

LES PECO ET L'EURO

L'intégration des pays d'Europe centrale et orientale à l'union monétaire européenne n'est pas encore sérieusement envisagée. D'une part, ces pays ne satisfont pas aux critères de convergence nominale de Maastricht ; d'autre part le processus de transition n'est pas achevé et nécessite une certaine souplesse de la politique monétaire et du taux de change. En attendant leur intégration à l'union monétaire, les Peco pourraient néanmoins avoir intérêt à lier leurs monnaies à l'euro par un taux de change fixe, mais ajustable. Ceci leur permettrait d'ancrer les anticipations d'inflation tout en conservant une certaine maîtrise du taux de change réel. L'émergence de l'euro comme monnaie internationale s'en trouverait du même coup facilitée, et les risques de surévaluation limités.

L'un des principaux enjeux de l'intégration européenne est son élargissement à l'Est. Le Conseil européen de Copenhague a établi, en juin 1993, que les pays d'Europe centrale et orientale (Peco) liés à l'Union européenne par des accords d'association pourront en devenir membres. Le Conseil de Luxembourg de décembre 1997 a désigné les pays aptes à entamer des négociations d'adhésion ; la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Slovaquie, ont ouvert ces négociations en novembre 1998¹. En revanche, les Peco ne satisfont pas, aujourd'hui, les conditions d'entrée dans l'union monétaire européenne.

■ Les Peco face aux critères de Maastricht

Parmi les Peco, deux ensembles de pays se distinguent très nettement. Le premier regroupe les pays d'Europe centrale, dont les taux d'inflation et les taux d'intérêt nominaux se sont stabilisés (tableau 1). Le second concerne les deux pays d'Europe orientale, la Roumanie et la Bulgarie, dont les taux d'inflation élevés traduisent l'absence de stabilisation macro-économique et dont les taux d'intérêt nominaux incorporent une importante prime de risque. Enfin, les chiffres relatifs au déficit et à la dette publics reflètent des situations variables. Ils s'inscrivent souvent dans les limites imposées par le traité de Maastricht. Toutefois, on ne peut exclure un dérapage des finances publiques dans les années à venir, si la mise en place de systèmes de protection sociale et les dépenses d'infrastructures publiques ne sont pas compensées par les réformes fiscales appropriées.

L'évolution de l'inflation suit, dans les économies anciennement planifiées, une logique particulière,

incompatible avec la stabilité nominale requise par le traité de Maastricht. La mise en place de l'économie de marché engendre d'importantes modifications de prix relatifs, qui reflètent les restructurations mais se traduisent par un rythme moyen d'inflation élevé. Les gains de productivité enregistrés dans le secteur moderne poussent les salaires à la hausse, ce qui renchérit les prix dans les secteurs traditionnels à faibles gains de productivité, provoquant une hausse du niveau général des prix (effet Balassa). Lorsque le secteur moderne acquiert une place prépondérante, cet effet s'atténue et l'inflation se stabilise, à condition toutefois que les mécanismes d'indexation des salaires ne prennent pas le relais pour entretenir l'inflation. La production suit une évolution symétrique au cours de la transition. Elle chute au début, en raison de la cessation d'activités planifiées ; une fois les restructurations bien avancées, la croissance redevient, en principe, positive. La chute de l'offre accentue l'inflation au début de la transition, et son redressement concourt à la stabilisation des prix durant la seconde phase.

L'objectif de stabilité du taux de change n'est pas nécessairement adapté dans ce contexte. Un taux de change nominal fixe se traduit par une appréciation du taux de change réel qui dégrade le solde courant : d'une part, le

Tableau 1 - Convergence nominale des Peco

	Taux d'inflation (% annuel)			Déficit public (en % du PIB)			Dette publique (en % du PIB)			Transférabilité long terme	
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996
Hongrie	28,2	23,6	18,0	-6,5	-3,5	-5,0	84,3	72,1	64,7	32,2	24,0
Pologne	27,8	19,9	16,0	-3,6	-3,1	-4,0	58,0	51,0	nd	24,0	23,3
Rép. slovaque	9,9	5,8	6,5	0,1	-1,2	-3,5	nd	nd	nd	14,9	13,2
Rép. tchèque	9,1	8,8	9,5	0,4	-0,2	-1,0	14,0	12,0	nd	12,7	12,5
Slovaquie	12,6	9,7	9,0	0,0	0,3	-1,0	nd	nd	nd	28,0	18,3
Bulgarie	62,0	123,0	1049,0	-6,4	-13,4	-6,3	40,0	nd	nd	51,0	481,0
Roumanie	32,0	39,0	145,0	-2,6	-3,9	-4,5	nd	nd	nd	59,0	71,0
UE-15	3,1	3,0	2,7	-4,8	-3,6	-2,8	71,0	71,6	71,3	9,2	8,5
Norme Maastricht	2,9	3,5	3,5	-3,0	-3,0	-3,0	60,0	60,0	60,0	9,5	8,6

Sources : BERD, Transition Report, 1997 ; FMI, *Statistiques Financières Internationales*, Banque Nationale de Hongrie.

1. En même temps que l'Estonie et Chypre qui ne font pas partie des Peco.

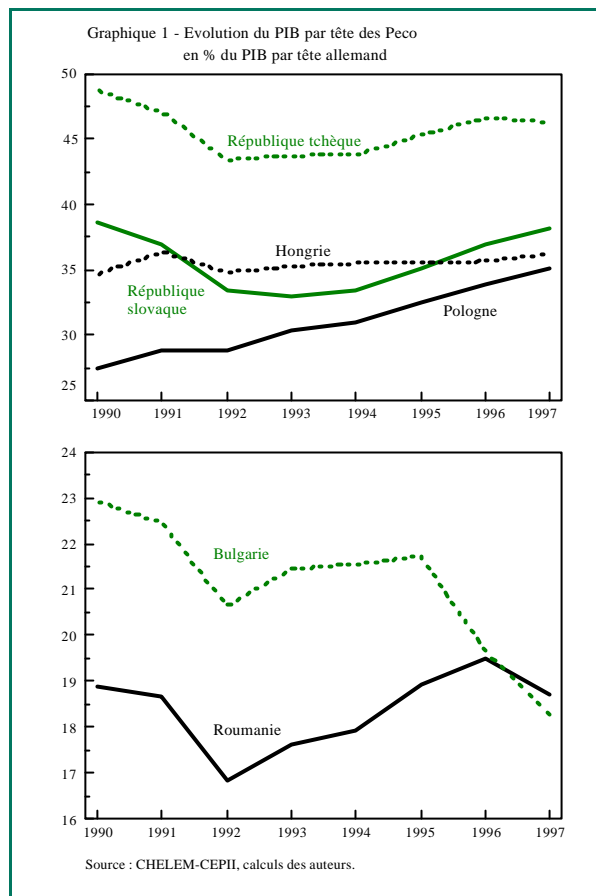
pouvoir d'achat extérieur des résidents augmente ; d'autre part, la compétitivité des exportations dans le secteur traditionnel est affaiblie. Les pertes de compétitivité peuvent aussi toucher le secteur moderne, si l'appréciation s'effectue à un rythme supérieur à celui induit par le rattrapage économique². Si la dégradation du solde courant n'est pas jugée soutenable, des crises de change peuvent survenir³.

Pour les Peco, la convergence réelle est donc essentielle pour remplir les normes nominales fixées en Europe par le traité de Maastricht, même si une certaine stabilité nominale peut faciliter la transition. Cette question du rattrapage économique est d'ailleurs présente dès aujourd'hui dans les négociations d'entrée dans l'UE, notamment parce qu'elle conditionne le coût de l'élargissement en termes de fonds structurels alloués aux régions les plus pauvres.

■ Le rattrapage progressif des Peco

La convergence réelle désigne un phénomène de réduction des écarts de niveau de vie au sein d'un groupe de pays. Le graphique 1 suggère qu'un processus de convergence vers le niveau de revenu allemand est à l'oeuvre, au moins en ce qui concerne les pays de Visegrad (Hongrie, Pologne, République tchèque et République slovaque)⁴ : le creux de la récession se situe dans ces pays en 1992 ou 1993, et la croissance redémarre ensuite. Par contre, en Bulgarie et en Roumanie, la croissance repart difficilement, et les PIB par tête s'éloignent du niveau allemand.

Cette observation est confirmée par une mesure plus synthétique de la convergence réelle au travers de l'évolution de la dispersion des PIB par tête. La dispersion des niveaux de vie (PIB par tête en parité de pouvoir d'achat, c'est-à-dire, en valorisant les productions de chaque pays de manière identique) ne permet pas de conclure à un processus clair de convergence, ni entre les Peco eux-mêmes, ni entre les Peco et la zone UE : entre 1991 et 1995, la dispersion des PIB par tête est stable, et elle semble croître à partir de cette date. En revanche, si on distingue l'Europe centrale et l'Europe



orientale, le diagnostic devient plus clair : il y a un processus de convergence entre les pays d'Europe centrale et la zone UE⁵ ; la Bulgarie et la Roumanie apparaissent, quant à elles, sur un sentier divergent.

Au total, même si un processus de convergence est à l'oeuvre pour un certain nombre de pays, les Peco n'ont pas encore atteint le degré de convergence nominale et réelle nécessaire pour que leur entrée dans l'union monétaire soit envisageable. La question qui se pose alors est celle de la stratégie monétaire à mettre en oeuvre pour favoriser cette convergence, à côté des réformes institutionnelles qui seront bien évidemment cruciales.

■ Le choix d'un régime de change

Les Peco ont fait des choix variés en matière de régimes de change. Les régimes les plus flexibles sont actuellement ceux de la Roumanie, de la Slovaquie et de la République tchèque, où la banque centrale intervient sur le marché des changes, mais sans aucun engagement à défendre une parité ou une fourchette de parités. À l'opposé, la Bulgarie et la République slovaque ont un régime de change fixe. Le lev bulgare est

Tableau 2 - Dispersion des PIB réels par tête

	Au sein des Peco	Au sein de l'ensemble Peco - zone UE	Au sein de l'ensemble pays d'Europe centrale - zone UE	Au sein de l'ensemble pays d'Europe orientale - zone UE
1990	0,123	0,263	0,195	0,696
1991	0,119	0,291	0,217	0,809
1992	0,125	0,316	0,226	0,900
1993	0,113	0,302	0,221	0,866
1994	0,111	0,297	0,216	0,853
1995	0,109	0,286	0,204	0,822
1996	0,129	0,300	0,192	0,857
1997	0,155	0,325	0,182	0,921

Source : CHELEM-CEPII, calculs des auteurs : variance du logarithme du PIB par tête en PPA.

2. Les causes de l'appréciation du taux de change réel au cours de la transition sont détaillées par L. Halpern et C. Wyplosz, "Equilibrium real exchange rates in transition", *CEPR Discussion Paper* n°1145, 1995. De leur côté N. Avallone et A. Lahrière-Révil montrent que les Peco ayant fixé leur taux de change nominal (par exemple, la République tchèque) ont connu une appréciation excessive au regard de leur rattrapage, alors que ceux ayant conservé une certaine flexibilité (comme la Hongrie ou la Pologne) ont en général réussi à conserver un taux de change réel cohérent avec leur niveau de rattrapage (cf. "Le taux de change d'équilibre fondamental dans les pays en transition : le cas de la Hongrie", communication au congrès annuel de l'AFSE, Paris, 1998).

3. Voir M. Aglietta, C. Baulant et V. Coudert, "Compétitivité et régime de change en Europe Centrale", *Document de Travail du CEPII* n° 98-10, 1998.

4. Pour la Slovaquie, dont le niveau de vie est le plus proche de celui de l'Allemagne, les données ne sont pas disponibles dans la base Chelem. On peut rappeler que, lors de leur entrée dans la Communauté en 1986, le Portugal et l'Espagne avaient des niveaux de vie en moyenne plus élevés que les pays représentés sur la figure 1. Le PIB par tête portugais atteignait 51% du PIB par tête allemand et celui de l'Espagne 60%. Ils s'élevaient aujourd'hui à respectivement 67% et 76%.

5. On rejoint ici partiellement les conclusions de W. Andreff, selon lequel une convergence réelle entre les Peco et l'UE s'est effectuée à partir de 1992 en dépit de l'absence de convergence nominale (cf. "Nominal and real convergence - at what speed ?" à paraître dans J. Van Brabant, ed., *The European Union, the transition economics, and the remaking of Europe*. Rowman and Littlefield, Boulder).

strictement lié au mark allemand par un système de caisse d'émission selon lequel tout lev émis par la banque centrale est adossé à des réserves en marks. Entre ces deux extrêmes, la Hongrie et la Pologne ont un système de parités glissantes : le taux de change nominal est dévalué régulièrement selon une règle pré-établie, avec des marges de fluctuations qui, lorsqu'elles sont larges, rapprochent ce régime d'un flottement administré.

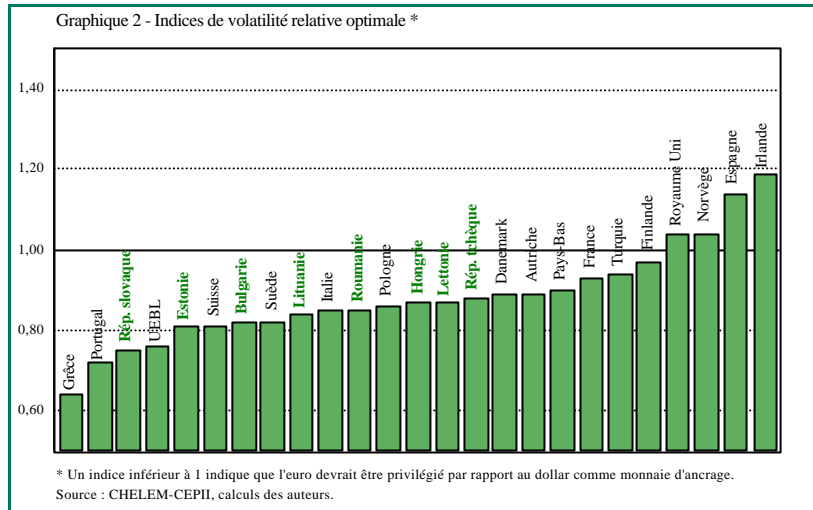
Les régimes de change fixe ont aujourd'hui mauvaise presse car la libéralisation générale des mouvements de capitaux à court terme les a rendus non viables. On a vu par ailleurs qu'ils

étaient peu adaptés à la situation des Peco. Cela ne signifie pas que le flottement pur soit le meilleur régime de change pour les pays en transition. En effet, l'expérience des changes flexibles a montré que, souvent, le taux de change réel ne se fixe pas spontanément à un niveau compatible avec la situation macro-économique. En revanche, un ancrage externe permet de réduire le biais inflationniste dans les pays émergents où la banque centrale ne peut imposer un ancrage nominal interne crédible⁶. Dans le cas des pays en transition, un tel ancrage peut être utilisé pour favoriser l'objectif de convergence réelle en privilégiant une spécialisation dans le secteur moderne, caractérisé par des gains de productivité et une croissance plus soutenue.

Les régimes de change fixe, mais ajustable selon une règle pré-déterminée, ont l'avantage d'offrir à la fois un ancrage nominal et un garde-fou contre l'appréciation de la monnaie en termes réels. Mais la monnaie-ancrage doit être choisie avec soin afin de limiter les coûts en termes de stabilisation macro-économique ainsi que les distorsions en matière de compétitivité et de poids de la dette.

■ Euro et stabilité macro-économique

L'ancrage nominal d'une monnaie sur une devise étrangère présente un coût macro-économique lié à la perte d'un instrument d'ajustement. Mais ce coût peut être réduit en sélectionnant une devise-ancrage appropriée. La théorie des zones monétaires optimales fournit un ensemble de critères pour sélectionner une monnaie-ancrage : un pays devrait stabiliser la valeur de sa monnaie par rapport à celle de pays subissant en même temps que lui des chocs de même type, et avec lesquels il effectue beaucoup d'échanges. En adaptant une méthode proposée par T. Bayoumi et B. Eichengreen⁷, nous calculons un indice permettant de dire si les Peco doivent privilégier l'euro ou le dollar comme monnaie-ancrage.



La méthode procède en deux étapes. D'abord, nous estimons une équation expliquant la volatilité du taux de change nominal par rapport à différentes ancrs possibles (dollar américain, mark préfigurant l'euro, yen) à l'aide de variables représentatives des critères mis en avant par la théorie des zones monétaires optimales : degré d'asymétrie des cycles d'activité, taille relative des deux pays ou zones concernés, et indice mesurant la part relative des échanges intra-branches dans le commerce bilatéral. L'équation, estimée sur un échantillon de 49 pays par rapport à 3 monnaies-ancres, est ensuite utilisée pour calculer une norme de volatilité pour chaque monnaie par rapport à chacune des trois ancrs potentielles⁸. Sur le graphique 2 est représenté, pour chaque pays, un indice rapportant la norme de volatilité contre le mark et contre le dollar. Par exemple, un indice de 1,2 signifie que, selon la théorie des zones monétaires optimales, la volatilité par rapport au mark devrait être 20% supérieure à celle par rapport au dollar. Tous les Peco ont un indice nettement inférieur à 1. Ils devraient donc tous privilégier le mark (et plus tard, l'euro) dans leurs stratégies d'ancrage, tout comme la plupart des pays d'Europe de l'Ouest⁹.

3

■ Euro et stabilité de la balance des paiements

La théorie des zones monétaires optimales fut initialement formulée pour indiquer quels pays ont intérêt à former une union monétaire. Or, une politique d'ancrage se distingue d'une union monétaire au sens où le taux de change nominal reste ajustable, notamment lorsque les taux d'inflation n'ont pas convergé entre les pays concernés.

Les pays émergents sont soumis à des contraintes de financement de la croissance qui les obligent à suivre des objectifs de solde extérieur. C'est pourquoi, ils surveillent en général leur taux de change réel effectif, c'est-à-dire une moyenne de leurs taux de change réels bilatéraux pondérée par le poids de leurs différents partenaires commerciaux. Cependant le taux de change agit à la fois sur la

6. Voir H. Wagner, "Central banking in transition countries", *IMF Working Paper* n° 98/126, 1998.

7. T. Bayoumi et B. Eichengreen, "Ever closer to heaven? An optimum currency area index for european countries", *European Economic Review*, vol. 41 pp. 761-70, 1997.

8. A. Bénassy-Quéré et A. Lahrière-Révil, "Pegging the CEECs currencies to the euro", *Document de travail du CEPII* n° 98-04, 1998.

9. Le Royaume-Uni et la Norvège, qui produisent des hydrocarbures, constituent des exceptions, tout comme l'Irlande et l'Espagne dont on peut penser que les flux de fonds structurels et d'investissements directs qui leur ont été destinés ne sont pas étrangers à leur stratégie d'ancrage au sein du mécanisme de change européen.

compétitivité des produits et sur la valorisation du service de la dette : une dépréciation améliore la compétitivité, mais alourdit la charge de la dette. Si les Peco ont pour principaux partenaires les pays européens, mais si leur dette est majoritairement libellée en dollars, alors il ne suffit pas de maintenir stable le taux de change réel par rapport à l'euro pour stabiliser le solde courant : en cas d'appréciation du dollar, par exemple, le service de la dette devient plus coûteux, sans compensation en termes de gains de compétitivité sur les marchés européens.

Le panier d'ancrage qui permet de stabiliser le mieux possible le solde extérieur dépend donc non seulement de la répartition géographique du commerce extérieur, mais aussi

Encadré - le calcul des paniers d'ancrage optimaux

Les paniers d'ancrage optimaux sont calculés en supposant que chaque pays tente de stabiliser à la fois sa compétitivité et la valeur du service de sa dette extérieure. Il calcule sa compétitivité en pondérant chaque taux de change bilatéral par la part du pays concerné dans ses échanges commerciaux, et la valeur du service de la dette en pondérant chaque taux de change bilatéral par la part de la devise concernée dans le libellé de la dette (tableau 3). On pondère à leur tour chacun des deux objectifs en fonction du taux d'ouverture commerciale (rapport exportations/PIB), du taux de couverture (rapport exportations/importations), des élasticités du commerce extérieur et du poids du service de la dette (rapport service/PIB). Le poids accordé à l'objectif de stabilité du service de la dette est par exemple plus élevé en Roumanie, pays moyennement ouvert mais fortement endetté, qu'en Slovaquie, pays très ouvert et peu endetté. La part de l'euro dans le panier d'ancrage optimal est ainsi évaluée à 93% en Slovaquie, 91% en Hongrie, 89% en Pologne et en République tchèque, 85% en Bulgarie, 76% en République slovaque, 70% en Roumanie.

4

du taux d'endettement et de la répartition par devises de la dette (encadré). Les calculs montrent cependant que l'euro reste toujours prépondérant dans ce panier : il varie entre 70% en Roumanie (où le service de la dette, majoritairement en dollars, représente 10% du PIB) et 93% en Slovaquie (où le service de la dette ne représente que 6% du PIB, alors que plus de 60% du commerce est effectué avec la zone euro)¹⁰.

Le degré de convergence nominale et réelle atteint aujourd'hui par les Peco ne permet pas d'envisager une entrée rapide dans l'union monétaire européenne. Néanmoins, les pays en transition ont vraisemblablement encore besoin d'une ancre monétaire externe pour faciliter la désinflation, à condition que cette ancre soit ajustable, et qu'elle soit assortie de marges de fluctuation sans lesquelles un régime de change fixe est difficilement viable. Dans ces conditions, l'euro paraît être le meilleur candidat : le coût macro-économique lié à la perte d'un instrument d'ajustement aux chocs est plus faible dans le cas d'un ancrage nominal à l'euro que dans celui d'un ancrage au dollar ; et la stabilisation du taux de change réel par rapport à l'euro est cruciale pour assurer la stabilité des différents postes de la balance des paiements.

S'ils veulent stabiliser leurs taux de change, les Peco doivent donc privilégier l'euro plutôt que le dollar. Comme cette conclusion coïncide, pour les pays de Visegrad, avec les contraintes de convergence liées au processus d'adhésion à l'Union européenne, les chances que l'euro devienne la principale monnaie d'ancrage dans la région sont importantes. Ceci ne sera pas sans conséquence pour l'internationalisation de la monnaie européenne. En effet, les Peco seront incités à l'utiliser pour ses autres fonctions de monnaie internationale, car le risque encouru sera limité par

la stabilité du taux de change. Si les Peco venaient en outre à s'endetter massivement dans cette monnaie, ils fourniraient une offre de titres en euros précieuse compte tenu de la faiblesse prévisible de l'offre de la part des pays de l'Union. Ceci pourrait être décisif pour contrer une surévaluation de l'euro dans les années à venir.

Agnès Bénassy-Quéré
Amina Lahrière-Révil
Mathilde Maurel

Tableau 3 - Flux commerciaux et dette des Peco. Part des différents pays-ancres en 1996 (en %)

	Destination des export.			Provenance des import.			Dette à long terme (2)			
	US	Zone euro (1)	Peco	US	Zone euro	Peco	USD	DM+FF	Yen	Autres (3)
Hongrie	3,2	58,0	11,0	3,1	55,3	7,9	10,5	30,6	35,1	23,8
Pologne	2,7	60,1	6,0	3,9	53,9	6,1	45,9	23,3	3,6	27,1
Rép. slovaque	1,3	34,8	46,1	2,5	31,2	33,5	18,3	6,5	1,2	73,9
Rép. tchèque	1,8	50,2	25,9	3,7	50,4	18,1	19,7	5,6	8,2	66,4
Slovaquie	3,2	62,8	4,7	3,1	65,2	6,4	36,2	17,7	9,4	36,7
Bulgarie	3,1	27,6	3,7	2,2	29,6	4,4	67,2	8,2	7,8	16,8
Roumanie	2,5	48,3	4,2	4,0	45,2	5,7	35,2	16,0	2,8	46,1

(1) Allemagne, Autriche, Belgique-Luxembourg, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal.

(2) La dette à long terme représente entre 70,6% et 99,5% de la dette totale.

(3) Y compris devises multiples.

Sources : FMI, Département du Commerce et Banque mondiale, *World Debt Tables*.

10. Voir A. Bénassy-Quéré et A. Lahrière-Révil, op. cit.

LA LETTRE DU
CEPII

REDACTION

Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Jean-Claude Berthélemy
REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Stéphanie Guichard

CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser

REALISATION :
Annick Hutteau

DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F TTC
Europe 305 F TTC
Autres pays 305 F HT
Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947

CCP n° 1462 AD
4^{ème} trimestre 1998
Novembre 1998

Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.