



CHUTE DE LA MONNAIE HONGROISE : LA BANQUE CENTRALE A LA MANŒUVRE

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE RÉGIONAL

Octobre 2022

Face à la chute continue de la monnaie hongroise, la Banque centrale a annoncé le 14 octobre une série de mesures originales visant à alléger la pression sur le change, parmi lesquelles un engagement à fournir directement les devises aux importateurs énergétiques. Si ces annonces devraient permettre de relâcher temporairement la pression, la pérennité de leur effet sur le change est plus incertaine, alors que l'inflation a dépassé les 20% en septembre, que l'efficacité de la transmission de la politique monétaire est limitée par une surliquidité chronique, que le déficit de la balance courante ne cesse de se creuser et que les réserves de change représentent moins de 3 mois d'importations

I. Le forint a connu une chute importante face à toutes les devises depuis le début de l'année

Depuis le début de l'année, le forint hongrois (HUF) a connu une forte dépréciation tant par rapport à l'USD (-30%) que par rapport à l'euro (-11%) (graphique 1). Les facteurs d'une telle dépréciation sont multiples. D'une part les fondamentaux économiques sont dégradés : l'inflation, qui n'a cessé de croître depuis 2021 a ainsi atteint en septembre son plus haut depuis 26 ans à 20,1%, alors que l'on observe en parallèle une détérioration continue de la balance des transactions courantes (cf graphique 2). D'autre part, le sentiment des marchés s'est fortement dégradé ces derniers mois vis à vis de la Hongrie, sur fond de facteurs externes (guerre en Ukraine), comme domestiques (conflit exacerbé entre Budapest et la Commission européenne).

Ces éléments propres à la Hongrie expliquent sans doute pourquoi la monnaie hongroise s'est dépréciée plus rapidement que ses homologues de la région qui subissent les mêmes évolutions macroéconomiques défavorables. Ainsi, la République tchèque, par ses interventions directes sur le marché des changes, a pu stabiliser le cours de sa devise, forte de la crédibilité que lui confèrent ses importantes réserves de change (plus de 8 mois d'importations). L'équation pour la Banque centrale hongroise est encore compliquée par la situation de forte surliquidité du système qui rend inopérante sa politique de taux et qui l'a conduit, logiquement à annoncer en septembre la fin du cycle de resserrement monétaire. Dans ce contexte annoncé de stabilisation du taux directeur à 13%, la Banque centrale a dû se réinventer pour définir un « package » de mesures susceptible d'enrayer la dépréciation du forint.

2. Un paquet de mesures originales annoncé par la Banque centrale

Le 14 octobre, la Banque centrale a annoncé une série de mesures nouvelles avec pour objectif d'enrayer la dépréciation de la monnaie nationale dont les deux plus importantes sont :

- L'introduction d'une nouvelle facilité de dépôt à un jour, au taux de 18% ;
- La fourniture directe par la Banque centrale de liquidités en devises aux importateurs d'énergie, au moins jusqu'en décembre.

A côté de ces deux mesures-phare, on note également la hausse des taux O/N et sur facilités de swaps en devises et une hausse des taux de prêts adossés à des collatéraux (qui passent de 15,5 à 25%). Ces dernières mesures ont pour objet d'éviter les effets d'aubaine liés à l'introduction de la nouvelle facilité. Le Vice-gouverneur Virag a expliqué la logique qui sous-tend ces nouvelles dispositions.

A son sens, la faiblesse du forint obéissait à 2 types de facteurs, l'un fondamental (détérioration de la balance courante), l'autre lié aux marchés et aux positions des intervenants sur celui-ci.

Concernant la balance courante, on remarque que « hors énergie », la balance était positive (cf graphique 3). Dès lors, en fournissant directement aux importateurs d'énergie les liquidités en devises sans que ceux-ci n'aient à s'adresser au marché, ce dernier sera allégé d'autant de pressions (la facture énergétique représentant 1,5 Md EUR/mois en moyenne depuis le début de l'été) ;

Concernant le marché, la nouvelle facilité à un jour offre un rendement à un taux attractif (18%), très largement supérieur au taux directeur, dans le but d'attirer au maximum la liquidité excédentaire et d'assécher ainsi la situation de surliquidité structurelle.

3. Un répit probable à court terme, mais plus incertain à long terme

L'impact immédiat des mesures annoncées n'a pas tardé : le forint a ainsi gagné près de 5% sur les trois jours suivant les annonces. Au-delà de ce succès immédiat et prévisible, qui offre au HUF un répit sans doute de courte durée, un certain nombre de questions demeurent pendantes :

- La multiplication des instruments et des taux est susceptible d'affaiblir la lisibilité ;
- Le taux offert sur les dépôts à un jour, supérieur de 5 points au taux directeur, pourrait de facto être perçu comme la nouvelle référence du marché. Dans le même temps, le fait que ce taux puisse être modifié quotidiennement ajoute de l'imprévisibilité pour les intervenants ;
- Ces mesures ne devraient avoir qu'un impact marginal sur le phénomène croissant d'« euroisation/dollarisation » qui touche les entreprises et les particuliers. JP Morgan estime ainsi que les achats de devises de ces agents ont atteint 4,2 Mds EUR entre juin et août et les dépôts en devises représentent dorénavant 28% des dépôts totaux ;
- La faiblesse des réserves de change (<3 mois d'importations) devrait s'accroître avec la dégradation continue de la balance courante, ce qui rend la Banque centrale vulnérable si des opérateurs de marché voulaient « tester » la résistance du forint.

Enfin, bien évidemment, au-delà de toutes les mesures techniques que pourra prendre la Banque centrale, le sentiment des marchés, et partant la devise hongroise, devrait rester tributaire de l'évolution du conflit entre les autorités hongroises et la Commission européenne et de l'incertitude qui entoure le déblocage des fonds européens, tant du plan de relance que du CFP 2021-2027.

Rédigé par Anselme IMBERT, le 26 octobre 2022

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.
Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations : www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international