

L'ÉLARGISSEMENT MONÉTAIRE DE L'UNION

L'adhésion à l'Union européenne implique à terme l'adoption de la monnaie unique. Pour les PECO, il faudra que les parités centrales retenues par rapport à l'euro soient soigneusement définies au moment de leur entrée dans le SME bis. Ces parités devront être cohérentes avec les exigences de stabilité nominale du traité de Maastricht comme avec le besoin de rattrapage économique des pays en transition. Une estimation du taux de change réel d'équilibre permet de caractériser de ce point de vue la situation de cinq futurs adhérents. Alors que certains sont parvenus à maintenir leur taux de change réel très proche du niveau d'équilibre fondamental, d'autres connaissent une forte volatilité associée à une tendance à la surévaluation. Aujourd'hui, la perspective de l'adhésion à l'UEM semble orienter la stratégie des banques centrales : dans la plupart des pays, on observe une stabilisation des changes ; mais celle-ci ne se fait pas nécessairement autour de parités d'équilibre. En définitive, le comportement des flux de capitaux jouera un rôle central quant à la capacité des banques centrales à défendre les parités retenues.

Le 1^{er} mai 2004, l'Union européenne devrait compter dix membres supplémentaires. Parmi eux, huit¹ candidats sont des pays d'Europe centrale et orientale (PECO). Contrairement au Royaume-Uni et au Danemark, qui appartiennent à l'Union européenne (UE) sans avoir adopté l'euro, les futurs nouveaux membres ne disposeront pas de clause de sauvegarde. Aussi les PECO, comme les autres candidats, devront-ils, à terme, adopter l'euro qui constitue un acquis communautaire.

Il leur faudra pour cela respecter les critères de Maastricht. En particulier, les taux de change nominaux devront rester stables par rapport au cours-pivot retenu dans le SME bis au cours des deux années précédant l'entrée dans la zone euro. Cette parité centrale est cruciale : lorsque les prix sont rigides (ce qui est vrai au moins à court terme), le taux de change nominal détermine le taux de change réel, c'est-à-dire la compétitivité-prix d'une économie. Or la compétitivité conditionne le rattrapage économique : elle permet de soutenir la position concurrentielle du pays (aussi bien sur les marchés extérieurs que sur le marché domestique) et d'attirer des capitaux longs.

L'élargissement à venir ne sera pas comparable à ceux qui ont vu adhérer le Portugal, l'Espagne ou la Grèce. A l'exception de la Slovaquie, qui a déjà atteint plus de 70% du niveau de vie moyen de l'UE, le PIB par tête des PECO ne dépasse pas, en parité de pouvoir d'achat, 40% de celui de l'UE. Les pays candidats devront donc à la fois se conformer aux critères nominaux de Maastricht et converger vers leurs partenaires européens en termes de niveau de développement. Il importe alors de déterminer un cours-pivot par rapport à l'euro qui soit cohérent avec cette double contrainte. Ceci réclame, entre autres, que le taux de change réel défini par cette parité

ait atteint son niveau d'équilibre fondamental (encadré 1). Dans ces conditions en effet, les prix relatifs sont compatibles avec le rattrapage, et le taux de change nominal est moins instable : les marchés n'ont pas de raison d'anticiper de réajustement de change.

Certes, il est difficile d'estimer aujourd'hui quelle devra être la parité centrale au moment de l'entrée dans le SME bis, à une date qui n'est pas encore déterminée. Il est cependant possible, à partir d'estimations de taux de change d'équilibre réel, de mesurer le chemin que devront parcourir les PECO pour réussir leur intégration monétaire. C'est l'objectif du travail présenté ci-dessous, qui concerne cinq des prochains adhérents : la République tchèque, la Slovaquie, la Slovaquie, la Pologne et la Hongrie.

ENCADRÉ 1 — TAUX DE CHANGE NOMINAL, TAUX DE CHANGE RÉEL ET PRIX

Le taux de change nominal définit le prix d'une monnaie en termes d'une autre monnaie. Il n'a pas les mêmes conséquences sur l'économie réelle selon que le niveau des prix (ou le taux d'inflation) est relativement élevé ou faible. En effet, on ne peut connaître le pouvoir d'achat de la monnaie, ou la compétitivité-prix d'une économie, que si l'on rapporte le taux de change nominal au niveau des prix relatifs. Le ratio sp^*/p , où s est le taux de change nominal (nombre d'unités monétaires nationales par unité de devise) et où p et p^* sont, respectivement, le niveau des prix domestiques et étrangers, définit le taux de change réel, c'est-à-dire le pouvoir d'achat de la monnaie en termes de biens. C'est cette dernière variable qui est cruciale pour l'économie réelle. Si un taux de change surévalué affaiblit la compétitivité, il n'est pas efficace, non plus, que le taux de change réel soit excessivement sous-évalué : dans ce cas, les biens importés, plus chers, peuvent renforcer les tensions inflationnistes, et les termes de l'échange peuvent être trop dépréciés. C'est pourquoi il convient de permettre l'établissement du taux de change réel à un niveau d'"équilibre".

1. Soit les cinq pays étudiés ici (République tchèque, Slovaquie, Slovaquie, Pologne et Hongrie) ainsi que les trois pays baltes : Estonie, Lituanie, Lettonie.

L'état des lieux

Ces cinq pays ont débuté la transition avec des régimes de change relativement rigides. Puis la libéralisation financière a permis des entrées de capitaux considérables qui ont perturbé la gestion du change à tel point que les monnaies ont toutes été autorisées à flotter (avec plus ou moins de liberté selon les pays). Dès lors que le taux de change nominal est établi par les marchés, c'est lui qui détermine, à court terme, le comportement du taux de change réel. Parallèlement, il existe des forces fondamentales qui dominent le comportement de moyen et long terme du taux de change. Le cours qui s'établit sur le marché peut alors diverger de ce taux d'équilibre et produire des distorsions de change réel. On peut d'ailleurs penser aujourd'hui, du moins pour certains PECO (particulièrement la Slovaquie), que les taux de change sont surévalués. D'une part, le chômage est encore élevé, ce qui suggère un déficit de demande qui pourrait être comblé par une hausse de la demande externe, obtenue par une dépréciation du change. D'autre part, les déficits courants restent importants (sauf en Hongrie et en Slovaquie). Certes, ils ont jusqu'à présent été financés par des investissements directs étrangers (IDE), généralement considérés comme des capitaux stables ; mais ceux-ci sont en grande partie liés aux programmes de privatisation, et il n'est pas garanti qu'ils se poursuivent au rythme de ces dernières années (tableau 1).

2

Tableau 1 — Quelques indicateurs macro-économiques en 2001

	Taux de chômage (%)	Taux d'inflation (%)	Solde courant (% du PIB)	Flux d'IDE nets (% du PIB)	Investissements de portefeuille (% du PIB)
Pologne	17,5	5,5	-4,0	3,9	1,0
République tchèque	8,9	4,7	-5,1	9,4	1,8
Slovaquie	18,6	7,3	-8,6	7,1	-1,1
Hongrie	8,0	9,2	-2,1	4,0	2,9
Slovaquie	11,8	9,4	0,2	2,0	0,4

Sources: WIIW et FMI.

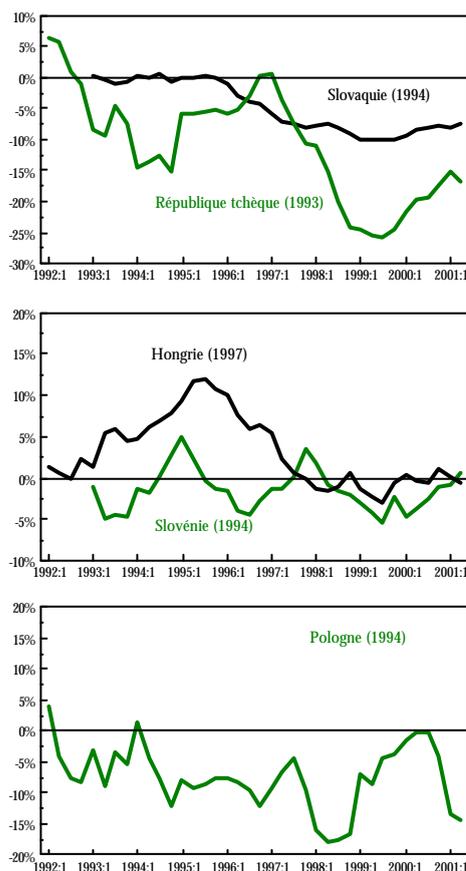
Quels taux de change réels d'équilibre ?

Pour mesurer le niveau des distorsions de change, nous avons développé un modèle empirique où le taux de change réel d'équilibre fondamental (TC_{REF}) est classiquement défini comme le taux de change compatible avec la réalisation simultanée de l'équilibre interne (croissance non inflationniste) et de l'équilibre externe (déficit courant financé par des capitaux "stables"). Ce modèle permet d'estimer le comportement du TC_{REF} du début 1992 jusqu'au second semestre 2001 pour chacune des cinq monnaies par rapport à un panier composé de dollars et d'euros² (encadré 2). Pour mesurer la sur- ou la sous-évaluation, on détermine, sur des critères d'équilibre macro-économique, une année où le taux

de change réel est proche de l'équilibre fondamental³. Partant de ce point où la distorsion de change est nulle, on peut, en comparant le comportement estimé du TC_{REF} à l'évolution observée du taux de change réel, mesurer l'ampleur des décalages de change trimestriels. L'année de référence figure entre parenthèses dans le graphique 1 qui présente les résultats de nos estimations.

Naturellement, ces résultats sont sensibles à l'année de référence. Cependant, ils signalent de manière significative la forte hétérogénéité des comportements des taux de change réels dans les PECO : la Slovaquie parvient à rester très proche de l'équilibre, tout comme la Hongrie (les régimes d'ancrage glissant longtemps en place dans ces pays contribuent beaucoup à ce résultat) ; les trois autres pays manifestent une forte volatilité de la distorsion de change, associée à une tendance à la surévaluation. Alors que la volatilité s'explique par l'ouverture des comptes de capitaux, la surévaluation est le résultat d'un double phénomène d'entrées de capitaux et de politiques monétaires restrictives destinées à réduire l'inflation.

Graphique 1 — Taux de change réels : distorsions par rapport aux taux d'équilibre fondamentaux - 1992-2001, données trimestrielles



Note : valeur négative = surévaluation, valeur positive = sous-évaluation
Source : Calculs des auteurs.

2. Il s'agit donc d'un taux de change effectif réel, c'est-à-dire d'un taux de change réel exprimé par rapport à un panier de monnaies (euro et dollar) pondérées par la part des partenaires commerciaux dans les échanges des PECO. Les pondérations sont précisées dans le tableau 1.

3. Pour plus de précisions, voir A. Lahrière-Révil & B. Egert, "Estimating the Fundamental Equilibrium Exchange Rates of Central and Eastern European Countries: The E(M)U Enlargement Prospect", Document de travail du CEPII à paraître.

Dans notre étude, le taux de change d'équilibre résulte de la dynamique simultanée de l'équilibre interne et de l'équilibre externe, eux-mêmes déterminés par des variables standard dans la littérature théorique et empirique*.

L'équilibre interne est défini par les prix relatifs du secteur abrité et du secteur exposé à la concurrence internationale. Il est déterminé par l'effet Balassa-Samuelson, qui prédit une appréciation du taux de change réel associée au rattrapage économique : les gains de productivité du secteur exposé permettent d'élever les salaires dans ce secteur, puis cette hausse de rémunération nominale se propage dans le secteur abrité, généralement en retard de productivité, de telle sorte que les coûts, puis les prix, s'élèvent. Par ailleurs, cet effet d'offre se double d'un effet de demande : avec le développement, les ménages et l'État consomment davantage. Cette consommation se portant surtout sur les biens et services du secteur abrité, elle contribue à l'augmentation des prix dans ce secteur, et donc à l'augmentation de l'indice général des prix.

Quant à l'équilibre externe, il est synthétisé dans l'évolution du solde courant. Les termes de l'échange (prix des exportations/prix des importations) en sont un déterminant essentiel. Mais leur impact est ambigu : si un niveau élevé des termes de l'échange signale une bonne spécialisation, il est compatible avec une amélioration du solde courant ; s'il provient d'un défaut de compétitivité-prix, il s'accompagne d'une détérioration du solde courant. Dans le premier cas, le taux de change réel doit s'apprécier, alors qu'il doit se déprécier dans le second cas. Par ailleurs, l'ajustement du taux de change réel dépend également des politiques commerciales : une politique protectionniste permet de soutenir un taux de change réel plus apprécié, tandis que la libéralisation commerciale détériore le solde courant et nécessite une dépréciation du taux de change réel.

Techniquement, le modèle empirique est estimé dans le cadre d'un modèle VAR à trois équations, dans lequel on recherche trois relations de long terme (cointégration à la Johansen) entre les variables présentées ci-dessus. On obtient bien les relations prévues théoriquement : les prix relatifs des biens non-échangeables sont régis à la fois par un effet Balassa et par un effet de demande ; le solde courant se dégrade avec l'appréciation des termes de l'échange et la libéralisation commerciale ; le taux de change réel s'apprécie avec la hausse des prix relatifs et se déprécie avec la dégradation du solde courant.

* Une autre méthode d'estimation a également été développée au CEPII, fondée sur l'approche de J. Williamson. Voir V. Coudert et C. Couharde, "Exchange Rate Regimes and Sustainable Parities for CEECs in the Run-up to EMU Membership", Document de travail du CEPII à paraître.

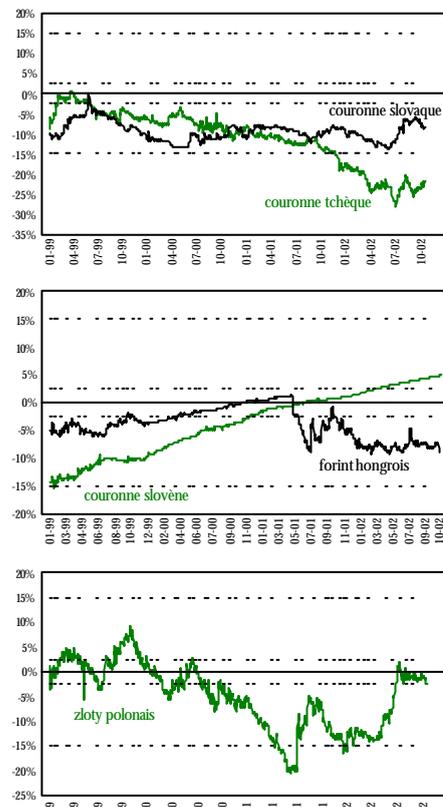
Quelle parité par rapport à l'euro ?

Il est crucial de bien préparer l'entrée dans un régime de change fixe comme le sera le SME *bis*, afin d'éviter les crises de change qui ne manqueraient pas de se présenter si le cours-pivot était établi à un niveau inadéquat. Au contraire, dès lors qu'elle est considérée comme crédible, la parité centrale joue le rôle d'élément directeur des anticipations.

A cet égard, il est intéressant d'observer le comportement récent du taux de change nominal vis-à-vis de l'euro par rapport à sa valeur d'équilibre. Les distorsions de change réel que nous avons estimées à la mi-2001 nous permettent de définir, à cette date, le taux de change nominal d'équilibre par rapport à l'euro (tableau 2). On peut alors situer les mouvements quotidiens du taux de change par rapport à cette norme, du début 1999 jusqu'à novembre 2002, les traits horizontaux représentant les bandes de $\pm 2,25\%$ et $\pm 15\%$ qui ont historiquement été utilisées dans le SME (graphique 2). Certes, le niveau du taux de change nominal estimé mi-2001 n'est plus nécessairement pertinent fin 2002, dans la mesure où les fondamentaux et les prix ont évolué. En outre, les comportements des taux de change dans les marges du SME *bis* ne seront pas forcément identiques à ceux des quatre

dernières années car les agents économiques sont susceptibles de modifier leurs conduites lorsque l'environnement — ici, le régime de change — se modifie. Cependant, nos résultats indiquent bien les contraintes que subiront les PECO au moment de décider les taux de conversion définitifs par rapport à l'euro.

Graphique 2 — Taux de change nominaux vis-à-vis de l'euro : comportement par rapport à la norme estimée pour 2001 1999-2002, données quotidiennes



Note : les traits horizontaux correspondent aux bandes de $\pm 2,25\%$ et de $\pm 15\%$ du SME. Source : Calculs des auteurs.

Tableau 2 — Taux de change nominal d'équilibre par rapport à l'euro au second trimestre 2001*

	Pologne	République tchèque	Slovaquie	Hongrie	Slovénie
Part de l'euro dans le panier	62%	80%	74%	83%	89%
Taux de change nominal par rapport à l'euro au second trimestre 2001 :					
. Taux observé	3,49	34,30	43,00	257,46	214,44
. Taux d'équilibre	4,12	38,39	47,54	263,90	217,94
Taux de surévaluation nominale	15%	11%	10%	2%	2%

* On mesure le taux d'équilibre nominal bilatéral en combinant les estimations de distorsion de taux de change effectif réel et le poids de l'euro dans le panier de référence. Le taux de change d'équilibre entre l'euro et le dollar est identifié au taux de change observé au second trimestre 2001.

Source : Calculs des auteurs (cf. A. Lahrière-Révil & B. Égert, à paraître, voir note 3).

Certains cas sont spectaculaires. Celui de la Slovaquie illustre particulièrement bien l'arbitrage qui doit être réalisé entre stabilité du taux de change réel et stabilité du taux de change nominal dans les pays en transition, qui restent, malgré d'importants progrès, plus inflationnistes que les pays de l'UEM. La politique de glissement régulier de la couronne a permis à la Slovaquie de compenser les différentiels d'inflation avec ses principaux partenaires et de stabiliser son taux de change réel. L'entrée dans le *SME bis* interdira désormais cette compensation. La persistance éventuelle des différentiels d'inflation se traduira par une appréciation réelle qui risque de pénaliser l'économie si elle va au-delà de l'évolution normale impliquée par le rattrapage économique (effet Balassa-Samuelson, cf. encadré 2).

La Pologne est un cas extrême en fin de période. L'appréciation nominale du zloty observée du début 2000 à la mi-2001 (la surévaluation atteignant alors 15%) s'est inversée et a laissé place à un ancrage sur l'euro stabilisant, à partir du troisième trimestre 2002, la monnaie dans les bandes de $\pm 2,25\%$ autour de notre estimation du taux de change nominal d'équilibre.

Dans les trois autres pays, l'évolution est assez similaire à celle de la Pologne: les taux de change nominaux tendent à être stabilisés en fin de période, la perspective de l'adhésion à l'UE ayant probablement beaucoup influencé les banques centrales. Ceci est particulièrement clair dans le cas du forint hongrois, qui s'établit à un niveau assez proche (à 5% près) du taux de change nominal d'équilibre mesuré pour 2001, et ce, dans des bandes étroites. La couronne slovaque manifeste plus de volatilité (les bandes de fluctuation observées *de facto* sont de l'ordre de $\pm 5\%$), et les pressions à l'appréciation ne semblent pas encore contenues. Quant à la couronne tchèque, la stabilisation observée est probablement réalisée à un niveau surévalué, dans la mesure où le taux de change réel était déjà lui-même significativement surévalué à la mi-2001.

La stabilisation des changes s'obtient généralement au prix d'une soumission de la politique monétaire aux objectifs de change. Aujourd'hui, les *PECO* font face à une alternative dont les termes sont assez complexes, et qui dépend en grande partie du comportement des flux de capitaux. En effet, deux scénarios sont possibles: si les capitaux continuent d'affluer dans les *PECO*, provoquant des pressions à l'appréciation, les

banques centrales devront réduire les taux d'intérêt. Le risque est alors que la pression de la demande domestique accumule les tensions inflationnistes à moyen terme, au-delà des seuils fixés par le traité de Maastricht.

Si, au contraire, les entrées d'IDE se tarissent, le financement du solde courant reposera soit sur les entrées de capitaux à court terme, soit sur la diminution des réserves de change. Dans les deux cas, le régime de change fixe est fragilisé, et les risques de dépréciation augmentent. Or si les parités centrales retenues paraissent surévaluées aux marchés, les taux d'intérêt devront s'élever pour compenser la tendance à la dépréciation monétaire. Les pressions inflationnistes diminueront alors, mais les perspectives de croissance et la réussite de l'élargissement en termes de rattrapage économique pourraient être remises en cause, et les objectifs de taux d'intérêt non respectés (selon le traité de Maastricht, les taux longs ne doivent pas être supérieurs de plus de 2 points de pourcentage à la moyenne de ceux des trois pays les moins inflationnistes).

Ainsi la réussite de l'adhésion et de l'adoption de l'euro implique que soient définis soigneusement les taux d'entrée dans le *SME bis*. Ces taux seront le résultat d'une négociation politique entre les gouvernements, puisque ce sont ces derniers qui, selon les termes du traité de Maastricht, sont responsables de la politique de change de la zone euro. L'histoire de la zone euro à 12 suggère que, lorsque les parités retenues sont crédibles, les anticipations des marchés s'y adaptent, et que l'adoption d'une monnaie commune peut se faire sans trop de heurts. Cependant, il faut également canaliser les anticipations des marchés. Les banques centrales des états candidats y sont manifestement prêtes, puisque, au moins dans les pays étudiés ici, la plupart cherchent à stabiliser le cours de leur monnaie. Mais il paraît peu probable que la BCE s'engage à garantir les parités retenues, compte tenu de son objectif prioritaire de stabilité des prix dans la zone euro. Dès lors, la réussite de l'entrée dans l'euro repose presque exclusivement sur la crédibilité des parités annoncées et sur la volonté (et la capacité) des banques centrales des pays candidats à défendre ces parités.

Amina Lahreche-Révil
lahreche@cepii.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2002
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 :
Lionel Fontagné
REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Jean-Louis Guérin
Bronka Rzepkowski
CONCEPTION GRAPHIQUE :
Didier Boivin
REALISATION :
Laure Boivin
DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 46 € TTC
Europe 47,50 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
47 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
47,50 € HT
Supl. avion rapide 0,80 €

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 2002
Novembre 2002
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.