	export	usd	eur
jan-01	1,9	7,7	19,8	-3,3	48,3	46,535	43,703
fév-01	2,3	6,7	19,7	-0,7	48,2	47,383	43,707
mar-01	0,8	7,1	19,2	-1,5	52,5	47,951	43,713
avr-01	0,4	7,6	18,3	7,9	50,5	48,711	43,459
mai-01	0,3	7,7	17,5	-9,5	54,8	49,324	43,191
juin-01	0,3	8	17,8	-3,1	53,3	50,156	42,831
juil-01	0	8	18	-0,4	51,1	49,553	42,597
août-01	-0,1	7,8	17,8	-0,3	46,6	47,989	43,103
sept-01	0,2	7,4	17,4	-3,1	52,6	47,792	43,533
oct-01	0,1	7,1	17,3	0,7	55,8	48,096	43,6
nov-01	-0,1	6,5	17,7	15,3	53,2	48,535	43,123
déc-01	0,2	6,5	18,6	4,9	43,7	48,233	43,108
jan-02	1,5	6,2	19,7	-3,2	45,3	48,063	42,521
fév-02	0,4	4,3	19,6	-2,7	47,5	48,577	42,256
mar-02	0	3,6	19,1	2,1	50,9	47,883	41,943
avr-02	0,4	3,6	18,1	1,1	54,1	47,128	41,685
mai-02	0,2	3,2	17,7	-2,8	51,9	46,898	42,962
juin-02	-0,4	2,6	17,6	-12,7	57,5	46,545	44,319
juil-02	-0,3	2	17,6	125	59,6	44,769	44,481
août-02	0,5	2,7	17,2	0,1	52,7	45,011	43,973
sept-02	0,3	2,8	16,6	16,3	58,6	43,841	43,016
oct-02	0	2,9	16,4	5,1	60,7	42,615	41,821
nov-02	0	2,9	16,8	27,7	59,7	41,454	41,519
déc-02	0,7	3,4	17,5	3,3	53,5	41,137	41,776
jan-03	5,3	7,3	17,7	14	54,5	39,252	41,652
fév-03	0,6	7,6	17,1	18,8	58	38,953	41,979
mar-03	0,4	8	16,5	-20,5	63,9	38,663	41,776
avr-03	0,2	7,7	15,4	-8,2	61,4	37,885	41,055
mai-03	0,1	7,6	14,8	7,8	68,6	35,586	41,092
juin-03	0,4	8,4	14,6	8,7	68,9	35,491	41,502
juil-03	0	8,7	14,5	11	69,5	36,729	41,788
août-03	1	9,2	14,3	-8,2	65,2	37,49	41,932
sept-03	0,5	9,5	13,9	-11,4	71,6	37,116	41,516
oct-03	0,1	9,6	13,8	34,2	75,9	35,273	41,288
nov-03	0,2	9,8	14,2	9,5	75	35,234	41,134
déc-03	0,2	9,3	15,6	15,6	70,8	33,604	41,13
jan-04	4,4	8,3	16,6	3,4	61,1	32,292	40,747
fév-04	0,8	8,5	16,5	19,4	66,7	32,083	40,577
mar-04	-0,7	8,2	16	-14,2	75,3	32,927	40,421
avr-04	-0,1	8	15,3	-0,8	81	33,433	40,139
mai-04	0,4	8,3	14,5	42,7	80,1	33,498	40,209
juin-04	-0,2	8,1	13,9	-36,9	76,2	32,888	39,931
juil-04	0,1	8,5	13,7	30,8	69,8	32,512	39,901
août-04	-0,4	7,2	13,2	-4,9	70	32,939	40,115
sept-04	0,1	6,7	13,1	-6,3	79,6	32,825	40,056
oct-04	0	6,6	12,7	0,6	84,4	32,081	40,004
nov-04	-0,1	6,3	12,6	-2,5	82,5	30,532	39,578
déc-04	-0,1	5,9	13,1	N	68,8	29,074	38,925

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

<b>période</b>	<b>mmi</b>	<b>mzmi</b>	<b>en</b>	<b>pb</b>	<b>export</b>	<b>usd</b>	<b>eur</b>
jan-05	1,9	3,2	13,2	N	67,1	29,348	38,614
fév-05	-1,4	2,7	13,1	N	70,6	29,259	38,051
mar-05	-0,4	2,5	12,7	N	77,2	28,885	38,185
avr-05	0,2	2,7	11,9	N	78,6	30,249	39,157
mai-05	0	2,4	11,3	N	80,3	30,672	39,039
juin-05	0,3	2,5	11,1	N	86,4	31,641	38,537
juil-05	-0,3	2	11	N	78,2	32,22	38,837
août-05	-0,1	2	10,9	N	81,1	31,494	38,695
sept-05	0,2	2,2	11,2	N	93,1	31,354	38,45
oct-05	1,1	3,3	10,9	N	95,9	32,357	38,909
nov-05	0	3,4	10,9	N	100,5	32,808	38,73
déc-05	0,2	3,6	11,1	N	85,6	31,932	37,871

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

obdobie	br	m2	igap	ygap	bribor	irmzdy	yupr
jan-93	9,5	198,3	15,7	N	N	0,3	N
fév-93	9,5	196,9	17,3	N	N	0,3	N
mar-93	9,5	201	18,4	N	N	0,3	N
avr-93	9,5	205,6	19,7	N	N	-2,4	40,53
mai-93	9,5	210,4	20	N	N	-2,4	40,53
juin-93	9,5	217,1	21,5	N	N	-2,4	40,54
juil-93	9,5	219,6	21,9	N	N	-3,8	42,96
août-93	9,5	219,5	24	N	N	-3,8	42,96
sept-93	9,5	220,1	25	N	N	-3,8	42,96
oct-93	9,5	221,5	24,2	N	N	-8	44
nov-93	9,5	226,9	23,5	N	N	-8	44
déc-93	9,5	247,2	23,1	N	N	-8	44
jan-94	12	242	14,4	0,00	N	2,4	43,43
fév-94	12	240,9	13,3	0,00	N	2,4	43,43
mar-94	12	235,3	12,7	0,00	N	2,4	43,43
avr-94	12	241,6	11,8	0,00	N	3,9	44,394
mai-94	12	243,6	11,9	0,00	N	3,9	44,394
juin-94	12	247	11,9	0,00	N	3,9	44,394
juil-94	12	253,2	11,5	0,00	N	2,8	44,937
août-94	12	256,7	10,4	0,00	N	2,8	44,937
sept-94	12	260,1	10,3	0,00	N	2,8	44,937
oct-94	12	266,4	10,1	0,00	N	3	45,79
nov-94	12	296,4	9,7	0,00	N	3	45,79
déc-94	12	294,3	9,7	0,00	N	3	45,79
jan-95	12	288,3	9,7	0,00	N	2,2	46,44
fév-95	12	292,1	9,5	0,00	N	2,2	46,44
mar-95	12	292	9,3	0,00	N	2,2	46,44
avr-95	11	296,7	9,2	0,06	N	3	46,93
mai-95	11	298,7	9	0,06	N	3	46,93
juin-95	11	303,3	8,6	0,06	N	3	46,93
juil-95	11	308,1	8,8	0,19	8,73	3,4	47,746
aôut-95	11	315,2	7,8	0,19	8,18	3,4	47,746
sept-95	11	318,1	6,8	0,19	7,74	3,4	47,746
oct-95	9,75	319,7	5,9	0,48	7,4	7,2	48,38
nov-95	9,75	326	5,6	0,48	8,58	7,2	48,38
déc-95	9,75	357,2	5,2	0,48	9,6	7,2	48,38
jan-96	8,8	349,8	4,4	0,94	9,64	5,6	49,11
fév-96	8,8	356,8	4,2	0,94	9,56	5,6	49,11
mar-96	8,8	361,6	4,1	0,94	9,44	5,6	49,11
avr-96	8,8	357,8	4	1,15	9,42	5,8	49,95
mai-96	8,8	365	4,1	1,15	9,74	5,8	49,95
juin-96	8,8	367,9	4,2	1,15	11,86	5,8	49,95
juil-96	8,8	372	3,5	1,14	13,43	7,1	50,665
août-96	8,8	377	3,6	1,14	13,7	7,1	50,665
sept-96	8,8	376,5	3,2	1,14	13,11	7,1	50,665
oct-96	8,8	377	3,3	1,33	13,11	9,4	51,31
nov-96	8,8	387,9	3,4	1,33	14,45	9,4	51,31
déc-96	8,8	416,9	3,4	1,33	14,72	9,4	51,31

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

<b>période</b>	<b>br</b>	<b>m2</b>	<b>igap</b>	<b>ygap</b>	<b>bribor</b>	<b>irmzdy</b>	<b>yupr</b>
jan-97	8,8	404,3	3,8	0,77	18,63	8,4	52,059
fév-97	8,8	405,4	4	0,77	18,04	8,4	52,059
mar-97	8,8	406,8	4,3	0,77	17,3	8,4	52,059
avr-97	8,8	409	4,5	0,82	19,36	7,7	52,367
mai-97	8,8	413,2	4,1	0,82	37,78	7,7	52,367
juin-97	8,8	414,9	4,2	0,82	N	7,7	52,367
juil-97	8,8	421,9	4	1,1	N	6,8	53
août-97	8,8	426,3	4,5	1,1	N	6,8	53
sept-97	8,8	422,1	3,7	1,1	N	6,8	53
oct-97	8,8	423,5	3,9	1,11	27,57	3	53,713
nov-97	8,8	430,7	4,2	1,11	26,93	3	53,713
déc-97	8,8	453,5	4,4	1,11	26,48	3	53,713
jan-98	8,8	447,3	5,2	1,66	25,8	3,3	54,301
fév-98	8,8	452,6	5,5	1,66	25,26	3,3	54,301
mar-98	8,8	444,2	5,2	1,66	21,3	3,3	54,301
avr-98	8,8	446,2	5	1,5	21,58	2,8	55,162
mai-98	8,8	453,1	5,6	1,5	19,54	2,8	55,162
juin-98	8,8	451,4	5,4	1,5	15,93	2,8	55,162
juil-98	8,8	459,4	5	1,76	14,33	2,4	55,633
août-98	8,8	461,8	3,7	1,76	17,86	2,4	55,633
sept-98	8,8	449	3,9	1,76	24,93	2,4	55,633
oct-98	8,8	452,7	4,2	-1,28	28,55	2,4	56,362
nov-98	8,8	457,3	3,9	-1,28	20,24	2,4	56,362
déc-98	8,8	472,7	3,6	-1,28	18,26	2,4	56,362
jan-99	8,8	470,8	4,8	-0,84	17,5	0,3	55,212
fév-99	8,8	484,9	4,9	-0,84	18	0,3	55,212
mar-99	8,8	481,7	5	-0,84	15,4	0,3	55,212
avr-99	8,8	485,1	5,1	-0,56	13,96	0,5	55,831
mai-99	8,8	489,3	4,7	-0,56	17,66	0,5	55,831
juin-99	8,8	491,1	5,1	-0,56	17,86	0,5	55,831
juil-99	8,8	497,5	11,6	-0,88	15,63	-6	56,376
août-99	8,8	500,9	12,4	-0,88	14,88	-6	56,376
sept-99	8,8	497,5	12,7	-0,88	14,73	-6	56,376
oct-99	8,8	509,2	12	-0,93	13,67	-5,9	56,547
nov-99	8,8	509	11,9	-0,93	14,42	-5,9	56,547
déc-99	8,8	526,7	12,2	-0,93	14,32	-5,9	56,547
jan-00	8,8	524,6	11,6	-1,31	10,62	-6,1	56,886
fév-00	8,8	535,7	14,4	-1,31	10,03	-6,1	56,886
mar-00	8,8	540,2	14,6	-1,31	8,93	-6,1	56,886
avr-00	8,8	545,1	13,9	-1,17	8,53	-8,4	56,996
mai-00	8,8	549,1	14	-1,17	8,8	-8,4	56,996
juin-00	8,8	549,1	13,4	-1,17	8,38	-8,4	56,996
juil-00	8,8	561,5	7,2	-1,13	8	-3,8	57,382
août-00	8,8	589,9	6,7	-1,13	7,97	-3,8	57,382
sept-00	8,8	594,9	6,7	-1,13	7,91	-3,8	57,382
oct-00	8,8	590	6,5	-1,09	7,88	-1,8	57,745
nov-00	8,8	588,8	6,6	-1,09	7,93	-1,8	57,745
déc-00	8,8	607,9	6,4	-1,09	7,93	-1,8	57,745

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

période	br	m2	igap	ygap	bribor	irmzdy	yupr
jan-01	8,8	606,1	5,7	-0,81	7,69	0,6	58,11
fév-01	8,8	608,4	4,7	-0,81	7,64	0,6	58,11
mar-01	8,8	613,2	5,1	-0,81	7,71	0,6	58,11
avr-01	8,8	620,2	5,6	-0,75	7,69	-0,3	58,806
mai-01	8,8	620,8	5,7	-0,75	7,72	-0,3	58,806
juin-01	8,8	625	6	-0,75	7,75	-0,3	58,806
juil-01	8,8	634,9	6	-0,55	7,81	0,6	59,364
août-01	8,8	643,6	5,8	-0,55	7,86	0,6	59,364
sept-01	8,8	641,3	5,4	-0,55	7,89	0,6	59,364
oct-01	8,8	635,9	5,1	-0,32	7,88	2,4	60,048
nov-01	8,8	652	4,5	-0,32	7,78	2,4	60,048
déc-01	8,8	679,9	4,5	-0,32	7,76	2,4	60,048
jan-02	7,75	668,1	4,2	-0,2	7,7	3,7	60,73
fév-02	7,75	673,4	2,3	-0,2	7,73	3,7	60,73
mar-02	7,75	664	1,6	-0,2	7,74	3,7	60,73
avr-02	7,75	659,9	1,6	-0,08	7,81	7,1	61,451
mai-02	8,25	668,2	1,2	-0,08	8,29	7,1	61,451
juin-02	8,25	677,7	0,6	-0,08	8,44	7,1	61,451
juil-02	8,25	691,9	0	-0,09	8,35	6,1	62,17
août-02	8,25	693	0,7	-0,09	8,24	6,1	62,17
sept-02	8,25	682,7	0,8	-0,09	8,16	6,1	62,17
oct-02	8,25	686,3	0,9	0,03	8,03	5,8	62,823
nov-02	8	695,3	0,9	0,03	6,77	5,8	62,823
déc-02	6,5	703	1,4	0,03	5,99	5,8	62,823
jan-03	6,5	701,1	5,3	-0,27	5,99	-1	63,535
fév-03	6,5	712,2	5,6	-0,27	6,24	-1	63,535
mar-03	6,5	708,5	6	-0,27	6,38	-1	63,535
avr-03	6,5	707,8	5,7	-0,32	6,25	-1,8	64,1
mai-03	6,5	713,3	5,6	-0,32	6,04	-1,8	64,1
juin-03	6,5	698,7	6,4	-0,32	6,26	-1,8	64,1
juil-03	6,5	719	6,7	-0,15	6,39	-1,9	64,814
août-03	6,5	728,5	7,2	-0,15	6,37	-1,9	64,814
sept-03	6,5	720,9	7,5	-0,15	6,28	-1,9	64,814
oct-03	6,25	726,9	7,6	0,05	5,98	-3,3	65,675
nov-03	6,25	733,5	7,8	0,05	6	-3,3	65,675
déc-03	6,25	742,8	7,3	0,05	5,98	-3,3	65,675
jan-04	6	738,1	6,3	-0,27	5,78	2,7	66,547
fév-04	6	742,8	6,5	-0,27	5,79	2,7	66,547
mar-04	6	722,7	6,2	-0,27	5,71	2,7	66,547
avr-04	5,5	731,7	6	-0,32	5,35	1,3	67,518
mai-04	5	721,5	6,3	-0,32	4,91	1,3	67,518
juin-04	5	742,7	6,1	-0,32	4,33	1,3	67,518
juil-04	4,5	748,6	6,5	-0,15	3,96	1,2	68,431
août-04	4,5	754,4	5,2	-0,15	3,96	1,2	68,431
sept-04	4,5	759,8	4,7	-0,15	4,16	1,2	68,431
oct-04	4,5	760,2	4,6	0,47	4,26	4,4	69,306
nov-04	4,5	766,5	4,3	0,47	4,22	4,4	69,306
déc-04	4	785,4	3,9	0,47	3,74	4,4	69,306



Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

<b>période</b>	<b>br</b>	<b>m2</b>	<b>igap</b>	<b>ygap</b>	<b>bribor</b>	<b>irmzdy</b>	<b>yupr</b>
jan-05	4	773	1,2	-0,21	3,66	7,2	70,242
fév-05	4	778	0,7	-0,21	2,9	7,2	70,242
mar-05	3	773,2	0,5	-0,21	2,29	7,2	70,242
avr-05	3	785,3	0,7	-0,43	2,56	5,6	71,078
mai-05	3	771,3	0,4	-0,43	2,75	5,6	71,078
juin-05	3	778,8	0,5	-0,43	2,88	5,6	71,078
juil-05	3	787,1	0	-0,1	2,89	7,6	71,981
août-05	3	794,3	0	-0,1	2,94	7,6	71,981
sept-05	3	797	0,2	-0,1	2,93	7,6	71,981
oct-05	3	802	1,3	-0,5	3,03	4,7	75,8423
nov-05	3	801,1	1,4	-0,5	3,19	4,7	75,8423
déc-05	3	785,99	1,6	-0,5	3,12	4,7	75,8423

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

période	itar	mzmi-itar	corecpi	netcpi	cpi
jan-93	N	N	75,7	77,2	69,3
fév-93	N	N	76,6	78,1	75,5
mar-93	N	N	77,2	78,9	76,7
avr-93	N	N	77,8	79,8	77,5
mai-93	N	N	78,0	80,5	78,4
juin-93	N	N	78,2	81,0	78,8
juil-93	N	N	79,1	81,6	79,1
août-93	N	N	81,1	83,4	80,0
sept-93	N	N	83,3	84,9	81,9
oct-93	N	N	84,5	85,9	83,9
nov-93	N	N	85,5	87,0	85,0
déc-93	N	N	86,0	87,6	86,0
jan-94	N	N	87,2	88,8	86,5
fév-94	N	N	87,7	89,5	87,7
mar-94	N	N	88,1	90,1	88,3
avr-94	N	N	88,6	90,5	88,7
mai-94	N	N	89,1	91,0	89,1
juin-94	N	N	89,6	91,5	89,6
juil-94	N	N	90,4	92,1	90,1
août-94	N	N	91,7	92,8	90,7
sept-94	N	N	94,2	93,5	92,0
oct-94	N	N	95,5	94,5	94,2
nov-94	N	N	96,0	95,0	95,4
déc-94	N	N	96,7	95,6	96,1
jan-95	8	3,7	97,8	96,9	96,7
fév-95	8	3,5	98,0	97,6	98,0
mar-95	8	3,3	98,2	98,1	98,5
avr-95	8	3,2	98,5	98,7	98,8
mai-95	8	3	98,9	99,2	99,2
juin-95	8	2,6	98,7	99,9	99,6
juil-95	8	2,8	99,5	100,4	99,7
août-95	8	1,8	100,1	100,8	100,7
sept-95	8	0,8	101,9	101,4	100,8
oct-95	8	-0,1	102,4	101,9	102,2
nov-95	8	-0,4	102,8	102,5	102,7
déc-95	8	-0,8	103,1	102,7	103,1
jan-96	N	N	103,7	103,9	103,4
fév-96	N	N	103,8	104,4	104,2
mar-96	N	N	104,1	104,9	104,5
avr-96	N	N	104,5	105,2	104,8
mai-96	N	N	104,9	105,7	105,1
juin-96	N	N	105,0	106,4	105,6
juil-96	N	N	105,4	106,7	105,8
août-96	N	N	105,8	107,0	106,2
sept-96	N	N	107,1	107,6	106,7
oct-96	N	N	107,9	108,2	107,6
nov-96	N	N	108,3	108,7	108,4
déc-96	N	N	108,7	109,3	108,8

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

<b>période</b>	<b>itar</b>	<b>mzmi-itar</b>	<b>corecpi</b>	<b>netcpi</b>	<b>cpi</b>
jan-97	N	N	109,9	110,1	109,2
fév-97	N	N	110,5	110,6	109,6
mar-97	N	N	111,2	111,2	110,2
avr-97	N	N	111,8	111,9	110,8
mai-97	N	N	111,7	112,4	110,9
juin-97	N	N	112,0	112,7	111,2
juil-97	N	N	112,0	113,2	111,3
août-97	N	N	112,3	113,6	112,3
sept-97	N	N	112,7	114,3	112,6
oct-97	N	N	113,8	115,5	113,6
nov-97	N	N	114,8	116,5	114,3
déc-97	N	N	115,4	117,0	114,9
jan-98	N	N	116,8	117,8	117,0
fév-98	N	N	117,9	118,6	117,9
mar-98	N	N	118,2	119,2	118,2
avr-98	N	N	118,8	119,6	118,6
mai-98	N	N	119,7	119,9	119,3
juin-98	N	N	119,8	120,3	119,4
juil-98	N	N	119,3	120,6	119,0
août-98	N	N	118,9	120,8	118,7
sept-98	N	N	119,4	121,1	119,2
oct-98	N	N	120,5	122,2	120,5
nov-98	N	N	121,1	122,8	121,0
déc-98	N	N	121,6	123,4	121,4
jan-99	N	N	123,3	125,2	124,9
fév-99	N	N	124,1	126,3	126,1
mar-99	N	N	124,5	127,0	126,4
avr-99	N	N	125,1	128,1	127,0
mai-99	N	N	125,4	128,8	127,3
juin-99	N	N	126,0	129,7	127,9
juil-99	N	N	126,6	131,7	135,2
août-99	N	N	127,4	132,7	135,9
sept-99	N	N	128,3	133,4	136,7
oct-99	N	N	129,1	134,2	137,4
nov-99	N	N	129,7	134,7	138,0
déc-99	N	N	130,4	135,4	138,6
jan-00	12,1	1,5	131,8	135,9	142,0
fév-00	12,1	4,3	133,1	137,3	146,8
mar-00	12,1	4,5	133,5	138,1	147,3
avr-00	12,1	3,8	133,4	138,1	147,3
mai-00	12,1	3,9	133,8	138,8	147,7
juin-00	12,1	3,3	133,6	139,1	147,6
juil-00	12,1	-2,9	133,6	139,5	147,6
août-00	12,1	-3,4	133,6	139,4	147,7
sept-00	12,1	-3,4	134,6	140,1	148,6
oct-00	12,1	-3,6	135,2	140,3	149,2
nov-00	12,1	-3,5	136,1	140,9	149,8
déc-00	12,1	-3,7	136,5	140,9	150,2

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

période	mzmi-		corecpi	netcpi	cpi
	itar	itar			
jan-01	7,7	0	137,2	141,1	152,6
fév-01	7,7	-1	137,8	142,3	156,0
mar-01	7,7	-0,6	138,8	142,9	157,1
avr-01	7,7	-0,1	139,8	143,7	157,8
mai-01	7,7	0	140,5	144,5	158,6
juin-01	7,7	0,3	140,9	144,5	159,0
juil-01	7,7	0,3	140,6	144,3	159,5
août-01	7,7	0,1	140,3	144,5	159,2
sept-01	7,7	-0,3	140,8	145,0	159,5
oct-01	7,7	-0,6	140,9	145,2	159,5
nov-01	7,7	-1,2	140,8	145,5	159,3
déc-01	7,7	-1,2	141,0	145,3	159,8
jan-02	3,5	2,7	142,3	146,2	162,0
fév-02	3,5	0,8	142,9	146,5	162,6
mar-02	3,5	0,1	142,9	146,6	162,8
avr-02	3,5	0,1	143,6	147,7	163,4
mai-02	3,5	-0,3	143,9	147,8	163,7
juin-02	3,5	-0,9	143,2	147,7	163,1
juil-02	3,5	-1,5	142,6	148,1	162,6
août-02	3,5	-0,8	142,7	148,3	163,5
sept-02	3,5	-0,7	143,2	148,6	164,0
oct-02	3,5	-0,6	143,2	148,7	164,0
nov-02	3,5	-0,6	143,2	148,7	164,0
déc-02	3,5	-0,1	143,6	149,3	165,2
jan-03	8,8	-1,5	144,9	150,6	173,9
fév-03	8,8	-1,2	146,0	151,8	174,9
mar-03	8,8	-0,8	146,2	152,2	175,7
avr-03	8,8	-1,1	146,3	152,5	176,0
mai-03	8,8	-1,2	146,5	152,3	176,1
juin-03	8,8	-0,4	147,5	153,5	176,9
juil-03	8,8	-0,1	147,3	154,6	176,7
août-03	8,8	0,4	146,3	153,4	178,5
sept-03	8,8	0,7	146,9	153,8	179,6
oct-03	8,8	0,8	147,0	153,7	179,7
nov-03	8,8	1	147,3	153,8	180,0
déc-03	8,8	0,5	147,5	153,8	180,3
jan-04	7,7	0,6	149,0	155,7	188,3
fév-04	7,7	0,8	149,7	156,6	189,8
mai-04	7,7	0,5	149,9	157,1	190,1
avr-04	7,7	0,3	149,7	157,4	190,1
mai-04	7,7	0,6	150,2	157,9	190,8
juin-04	7,7	0,4	150,6	158,2	191,1
juil-04	7,7	0,8	151,1	158,5	191,7
août-04	7,7	-0,5	150,8	158,6	191,4
sept-04	7,7	-1	150,5	158,6	191,4
oct-04	7,7	-1,1	150,5	158,8	191,6
nov-04	7,7	-1,4	150,2	158,8	191,4
déc-04	7,7	-1,8	149,7	158,3	191,1

Données mensuelles; source : e-Trend et Bureau de statistiques de la RS

période	mzmi-		corecpi	netcpi	cpi
	itar	itar			
jan-05	3,5	-0,3	151,1	159,4	194,3
fév-05	3,5	-0,8	151,5	160,1	194,9
mar-05	3,5	-1	151,2	159,9	194,8
avr-05	3,5	-0,8	151,5	160,4	195,2
mai-05	3,5	-1,1	151,5	160,2	195,4
juin-05	3,5	-1	151,5	160,6	196,0
juil-05	3,5	-1,5	151,5	160,7	195,5
août-05	3,5	-1,5	151,5	161,2	195,4
sept-05	3,5	-1,3	151,5	161,5	195,8
oct-05	3,5	-0,2	N	N	N
nov-05	3,5	-0,1	N	N	N
déc-05	3,5	0,1	N	N	N