MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE ET NUMÉRIQUE
Liberté
Égalité
Fraternité

Direction générale du Trésor

EN EUROPE CENTRALE, LES QUESTIONS DE CHANGE REVIENNENT AU PREMIER PLAN

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE REGIONAL DE VARSOVIE

Octobre 2022

Depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, les pays d'Europe centrale qui ne sont pas membres de la zone euro doivent faire face à de fortes pressions baissières sur leur monnaie, accentuées par une inflation toujours pas maitrisée et la dégradation marquée de leur balance des transactions courantes. Alors qu'elles ont soit achevé leur cycle de resserrement monétaire, soit s'en rapprochent, les Banques centrales réagissent en ordre dispersé pour tenter, avec plus ou moins de succès, de ralentir la dépréciation de leur devise nationale.

1) Pologne : l'abandon d'une politique de change ?

Ces dernières années, la Banque centrale polonaise (NBP) n'hésitait pas à mener une politique officieuse de « dévaluations compétitives » afin de stimuler la compétitivité des exportations polonaises. La Banque centrale s'efforçait ainsi de garder un zloty faible mais compris dans une certaine fourchette plus ou moins explicite par rapport à l'euro. Pour ce faire, elle n'hésitait pas à intervenir directement sur le marché, comme elle l'a fait à plusieurs reprises notamment lors de la crise du Covid. Cette politique a perduré jusqu'à la fin de l'année 2021, alors même que le poids croissant de l'inflation importée se faisait sentir dans l'indice des prix polonais.

La guerre en Ukraine a marqué un tournant pour la monnaie nationale et la politique de change de la Banque centrale. Le zloty faible, considéré jusqu'alors comme un atout, est soudain apparu comme une contrainte pour la Pologne. L'invasion de l'Ukraine a provoqué une secousse immédiate sur le zloty qui a alors atteint un plus bas historique. En réaction, la Banque de Pologne a procédé à trois reprises à des ventes de réserves de change pour tenter de ralentir la chute de la monnaie nationale. Les pressions se sont poursuivies et ont provoqué un décrochage progressif du zloty. En un an, il recule de 4% face à l'EUR et de 15% face à l'USD.
Outre le contexte politique, la faiblesse du zloty est également alimentée par la dégradation marquée du solde courant et par un resserrement de la politique monétaire que les marchés ont pu juger comme trop tardif et limité dans un contexte de forte inflation (+17,2% à fin septembre). Enfin, le différend qui oppose la Pologne à la Commission européenne exerce également des pressions baissières sur le change.

La question du taux de change, longtemps centrale, semble être passée au second plan désormais. Lors de sa conférence du 6 octobre, le gouverneur a ainsi laissé entendre que le niveau de change n'était pas une question et a insisté sur les bienfaits du taux de change flottant, tout en considérant que la faiblesse du zloty s'explique principalement par les variations du taux EUR/USD. Cette déclaration contraste avec la politique de change active suivie jusqu'ici par la NBP. On note cependant que dans le

même temps, selon des informations de l'agence de presse polonaise (PAP) non démenties par les intéressés, la banque publique de développement BGK serait récemment intervenue à plusieurs reprises sur le marché des changes afin de défendre le zloty.

2) Hongrie : confrontée à un taux de change en baisse continue et des réserves de change limitées, la Banque centrale innove en créant de nouveaux outils

Alors que le forint avait fait preuve d'une certaine stabilité par rapport à l'euro, la Hongrie doit faire face à une forte dépréciation de sa monnaie nationale. Depuis le début de l'année, le forint a connu une dépréciation encore plus marquée que ce soit par rapport à l'USD (-30%) que vis-à-vis de l'EUR (-11%). Les facteurs d'une telle dépréciation sont similaires à ceux que connaît la Pologne. D'une part les fondamentaux économiques se dégradent : l'inflation dépasse désormais les 20%, en parallèle d'une détérioration continue du solde de la balance des transactions courantes. D'autre part, le sentiment des marchés s'est fortement dégradé ces derniers mois sur fond de facteurs externes (guerre en Ukraine), comme domestiques (conflit exacerbé entre Budapest et la Commission).
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.

Le 14 octobre, elle a annoncé une série de mesures dont les deux plus importantes sont : 1/ l'introduction d'une nouvelle facilité de dépôt à un jour, au taux de 18% ; 2/ la fourniture directe par la Banque centrale de liquidités en devises aux importateurs d'énergie, au moins jusqu'en décembre. 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. 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. L'effet risque toutefois d'être uniquement de court terme, alors que le pays dispose de marges de manœuvre limitées en raison de réserves de change couvrant à peine 3 mois d'importations (36,2 Md EUR).

3) République tchèque : un taux de change stabilisé grâce à des interventions sur le marché des changes

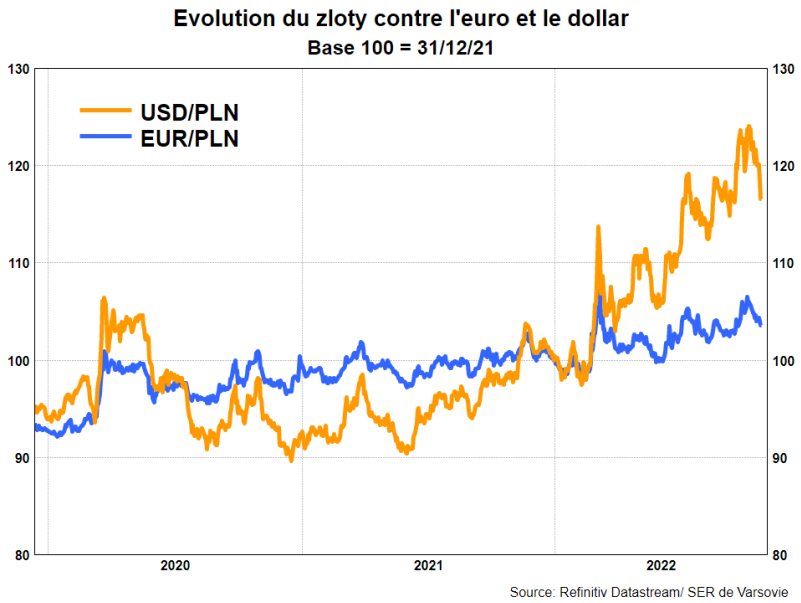
La Banque centrale tchèque avait décidé en 2013 d'utiliser le taux de change comme outil de politique monétaire. Confrontée à un risque de déflation et ayant déjà baissé les taux à 0% dès 2012, elle avait été contrainte d'affaiblir la couronne tchèque par des opérations de change afin que le risque ne se matérialise. Cette politique, qui avait permis à la République tchèque d'éviter la déflation et à l'économie de repartir de l'avant, avait alors été saluée par le FMI. Une fois la situation stabilisée, la Banque centrale a finalement fait le choix en 2017 d'abandonner l'objectif d'une parité EUR/CZK à 27, laissant le taux de change évoluer librement.

A l'opposé de cette politique, la Banque centrale tchèque intervient depuis mi-mai sur le marché des changes afin de soutenir la couronne tchèque, soumise à des pressions baissières comme les autres devises de la région, pour limiter l'inflation importée. Il en résulte, à l'inverse des autres monnaies, une

légère appréciation de la couronne tchèque face à l'euro depuis le début de l'année. Le montant de réserves de change dépensé depuis mi-mai est estimé à près de 30 Md EUR, ce qui représente près de 20% des réserves de change du pays, qui se sont ainsi amoindries de 160 Md EUR en avril à 139 Md EUR fin septembre. Le pays avait profité de la bonne dynamique de son commerce extérieur ces dernières années pour constituer de solides réserves de change, qui couvraient en mai presque un an d'importations. Elle dispose toujours de 85 Md EUR de réserves de change mobilisables avant d'atteindre le seuil considéré comme critique de réserves couvrant seulement 3 mois d'importations.

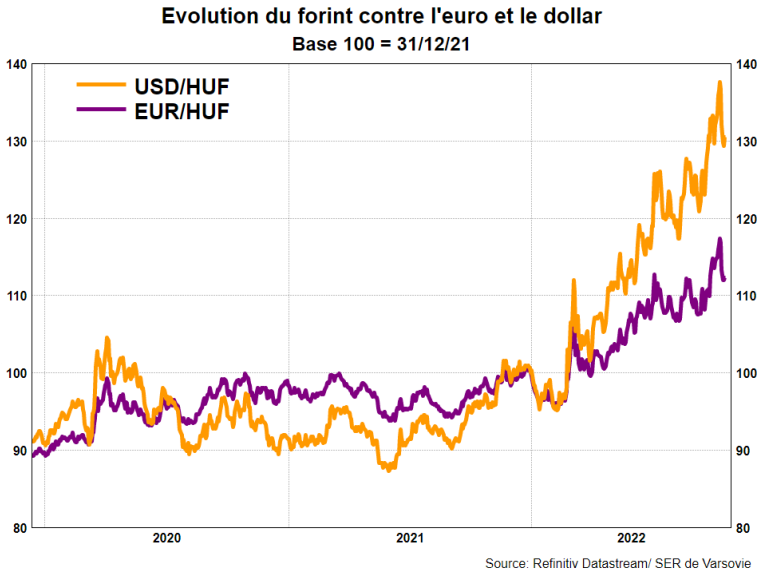
Annexes

Annexe 1



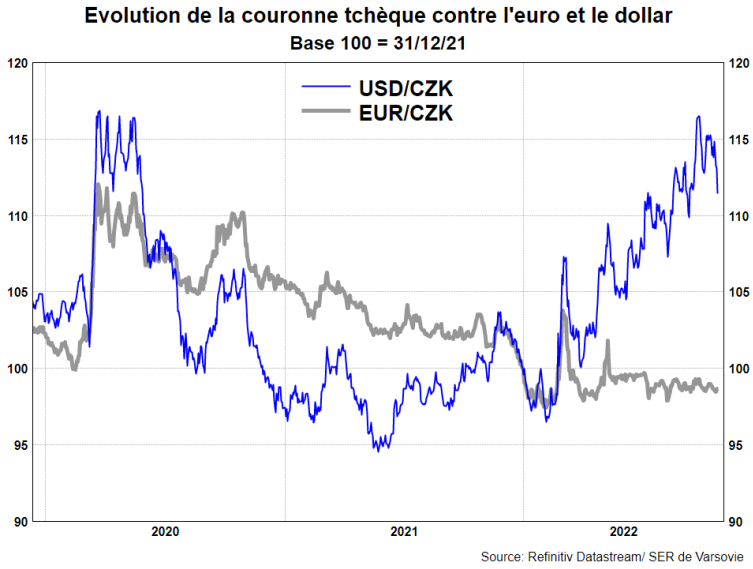
Source: Refinitiv Datastream/ SER de Varsovie

Annexe 2

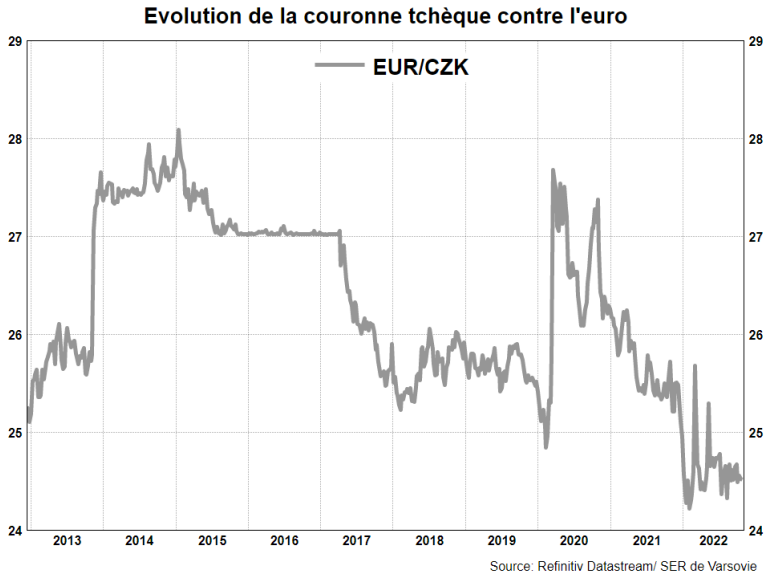


Source: Refinitiv Datastream/ SER de Varsovie

Annexe 3



Annexe 4



Noté rédigée en octobre 2022.