

# Politique monétaire et « thérapie de choc » en Pologne : les limites de l'expérience 1990-1991

Yves Zlotowski \*

Nommé ministre des Finances de la Pologne à l'automne 1989, Leszek Balcerowicz symbolise la mise en place d'une politique de transition audacieuse vers l'économie de marché qui remporte de réels succès au cours des premiers mois de l'année 1990 : maîtrise de l'inflation, fin des pénuries, mise en place des premières réformes structurelles. Cette expérience de « thérapie de choc » aura marqué les premiers pas de l'ère de la transition qui s'était ouverte en Europe centrale et orientale. Mais l'euphorie sera de courte durée et cèdera la place au désenchantement face à la hausse des prix, à la montée du déficit budgétaire et du chômage. La mise en œuvre de la politique monétaire a été particulièrement difficile car les canaux de transmission nécessaires n'étaient pas encore en place.

La pertinence de la thérapie de choc polonaise a été discutée depuis son exécution en 1990-1991. A été notamment mis en avant son indéniable impact récessif. Cette stratégie particulière de transition consiste en une stabilisation rigoureuse, encadrée de mesures systémiques prises rapidement. Les enseignements de la « voie polonaise » sont essentiels car la stratégie adoptée était à certains égards exemplaires, pour la Russie notamment, dont les autorités évoquent fréquemment la méthode polonaise pour éliminer l'hyperinflation russe. Les résultats dans la lutte contre l'inflation ont été effectivement spectaculaires à court terme – l'hyperinflation polonaise a été éliminée dès les

\* Yves Zlotowski est économiste au LAREA, Université de Paris X-Nanterre. L'auteur a bénéficié de la collaboration de Nathalie Ricœur, économiste à la caisse des Dépôts et consignations.

premiers mois de 1990 — même si l'inflation a subsisté à des niveaux élevés. En revanche, le retour à la croissance et les réformes structurelles ont nettement marqué le pas.

C'est donc un bilan mitigé qui se dégage de cette période, mis en lumière notamment par l'analyse de la politique monétaire qui reposait sur des taux d'intérêt réels positifs et la surveillance des crédits à l'économie via des restrictions quantitatives sur le refinancement bancaire. Or celle-ci s'est heurtée à des problèmes de structures qui en ont, soit réduit l'efficacité, soit accentué le caractère récessif. Ces difficultés dans le choix des instruments, des canaux de transmission et des objectifs intermédiaires sont à l'origine de l'instabilité de la politique monétaire : en 1991, les taux directeurs nominaux sont passés de 72 à 40 % au début de l'année ; la surveillance du crédit s'est légèrement relâchée.

Les obstacles rencontrés par la politique monétaire restrictive peuvent se regrouper autour de la question du déficit budgétaire, des effets pervers engendrés par la montée des taux et de la relative inefficacité des mesures quantitatives.

## Les pressions budgétaires

C'est à n'en pas douter un des problèmes majeurs de la Pologne : le déficit budgétaire constant paralyse la politique monétaire et ses tentatives d'indépendance à l'égard de la politique budgétaire. En économie centralement planifiée, la politique monétaire est soumise à la politique budgétaire via la monétisation systématique du déficit. L'indépendance de la Banque centrale est donc un des éléments structurels fondamentaux de la transition systémique.

Or la Banque centrale ne parvient pas à mettre un terme au financement monétaire du déficit et cette incapacité se pérennise : l'Institut d'émission est en effet pris au piège des effets conjugués de la stabilisation, de la transition et de l'héritage de structures anciennes qui se modifient trop lentement.

Stabilisation et transition accroissent les déficits budgétaires : la stabilisation entraîne une dépression qui fait chuter les revenus budgétaires. La transition fait baisser certaines dépenses via l'élimination des subventions, mais concourt surtout à la perte de certains revenus fictifs comme « les revenus du commerce extérieur » engendrés par la surévaluation de la monnaie nationale et le monopole du commerce extérieur du système socialiste.

L'Etat ayant augmenté ses besoins de financement, il ne peut se tourner que vers la Banque centrale, vu l'absence de moyens de financements alternatifs. Développer des financements non monétaires par les déficits publics est très

lent, car cela suppose de créer un marché financier. La contrainte légale ne fonctionne pas : en 1989, le gouverneur de la Banque nationale de Pologne a décidé de ne plus financer le déficit, mais a dû céder devant la détérioration de la situation budgétaire.

L'effet d'éviction reste difficile à mesurer, mais les crédits au secteur privé sont extrêmement dépendants des évolutions budgétaires. Les banques de second rang profitent systématiquement du ralentissement des crédits à l'Etat. Ainsi la pérennisation du financement monétaire accentue les restrictions de crédits sur le secteur privé. Les liens entre budget et Banque centrale pénalisent également la politique de taux, puisque la dette de l'Etat est souscrite à des taux bonifiés, bien inférieurs au taux directeurs couvrant les crédits de refinancement.

## **L'inefficacité de la gestion par les taux d'intérêt**

Les taux d'intérêt devaient avoir un rôle actif dans la « thérapie de choc » puisque le maintien de taux d'intérêt réels positifs devait contribuer à redonner confiance en la monnaie nationale et donc juguler les processus inflationnistes. Certes il ne faut pas caricaturer les objectifs du plan Balcerowicz, car les autorités polonaises étaient alors parfaitement conscientes du caractère illusoire d'une réelle régulation par les taux en Pologne. Il était dit que ceci prendrait du temps et qu'il était nécessaire de recourir provisoirement à une politique quantitative.

La hausse des taux visait à freiner la croissance du crédit jugée inflationniste. Il fallait en finir avec le système de crédit lâche<sup>1</sup> des économies centralement planifiées dans lequel le crédit était systématiquement accordé à toute entreprise le demandant. La politique des taux devrait avoir, en plus de son effet stabilisateur sur les prix, un rôle non négligeable dans les réformes systémiques puisqu'il s'agissait de créer un marché du crédit.

Or l'évolution du crédit, de janvier 1990 à août 1991, montre a priori une politique monétaire peu restrictive : son taux de croissance réelle rapporté à celle de l'activité a été positive (tableau 1). En d'autres termes, la croissance des crédits aurait dépassé celle de l'activité.

Le maintien de taux d'intérêt réels positifs était l'objectif intermédiaire principal de la politique monétaire. Il s'agissait de s'appuyer sur les taux directeurs de la Banque centrale, notamment le taux de refinancement bancaire,

1. Selon la terminologie de J. Kornai.

TABLEAU 1

## Evolution des crédits en Pologne

En %

	1990				1991		
	I	II	III	IV	I	II	III
<b>Taux de croissance nominale</b>							
- Crédits de refinancement	105,0	53,6	16,8	37,8	2,4	0,1	2,0
- Crédits aux entreprises	120,1	67,0	37,2	22,0	12,5	14,6	14,0
• Entreprises publiques	128,6	63,3	30,7	16,4	11,2	10,4	9,8
• Entreprises privées	12,6	165,3	141,3	71,6	19,9	37,5	32,6
- M2	109,9	54,3	42,4	10,0	0,6	5,9	10,3
<b>Taux de croissance réelle *</b>							
- Crédits aux entreprises	18,5	42,7	24,3	- 1,0	1,8	14,1	12,3
• Entreprises publiques	23,1	39,5	18,4	- 5,7	0,7	9,9	8,1
• Entreprises privées	- 39,4	126,6	118,6	39,1	8,6	36,7	30,6

\* Le taux de croissance réelle est rapporté au taux de croissance de l'activité ; le crédit aux entreprises est égal à la somme des crédits au secteur public et des crédits au secteur privé.

Source : *Fonds monétaire international*, « *International Financial Statistics* ».

pour exercer cette action. A posteriori, les résultats s'écartent de ces objectifs. L'analyse des taux de refinancement de 1990 à 1992 fait apparaître deux phénomènes :

- les autorités monétaires ont bien ajusté régulièrement les taux nominaux sur l'inflation. Les tests économétriques de causalité concluent à une causalité unidirectionnelle du taux mensuel d'inflation sur le taux mensuel de refinancement ;

- néanmoins, le taux d'intérêt réel ex-post<sup>2</sup> est systématiquement négatif (sauf en avril 1990) sur la période et ceci, bien qu'il se soit redressé de façon spectaculaire immédiatement après le « big bang » polonais.

L'objectif de taux d'intérêt réels positifs n'a donc pas été atteint. Le taux réel ex-ante était peut-être positif, mais le gouvernement polonais avait des anticipations d'inflation trop faibles. Les tensions inflationnistes ont été systématiquement sous-estimées : pression des salaires, hausses des prix alimentaires, dernières libérations de prix, déficit budgétaire monétisé... Ceci se traduit dans l'objectif d'inflation affiché pour 1991 : 30 %, alors que le taux effectif a été de 60 %.

Le caractère surprenant de l'inflation se retrouve dans les tests de corrélation entre crédits à l'économie et taux prêteurs bancaires : les taux prêteurs réels ex-post ne sont pas corrélés significativement aux crédits contrairement aux taux

2. Taux de refinancement moins taux d'inflation courant.

nominaux<sup>3</sup>. Plutôt qu'à une illusion monétaire naïve de la part des agents, il faut conclure à une sous-estimation systématique de l'inflation liée au choc de janvier 1990. Les autorités économiques polonaises ont surestimé leur capacité à endiguer l'inflation.

En contrepartie, la politique des taux directeurs s'est avérée plutôt efficace en ce qui concerne la relation entre taux de refinancement et taux prêteur bancaire : il y a une indexation unitaire apparente du taux prêteur bancaire sur le taux de refinancement et il n'y a pratiquement jamais de « spread » entre les deux taux. Les banques ont donc systématiquement répercuté sur leurs taux débiteurs les variations de leur taux de refinancement. Les positions monopolistiques (à la fois sectorielles et régionales) des banques commerciales n'ont donc, semble-t-il, pas eu d'effet sur la mécanique des taux.

## La régulation des crédits aux entreprises

Il convient maintenant de s'interroger sur les canaux de transmission de la régulation par les taux d'intérêt, et notamment d'évaluer l'effet coût du capital : une augmentation des taux prêteurs provoque un renchérissement du capital, d'où une baisse de la demande de crédit et de l'encours de crédit. La présence d'un effet coût du capital peut être testée par l'existence d'une corrélation entre encours de crédit et taux d'intérêt. A ce stade, il ne s'agit pas de définir une équation globale des déterminants du crédit, mais seulement de calculer la corrélation entre ces deux variables. Plus précisément, nous utilisons l'encours nominal de crédit rapporté à l'indice de production industrielle (base 100 = janvier 1989) puis mis en taux de croissance. Nous calculons sa corrélation avec le taux prêteur bancaire moyen mensuel pris en variation (tableau 2).

TABLEAU 2

**Impact d'une variation de taux prêteur sur la variation de l'encours de crédit**

mai 1990-décembre 1991

	Coefficients de corrélation	T de Student
<b>Crédits publics</b>	- 0,022 (DW = 2,7)	- 0,12
<b>Crédits privés</b>	- 0,67 (DW = 2,65)	- 2,321

Source : base statistique du Fonds monétaire international.

3. Les résultats complets de ces tests ne figurent pas dans l'article.

Deux calculs distincts sont effectués pour les crédits au secteur public et ceux au secteur privé. Un résultat particulièrement intéressant ressort de ce test de corrélation : les crédits au secteur public ne sont pas significativement corrélés au taux d'intérêt, alors que les crédits au secteur privé le sont. Le secteur privé est sensible à la variation des taux nominaux, alors que le secteur public ne l'est guère : une politique restrictive des taux a donc un effet pervers très dommageable pour la transition vers l'économie de marché puisqu'elle pénalise le développement du secteur privé et ne touche pas le secteur public.

## **L'absence de réaction du secteur public aux mouvements des taux**

Plusieurs explications de ce résultat peuvent être avancées.

Le maintien d'une contrainte budgétaire lâche ; devant l'absence de faillites massives, l'entreprise du secteur public continue à se comporter comme en économie planifiée. Sachant qu'elle sera préservée, elle ne tient pas compte du coût des investissements. Elle peut même augmenter sa demande de crédit en cas de hausse des taux d'intérêt, si elle souhaite conserver un même volume net d'investissement. Ceci est un piège pour la « thérapie de choc » : le secteur public ne s'est pas adapté aux nouvelles conditions macroéconomiques. L'inertie des comportements a été sous-estimée et la rationalité de l'ancien système n'a apparemment pas été entamée. A cet égard, le rôle d'une loi sur la faillite apparaît fondamental, comme signal de nouvelles règles du jeu. Cet argument n'est toutefois pas tout-à-fait convaincant, car la croissance du crédit au secteur public est restée bien inférieure aux taux équivalents pour le secteur privé. On a même assisté à une décélération du crédit au secteur public durant l'année 1991, qui est passé de 11,2 % (1<sup>er</sup> trimestre) à 10,4 (2<sup>e</sup> trimestre) et 9,8 (3<sup>e</sup> trimestre) contre 19,9 ; 37,5 et 32,6 pour le secteur privé. Il ne semble donc pas que le secteur public ait continué à bénéficier d'un crédit lâche.

La hausse des taux d'intérêt aurait eu des effets pervers de sélection adverse, comme l'expliquent les théories de rationnement du crédit. Les banques ne parviennent pas à estimer la solvabilité des emprunteurs sur le marché du crédit dans les économies de l'Est qui se caractérisent par une très faible circulation de l'information sur les entités microéconomiques. Augmenter les taux risque d'attirer les entreprises les moins efficaces qui n'ont plus rien à perdre, alors que les entreprises rentables ont des comportements plus raisonnables et préfèrent se retirer du marché du crédit pour ne pas subir la hausse des taux.

La structure des économies planifiées correspond tout-à-fait au schéma du rationnement : l'effet sélectif (sélection qui s'opère à la fois entre les investisse-

ments pour une même entreprise et entre les différentes entreprises) de la hausse des taux ne fonctionne pas en raison des différences de situation entre le secteur public qui maintient des comportements d'insensibilité aux coûts, et le secteur privé qui doit être nécessairement rentable. Alors que la hausse des taux devrait être un moyen d'imposer la contrainte budgétaire dure, elle mène exactement à l'opposé, par des effets de sélection adverse. Loin de sélectionner les entreprises rentables et « éliminer les canards boiteux », la politique restrictive pénalise le secteur que l'on souhaite développer.

Les tests statistiques ne permettent pas du tout de conclure à un quelconque effet d'éviction du secteur public sur le secteur privé à travers le crédit aux entreprises comme les taux de croissance que nous avons donnés le suggéraient. Le poids de la dette passée du secteur public a joué un rôle négatif sur l'estimation de la solvabilité des emprunteurs publics. Dès lors, les « bad loans » des entreprises publiques déficitaires ont agi en faveur d'un rationnement quantitatif des banques, ce qui illustre parfaitement la théorie du rationnement.

Une double régulation aurait été mise en place : les crédits au secteur privé auraient été contrôlés par le taux d'intérêt, alors que les prêts au secteur public étaient plutôt soumis à un rationnement quantitatif. En effet, les conditions structurelles ne permettaient pas, pour le secteur public, une régulation efficace par les taux d'intérêt. Une telle hypothèse doit être nuancée puisqu'elle suppose une efficacité de la politique restrictive qui provoque un effet drastique sur la chute du crédit ce qui, rappelons-le, n'a pas été le cas. Il s'agit du mode de régulation globale qui fonctionne différemment, semble-t-il, selon les secteurs. Remarquons enfin que dans notre hypothèse, la politique économique ne se heurte pas à une inertie structurelle, auquel cas le secteur public aurait continué à bénéficier d'un crédit lâche ce que les statistiques infirment, mais bien à une dynamique perverse : le secteur privé est étranglé par la politique des taux et le crédit au secteur d'Etat est rationné.

Les conclusions de l'économétrie sont confirmées par les enquêtes polonaises réalisées auprès du secteur privé : selon un rapport officiel, 70 % des entreprises interrogées n'ont pas voulu recourir au crédit bancaire en raison du caractère élevé et instable des taux débiteurs (Szymkiewicz, 1992) Les firmes privées souffrent donc d'un manque de capital, d'autant plus qu'elles ont en général débuté avec des moyens financiers très limités. Ceci a pour conséquence une baisse de l'investissement : la part des investissements privés dans les investissements globaux a diminué de 42,3 % à 40,3 % de 1990 à 1991.

Une équation des déterminants de la croissance du crédit au secteur privé, illustre bien les mécanismes usuels de régulation par les taux :

$$\text{CREPRI} = 6,8 + 0,47 \text{CREPRI}_{-1} - 0,0525 \text{TX} + 0,51\text{Y}_{-1}$$

(2,88)            (4,77)            (- 7,01)            (2,15)

$$R^2 = 0,85 ; \text{DW} = - 0,13 ; \text{Ecart-type} = 0,28$$

où :

- CREPRI désigne le taux de croissance des crédits bancaires au secteur privé ;
- %TX le taux prêteur bancaire ;
- Y le taux de croissance nominal de la production ;
- le coefficient -1 indiquant qu'il s'agit de variables retardées.

Cette équation des déterminants du crédit au secteur privé indique une dynamique usuelle puisqu'elle retient comme facteurs une variable retardée, les mouvements des taux débiteurs (nominaux et non réels comme nous l'avons signalé précédemment), et un indicateur de croissance globale. Le coefficient particulièrement élevé devant le taux d'intérêt confirme la forte sensibilité de ce secteur à la politique des taux.

## Le contrôle quantitatif

Tout le contrôle quantitatif est entaché d'un certain flou, quant à ses modalités d'application, ses instruments et ses objectifs. Néanmoins cette politique est centrale pour la régulation monétaire. Là encore, une étude très rapide confirme que les canaux de transmission habituels sont déformés :

- les restrictions quantitatives jouent à plein, car il n'existe pas d'autres sources de financement que le crédit bancaire. Les marchés financiers sont particulièrement lents à se développer et ne sont pas pour le moment une source de financement pour les entreprises ;
- l'importance du crédit inter-entreprise réduit l'efficacité de la politique monétaire. Selon la Banque nationale de Pologne, le volume des crédits inter-entreprises équivaut au concours du système bancaire à l'économie<sup>4</sup>. Dans un certain sens, c'est un signe d'efficacité de la régulation monétaire : les banques répercuterait bien les restrictions des autorités monétaires sur leur politique de crédit, et les entreprises seraient bien contraintes par le manque de crédit. Ceci répond à l'objectif officiel de surveillance de l'encours du crédit à l'économie.

Cependant, cette surveillance a également pour but l'assainissement financier des entreprises : l'encadrement du crédit devrait conduire à une plus grande sélectivité des investissements et contribuer à éliminer les entreprises défaillantes. Sous cet angle, le crédit « face-à-face » constitue bien un contournement dangereux de la politique monétaire car il pérennise la contrainte budgétaire lâche. Pire, il conduit à la création d'une chaîne d'insolvabilité puisque les paiements inter-entreprises subsistent sans leur financement. Les entreprises préfèrent ainsi maintenir leurs transactions au prix d'un endettement croissant. L'encadrement du crédit comporte ainsi un véritable risque de système.

4. Soit 200 000 milliards de zlotys en septembre 1991 selon les estimations de l'OCDE (1992).

## Conclusion

Dans les économies en transition, les canaux usuels de la politique économique sont déformés ce que cette étude a montré dans le cas de la politique monétaire polonaise. Il faut donc repenser la politique économique et l'adapter à ces pays. Pour la politique monétaire, des pratiques sélectives peuvent s'avérer nécessaires, que ce soit un encadrement du crédit ou des taux d'intérêt préférentiels. La Banque centrale donne ainsi des instructions aux banques en recommandant le libéralisme à l'égard de certaines branches et en incitant à la rigueur à l'égard d'autres secteurs. Elle peut favoriser le secteur privé ou le secteur exportateur, par des taux bonifiés. Certes, la sélectivité n'est pas sans danger : en introduisant ainsi une asymétrie entre les secteurs, il y a un risque de voir se reproduire des comportements de marchandage. La sélectivité du crédit permet néanmoins de résoudre le conflit d'objectif entre stabilisation et transition, car elle atténue les effets récessifs de l'encadrement du crédit. Il n'est en effet aujourd'hui plus possible de conduire les politiques économiques des économies en transition, indépendamment des mutations structurelles et des contraintes que celles-ci rencontrent. Le retour à la croissance en dépend.

### Références

- Crane K. (1991), « Polish Foreign Trade in 1990 and the First Half of 1991 », *PlanEcon Report*, August 30, Washington.
- The Institute of International Finance (1992), *Poland Country Update*, January 3, Washington.
- Kolodko G.W. (1992), *Structural Adjustment Policy in Poland, the Recent Achievements and Future Challenges*, Research Institute of Finance, Varsovie, mimeo.
- Lipowski A., Szymkiewicz K. (1991), *La « révolution des prix » et l'effondrement de la production dans le secteur d'Etat en Pologne 1990-1991*, Conférence internationale de Barcelone 13-16 novembre 1991, mimeo, ROSES-CNRS.
- Lipton D., Sachs J. (1990), « Creating a Market Economy in Eastern Europe : the Case of Poland », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- Lutkowski K. (1992), « Assainissement monétaire et transformations structurelles en Pologne : premiers résultats », *Problèmes économiques*, n° 2 265, 4 mars, la Documentation française.
- Nuti D.M. (1990), « Aspects internes et internationaux du déséquilibre monétaire en Pologne », *Economie européenne*, n° 43, n° spécial.
- OCDE (1992), « Pologne », *Etudes économiques de l'OCDE*, Centre pour la coopération avec les économies européennes en transition.
- Portes R. (1992), « Is there a Better Way ? », *International Economic Insights*, May-June.
- RFE (1992), « Privatization », *RL Research Report*, vol. 1, n° 17, 24 avril.
- Ricoeur N. (1990-1991-1992), « Pays de l'Est », *Notes de conjoncture*, service des études économiques et financières de la Caisse des dépôts et consignations, octobre, février, juin.

- 
- Sachs J. (1991), « Poland's Big Bang : a First Report Card », *The International Economy*, January-February.
- Sadowski Z. (1992), « Merits and Demerits of the Polish Road to the Market System », *Document de travail de l'IRSES*, Maison des sciences de l'homme, mai.
- Szymkiewicz K. (1992), « Le secteur privé en Pologne : un amortisseur de la récession », mimeo, ROSES-CNRS.
- Telma T. (1991), « The Polish Economy in 1991 », *PlanEcon Report*, December 30, Washington.