

# LA LETTRE DU

N° 233 — AVRIL 2004

**CEPII** CENTRE  
D'ETUDES PROSPECTIVES  
ET D'INFORMATIONS  
INTERNATIONALES

## LA VOIE ÉTROITE DE L'ÉLARGISSEMENT MONÉTAIRE

L'entrée dans l'Union européenne des dix pays accédants, le 1<sup>er</sup> mai 2004, ne ferme pas le chantier de l'élargissement : l'adoption de l'euro sera la prochaine étape de l'intégration des nouveaux membres. Ceci leur impose de respecter les critères définis dans le Traité de Maastricht, et en particulier de participer au SME bis pendant au moins deux années. Cette exigence est une source importante d'incertitude, car la convergence économique ne s'accorde pas, pour tous les pays, avec la stabilisation des changes. La réussite de la participation au SME bis dépendra ainsi du choix de la parité centrale, de la permanence de sources stables de financement du solde courant et de la limitation des incertitudes qui pourraient peser sur la stabilité des anticipations. L'élargissement monétaire pourrait donc être très progressif, et concerner d'abord les "petits" pays, actuellement en changes fixes, et seulement plus tard les plus "grands" pays accédants.

Dès le 1<sup>er</sup> mai 2004, l'Union européenne comptera 25 membres. Les 10 nouveaux pays seront alors réputés candidats à l'entrée dans l'Union monétaire. Contrairement à la Grande-Bretagne ou au Danemark, ils n'ont pas négocié de clause d'opting out : au moment des négociations de l'élargissement, ils comptaient tous adhérer très rapidement à l'UEM. Aujourd'hui cependant, des divergences apparaissent entre les "petits" candidats, qui confirment leur empressement à adopter l'euro, et les "grands", qui tendent à reporter la date de leur entrée dans l'UEM.

L'élargissement monétaire à venir pourrait donc se faire par étapes, en fonction de l'arbitrage que les candidats feront entre les exigences de convergence nominale qu'ils devront satisfaire pour adopter l'euro, et leurs besoins de rattrapage économique.

### ■ 1999-2004 : le principe de traitement égal

Le principe de traitement égal implique que les candidats seront admis dans l'Union monétaire selon des critères identiques à ceux qui ont été appliqués en 1999. Ainsi l'élargissement monétaire de l'Union sera-t-il conditionné au respect des critères de Maastricht : convergence des taux d'inflation et des taux d'intérêt à long terme, maîtrise de la dépense publique et stabilité des changes.

Dans les années 1990, ces critères faisaient déjà l'objet de débats animés, en particulier sur deux points qui restent pertinents

1 dans le cas des pays accédants. D'une part, les critères de Maastricht ne concernent que la convergence nominale : ils n'incluent pas la convergence des structures ni celle des dynamiques macro-économiques, pourtant essentielle pour juger de l'optimalité d'une zone monétaire<sup>1</sup> (tableau 1). D'autre part, ces critères sont fortement interdépendants<sup>2</sup> : le non-respect de l'un d'entre eux peut suffire à ce qu'aucun ne soit respecté.

Tableau 1 - Indicateurs de convergence réelle pour les pays accédants, 2003

|              | Equilibre macro-économique |             |                          | Convergence                                 |
|--------------|----------------------------|-------------|--------------------------|---|
|              | Croissance (%)             | Chômage (%) | Solde courant (en % PIB) | PIBppa par tête en % de la moyenne de l'UEM |
| Estonie      | 4,4                        | 5,3         | -12,2*                   | 43,3  |
| Hongrie      | 2,9                        | 5,9         | -4,0                     | 56,6  |
| Lettonie     | 6,0                        | 8,6         | -8,6*                    | 35,8  |
| Lituanie     | 6,6                        | 10,2        | -5,3*                    | 34,0  |
| Pologne      | 3,3                        | 18,0        | -3,5                     | 39,1  |
| Rép. tchèque | 2,2                        | 9,9         | -6,5                     | 61,3  |
| Slovaquie    | 3,8                        | 15,1        | -8,2                     | 49,0  |
| Slovénie     | 2,1                        | 11,2        | 1,7                      | 78,2  |

\* 2002.

Sources : Commission européenne, sources nationales et CEPII-CHELEM

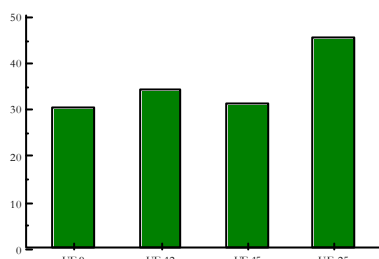
Le débat n'a pas changé depuis 1999, mais l'arrivée des nouveaux candidats accroîtra les disparités de revenu dans l'Union européenne élargie, davantage que ne l'avaient fait les précédents élargissements : ceux des années 1980 avaient augmenté l'hétérogénéité de l'UE, mais celui de 1995 avait été plutôt neutre. En revanche, après 2004, l'hétérogénéité de la

1. Le traité de Maastricht prévoit des critères complémentaires, comme le comportement des soldes courants. Mais ces critères, en pratique, n'ont pas été utilisés.

2. Ainsi, une hausse de l'inflation et des anticipations d'inflation –premier critère– provoque une hausse des taux longs –second critère– qui peut induire anticipations de dépréciation et instabilité du change –troisième critère– et éventuellement une dégradation du solde budgétaire, avec dépassement du critère de dette.

zone devrait fortement augmenter : sur la base des disparités observées en 2002, le coefficient de variation des PIB par tête en PPA devrait passer de 30% à plus de 45% (graphique 1).

Graphique 1 – Dispersion des niveaux de revenus par tête (en PPA) en 2002, pour les différentes configurations de l'UE (coefficient de variation, en %)



Source: Banque mondiale, World Development Indicators.

Les écarts de développement entre les pays accédants et les membres actuels de l'UE se reflétaient, à la fin des années 1990, dans une assez forte disparité en matière de respect des critères de Maastricht. Schématiquement, les situations budgétaires semblaient maîtrisées (Hongrie et Slovaquie mises à part), mais l'inflation et les taux longs étaient significativement supérieurs à ceux de l'UEM. Aujourd'hui, la situation est inversée, puisque l'inflation a très fortement régressé et que les taux d'intérêt ont convergé, tandis que les situations budgétaires sont dégradées dans les PECO<sup>3</sup> (tableau 2). Certes les fonds structurels contribueront au financement de certains projets, mais leur effet sur les soldes publics pourrait être limité par le coût budgétaire de la participation à l'UE (application des réglementations européennes, contribution au budget de l'Union), si bien que le redressement des finances publiques pourrait être une tâche difficile<sup>4</sup>.

2

Tableau 2 – Les critères de Maastricht dans les pays candidats à l'euro

|              | Inflation | Solde public     | Dette publique | Taux à long terme | Régime de change officiel | Volatilité du change <sup>a</sup> |
|--------------|-----------|------------------|----------------|-------------------|---------------------------|-----------------------------------|
|              | %         | 2002 en % du PIB |                | oct. 2003         |                           |                                   |
|              | 2003      |                  |                |                   |                           |                                   |
| Estonie      | 3,5       | 0,0*             | 5,8            | 3,9 <sup>b</sup>  | Currency board /euro      | [-0,3 ; +0,4]                     |
| Hongrie      | 5,0       | -9,2             | 56,8           | 7,11              | Fixe/euro ± 15 %          | [-5,7 ; +9,9]                     |
| Lettonie     | 2,5       | -2,4*            | 14,6           | 3,8 <sup>b</sup>  | Fixe DTS                  | [-9,7 ; +10,5]                    |
| Lituanie     | 1,0       | -2,9*            | 27,0           | 4,6 <sup>b</sup>  | Currency board /euro      | [-0,3 ; +0,0]                     |
| Pologne      | 1,1       | -3,8             | 46,0           | 6,75              | Flottement libre          | [-15,8 ; +14,7]                   |
| Rép. tchèque | 3,5       | -6,7             | 19,5           | 4,64              | Flottement administré     | [-7,7 ; +5,3]                     |
| Slovaquie    | 8,8       | -7,2             | 38,2           | 5,15              | Flottement administré     | [-3,7 ; +6,7]                     |
| Slovénie     | 6,0       | -2,4             | 28,0           | 4,1 <sup>b</sup>  | Flottement administré     | [-6,2 ; +3,2]                     |
| UEM          | 1,2**     | -2,6             | 70,1           | 4,35              | -                         | -                                 |

\* prévisions pour 2004; \*\* moyenne des trois pays les moins inflationnistes.

a Écarts maximaux depuis janvier 2002, par rapport à la moyenne 2002-2003, en % ; un chiffre négatif signale une appréciation. b 8 février 2003.

Source: DREE, Revue élargissement, différents numéros ; OENB, Focus on Transition ; Merrill Lynch.

Cependant, la principale inconnue est le comportement du taux de change. En effet, selon les termes du traité de Maastricht, l'entrée dans l'UEM doit être précédée de l'entrée dans le SME bis (avec des bandes de fluctuation de  $\pm 15\%$  autour de la parité centrale), et d'une stabilité de deux ans du taux de change nominal, cette dernière contrainte étant plus ambiguë dans la mesure où la volatilité admise n'est pas explicitement spécifiée.

## La contrainte du SME bis

La stabilité des changes préalable à l'adoption de l'euro contribue à renforcer le processus de convergence nominale et permet de s'assurer de la convergence des anticipations.

Mais, face à l'exigence de participation au SME bis, les pays accédants sont dans des situations variées. D'abord, la fixité du change nominal ne représente pas dans tous les cas la même contrainte. Les pays baltes ont déjà des changes fixes par rapport à l'euro ; dans le cas de l'Estonie au moins, petit pays très ouvert, au taux de change réel très peu flexible, un tel régime de change paraît adapté<sup>5</sup>. Dans les plus grands pays, où le taux de change joue un rôle plus marqué dans les ajustements macro-économiques, l'ancrage nominal n'apparaît pas de manière aussi évidente comme "la" bonne stratégie. Ces pays ont d'ailleurs abandonné l'ancrage fixe du début des années 1990, rendu intenable par les entrées de capitaux.

Dans les deux cas cependant, la contrainte de participation au SME bis est considérée comme malvenue. Les pays en change fixe comprennent mal qu'après des années de currency board sur l'euro, il leur soit encore réclamé deux ans de stabilité des changes par rapport à la monnaie européenne. Les plus grands pays redoutent les difficultés bien connues de gestion de régimes de change fixe en situation de parfaite mobilité des capitaux : pour que le taux de change soit stable, dans une telle situation, il faut, en particulier, que soient réalisés l'équilibre du taux de change réel, la soutenabilité du solde courant et la convergence des anticipations sur les marchés.

## Équilibre du change réel

Le taux de change ne peut, en principe, s'éloigner durablement de son niveau d'équilibre fondamental. Le choix de la parité centrale revêt donc une importance cruciale pour la stabilité prévisible du SME bis : une parité centrale trop éloignée de celle qui assure l'équilibre des prix relatifs augmente le risque de crise de change. Sur ce point, les pays accédants sont très hétérogènes : le tolar slovène et le forint hongrois oscillent

3. Dans les pays baltes, l'équilibre budgétaire est une contrainte constitutionnelle.

4. Voir en particulier les estimations de J. von Hagen & J. Zhou (2003), "Exchange Rate Policies on the Last Stretch", mimeo, et le rapport du CESifo "Report on the European Economy 2004", Ifo Institute for Economic Research, Munich.

5. Une dépréciation du taux de change nominal est, en effet, très rapidement compensée par une hausse de l'inflation importée, si bien que le taux de change réel est très peu flexible. La Lettonie et la Lituanie sont considérablement moins ouvertes, mais sont appelées à développer leurs échanges avec la convergence économique. Enfin, la Slovénie a longtemps constitué une exception parmi les petits pays (les contrôles de capitaux lui permettaient de mener une stratégie de crawling peg), mais elle stabilise aujourd'hui de facto sa monnaie sur l'euro en termes nominaux.

autour de l'équilibre, mais le zloty polonais est très volatil, et les monnaies slovaque, tchèque ou estonienne tendent à être structurellement surévaluées (tableau 3).

Tableau 3 - Distorsion réelle des taux de change des PECO par rapport à l'euro  
(un chiffre positif signale une surévaluation, un chiffre négatif une sous-évaluation) en %

|                    | (1)<br>CEPII<br>mi-2001 | (2)<br>BOFIT<br>début 2002 | (3)<br>Situation<br>début 2004 |
|--------------------|-------------------------|----------------------------|--------------------------------|
| Slovaquie          | 10                      | -                          | 14                             |
| République tchèque | 11                      | 14                         | 11                             |
| Estonie            | -                       | 11                         | 10                             |
| Slovénie           | 2                       | 5                          | 0                              |
| Hongrie            | 2                       | 6                          | -2                             |
| Pologne            | 15                      | 15                         | -12                            |

(1) Source : B. Égert & A. Lahrière-Révil (2003), "Estimating the equilibrium exchange rate of the central and eastern european acceding countries: the challenge of euro adoption", *Review of the world economics*, vol. 139 n°4, pp.683-708. (2) Moyenne de deux estimations, in J. Rahn (2003), "Bilateral equilibrium exchange rates of EU accession countries against the euro", Bank of Finland Institute for Economics in transition (BOFIT), Discussion paper n°11. (3) = Distorsion de change (2) + évolution 2004/2002 du taux de change nominal.

Or entrer dans le SME bis avec une parité centrale surévaluée risque de ralentir la croissance économique et de générer des tensions sur le change via la dégradation du solde courant. A l'inverse, une parité centrale sous-évaluée contribue à augmenter l'inflation importée. Dans les deux cas, l'entrée dans l'UEM peut être mise en cause. Certes, les bandes du SME bis ( $\pm 15\%$ ) sont relativement larges mais les ajustements peuvent être importants dans les marchés émergents ; ainsi, depuis 2002, le zloty s'est déprécié de 30% par rapport à l'euro (soit l'intégralité des marges du SME bis).

### Soutenabilité des soldes courants

Le taux de change réagit également aux besoins de financement nets de l'économie. A l'exception de la Slovaquie et plus récemment de la Pologne, les soldes courants des pays accédants sont déficitaires de plus de 5% du PIB. Le déficit courant est une situation normale dans tout pays en rattrapage rapide (décalage conjoncturel, besoin d'investissement). On considère généralement que son financement est soutenable lorsqu'il est réalisé par des entrées de capitaux stables, c'est à dire généralement par des investissements directs (IDE). Dans les

pays accédants, les entrées nettes d'IDE ont longtemps surfinancé les déficits courants (graphique 2). Mais la permanence de ces entrées massives de capitaux n'est pas acquise. Une grande partie de ces flux était motivée par une vague de privatisations qui touche à sa fin. En outre, les stocks d'investissements étrangers accumulés sont déjà considérables (largement plus, en moyenne, que dans l'UEM -voir le tableau 4). Dès lors, une forte incertitude pèse sur la capacité des pays accédants à attirer de nouveaux flux massifs d'IDE. Dans la mesure où les difficultés de financement du solde courant ouvrent la voie aux crises de balance des paiements, et aux crises de change qui les accompagnent, le SME bis pourrait être un système instable.

Tableau 4 - Stock d'IDE en % du PIB

|                   | 1990 | 1995 | 2000 | 2002 |
|-------------------|------|------|------|------|
| UE                | 11   | 13   | 29   | 31   |
| Pays en dévellop. | 15   | 17   | 31   | 36   |
| Asie du Sud-Est   | 21   | 21   | 37   | 38   |
| Estonie           | ...  | 14   | 52   | 66   |
| Hongrie           | 2    | 27   | 13   | 38   |
| Lettonie          | ...  | 13   | 29   | 32   |
| Lituanie          | ...  | 6    | 21   | 31   |
| Pologne           | 0    | 6    | 22   | 24   |
| Rép. tchèque      | 4    | 14   | 42   | 55   |
| Slovaquie         | 1    | 4    | 24   | 43   |
| Slovénie          | 4    | 9    | 16   | 23   |

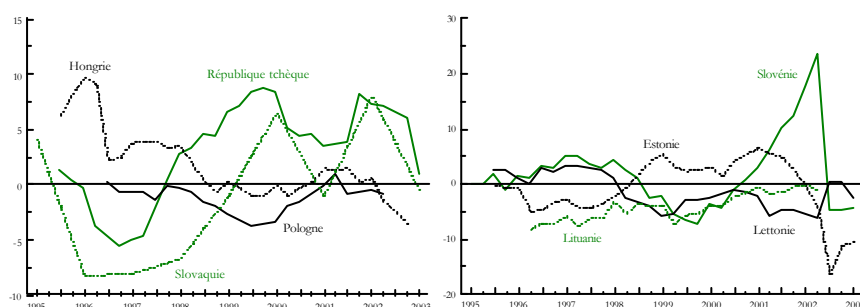
Source : CNUCED, World Investment Report 2003. Pour mémoire : Grèce : 9% en 1980, et moyenne autour de 10% ensuite. Espagne 2% en 1980, et de 5 à 33% entre 1985 et 2002; Portugal 12% en 1980 et de 19 à 36% ensuite.

### Convergence des anticipations

Les régimes de change fixe en situation de parfaite mobilité des capitaux sont réputés pour leur grande fragilité aux retournements de spéculation. Dans le SME bis, cette fragilité intrinsèque sera renforcée par la possibilité d'apparition de "convergence plays" (jeux de convergence). Ces jeux apparaissent lorsque les agents, anticipant la croissance économique d'un pays en régime de change fixe, investissent en masse dans l'économie, souvent attirés par des rendements relativement élevés. Mais les investissements étant à court terme, tout retournement d'anticipation peut renverser le jeu et déclencher une dépréciation du change.

Le SME bis pourrait également être fragilisé par les incertitudes qui pèsent sur le niveau de volatilité admis au cours des deux années précédant l'entrée dans l'UEM. La volatilité autorisée au sein des marges du SME bis est bien de  $\pm 15\%$ . Cependant, l'application du principe de traitement égal pourrait conduire les pays de l'UEM à intégrer plus facilement des monnaies stables ou qui tendent à s'apprécier légèrement, ce qui impliquerait une

Graphique 2 - Surfinancement du solde courant par les entrées nettes d'IDE  
(solde courant + entrées nettes d'IDE, moyenne mobile sur 5 trimestres) en % du PIB



Source : FMI, Direction of Trade Statistics.

volatilité inférieure à  $\pm 15\%$ <sup>6</sup>. Or le soutien de la BCE (en principe illimité dans le cadre du SME bis) ne devrait s'appliquer qu'à l'approche des bornes de la bande large de fluctuation : les éventuelles interventions intra-marginales seraient donc à la charge des banques centrales nationales. Le SME bis pourrait devenir un système de facto asymétrique (les banques centrales nationales des pays candidats devant s'impliquer davantage que la BCE dans la stabilisation du change), d'autant plus que la BCE n'interviendra sur les marchés des changes que si cela ne met pas en cause son objectif premier de stabilité des prix. Ainsi, un ensemble d'incertitudes entoure les conditions exactes d'évaluation du critère de stabilité des changes, ce qui contribue à rendre a priori périlleuse la période de deux ans dans le SME bis.

## ■ L'asymétrie des risques

L'élargissement monétaire affectera fortement les institutions de l'Union (le fonctionnement de la BCE a ainsi dû être réformé), mais il aura finalement peu d'impact économique sur les membres actuels de l'UEM, en raison de la forte asymétrie de taille entre l'UEM et les nouveaux entrants. Certes, le rattrapage économique des candidats pourrait être une source autonome d'inflation (effet Balassa-Samuelson) ; mais celle-ci est peu susceptible d'influer sur l'indice des prix harmonisé (en raison du poids que ces pays auront dans cet indice de prix), et il est peu probable qu'elle imprime un biais excessivement restrictif à la politique monétaire de la BCE.

Dès lors, ce sont les pays candidats qui porteront l'essentiel des éventuels coûts d'ajustement, avec des conséquences qui peuvent être importantes pour la dynamique de leur croissance. Si les pays baltes semblent parvenir à concilier forte désinflation et forte croissance, il n'en est plus de même pour les PECO où le ralentissement de l'inflation s'accompagne depuis trois ans d'un ralentissement de la croissance. Au moment de l'entrée dans le SME, puis dans l'UEM, c'est le risque de surévaluation qui

pourrait être préoccupant car la surévaluation ne peut être renversée qu'au prix de la désinflation, et donc, là encore, d'un ralentissement de la croissance et de la convergence.

Dans ce cadre, quelle peut être la stratégie des pays accédants ? La question est rendue d'autant plus complexe que, dans leur cas, l'adhésion à l'Union revêt un caractère symbolique très fort, et qu'elle est le résultat d'une aspiration populaire importante, qui se reflète dans le succès des référendums d'adhésion.

Il sera probablement difficile de refuser l'accès aux petits pays, qui affirment leur intention de rentrer rapidement dans l'UEM, car ils remplissent les critères. Sauf au cas, relativement improbable, où ils réajusteraient leur parité de manière concertée avant leur entrée, ils risquent d'adopter l'euro à un cours surévalué. Ils devraient alors réaliser seuls l'ajustement, en particulier car leur petite taille les rendra très peu influents dans les décisions de politique monétaire de la BCE. Or, hormis la Slovaquie, ce sont précisément les pays les plus pauvres et ceux qui ont le plus fort besoin de convergence réelle. Il ne faut donc pas négliger le risque de voir les disparités de revenus exister durablement dans l'Europe monétaire élargie.

Les plus grands pays ont adopté, volontairement ou non (Hongrie) une solution attentiste, en reportant à la fin des années 2000 la date de leur entrée dans l'euro. De fait, l'expérience récente de la Pologne a montré que la flexibilité des changes permet de réaliser des ajustements macro-économiques, et ce de manière relativement rapide : la dépréciation du zloty s'est accompagnée d'un rétablissement du solde courant non inflationniste et d'une reprise de la croissance<sup>7</sup>. L'abandon de la souveraineté monétaire peut donc représenter un coût important dans ces pays. L'horizon de l'attente reste une question difficile, mais dans le cas des pays du "Sud", entre l'élargissement (1981-1986) et l'UEM (1999), il s'est passé plus de 10 ans ; avec des turbulences, certes, mais sans crise majeure non plus. Il est donc possible d'attendre.

Amina Lahèche-Révil  
lahreche@cepii.fr

6. Cf. B. Égert, T. Gruber & T. Reininger (2003), "Challenges for EU acceding countries' exchange rate strategies after EU accession and Asymmetric application of the exchange rate criterion", Focus on transition, 2, pp.152-175.  
7. Le niveau élevé du chômage reste un problème dans ce pays.

### LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2004  
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  
Bronka Rzepkowski  
GRAPHIQUES :  
Didier Boivin  
REALISATION :  
Laure Boivin  
DIFFUSION :  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 48 € TTC  
Europe 49,70 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
49 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
49,50 € HT  
Suppl. avion rapide 0,90 €  
Adresser votre commande à :  
**La Documentation française**,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)  
ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD  
2<sup>ème</sup> trimestre 2004  
Avril 2004  
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.*