

Pays en transition : quel régime de taux de change choisir avant l'adhésion à l'UEM?

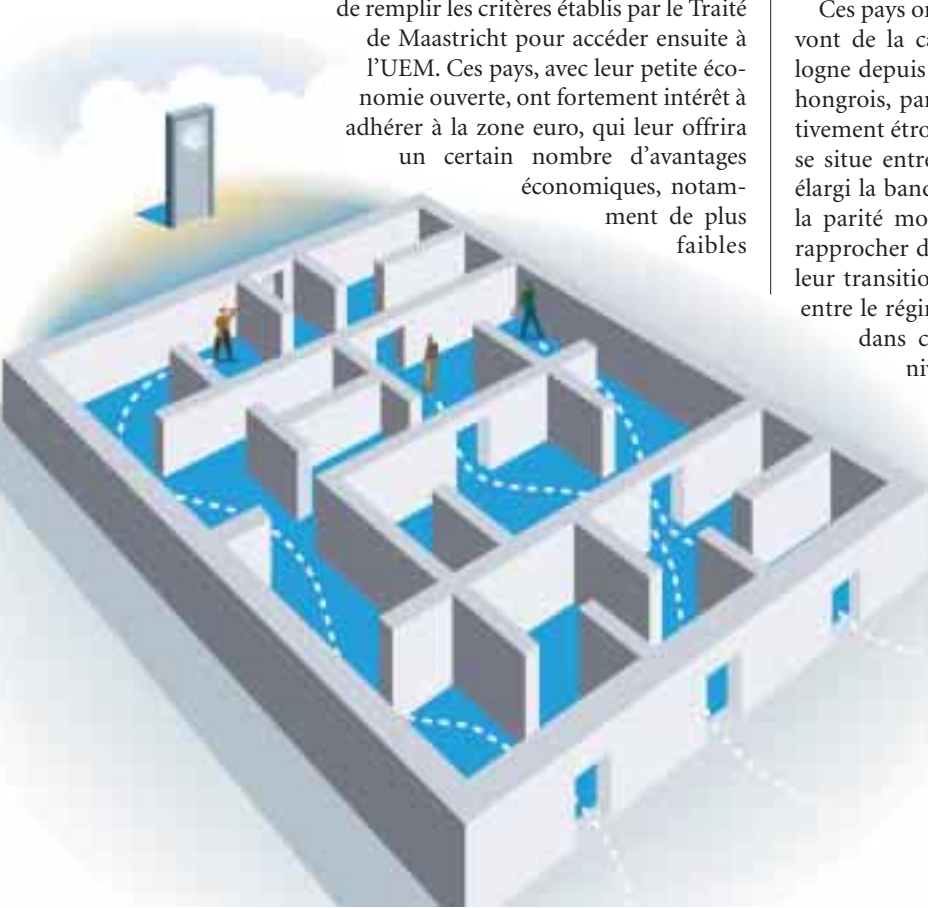
Une décision importante pour les pays d'Europe centrale et orientale désireux d'entrer dans l'Union européenne est le choix du régime de taux de change le plus approprié. L'expérience montre que maintes considérations interviennent dans cette décision et qu'il n'y a pas de solution universelle.

György Szapáry

LA CRÉATION de l'Union économique et monétaire (UEM) a ouvert un nouveau chapitre dans le débat sur le choix des régimes de taux de change. Il s'agit de trouver le régime qui servira le mieux les intérêts des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) qui se préparent à entrer dans l'Union européenne (UE) et s'efforcent de remplir les critères établis par le Traité de Maastricht pour accéder ensuite à l'UEM. Ces pays, avec leur petite économie ouverte, ont fortement intérêt à adhérer à la zone euro, qui leur offrira un certain nombre d'avantages économiques, notamment de plus faibles

primes de risque, taux d'intérêt et coûts de transaction. La question est de savoir s'il existe un régime de taux de change idéal pour les pays en transition candidats à l'UEM, qui leur assure la stabilité et le maintien de leur compétitivité et favorise les réformes structurelles tout en les aidant à remplir le critère de Maastricht en matière d'inflation.

Ces pays ont des régimes de taux de change très divers, qui vont de la caisse d'émission (Estonie) au flottage (Pologne depuis avril 2000 et République tchèque). Le système hongrois, parité mobile préannoncée dans une bande relativement étroite de 2,25 % de part et d'autre du taux central, se situe entre ces deux extrêmes. (Au 4 mai, la Hongrie a élargi la bande de fluctuation à ± 15 % tout en maintenant la parité mobile.) Un but commun de ces pays est de se rapprocher des critères de Maastricht tandis qu'ils achèvent leur transition, mais il ne semble pas y avoir de lien direct entre le régime de taux de change en place et leurs progrès dans ce sens. Par exemple, l'Estonie est proche du niveau d'inflation de l'UE avec sa caisse d'émission, de même que la République tchèque avec son régime de flottage. La Pologne a suivi à peu près le même sentier de désinflation avec une parité mobile dans une large bande, et la Hongrie dans une bande étroite (graphique 1). Bien que ces résultats témoignent du fait que d'autres politiques comptent autant que le taux de change, le choix du régime reste important, car l'objectif ultime des pays est de rattacher leur monnaie à l'euro de manière ordonnée et efficace.



L'effet Balassa-Samuelson

L'effet Balassa-Samuelson (du nom des économistes Bela Balassa et Paul Samuelson) vient de ce que la croissance de la productivité diffère selon les secteurs, tandis que les salaires tendent à être moins différenciés. Typiquement, la productivité augmente plus vite dans le secteur des biens échangés que dans celui des biens non échangés, comme les services. Dans la mesure où cette augmentation plus rapide dans le secteur des biens échangés fait monter les salaires dans tous les secteurs, le prix relatif des biens non échangés eu égard à celui des biens échangés augmentera. Étant donné que la croissance de la productivité est plus rapide dans les pays en voie d'adhésion qui rattrapent leur retard que dans les pays de l'UE, cet effet implique que, toutes choses égales par ailleurs, l'indice des prix à la consommation augmentera plus vite chez les premiers que chez les seconds.

Caractéristiques communes

Les pays en transition candidats partagent un certain nombre de caractéristiques qui interviennent dans la politique du taux de change. Premièrement, les salaires et les prix des biens non échangeables y sont plus faibles que dans les pays de l'Union européenne et, suivant l'effet Balassa-Samuelson (voir l'encadré ci-dessus), augmenteront plus vite que les prix de l'UE tandis que les pays en transition cherchent à s'aligner sur l'UE. Par conséquent, la valeur réelle de la monnaie des pays en voie d'adhésion, mesurée d'après l'indice des prix à la consommation, augmentera pendant la période de rattrapage, qui durera sans doute plusieurs années. Pour que ces pays évitent une perte de compétitivité et de sérieux problèmes de balance des paiements, l'appréciation réelle doit correspondre grosso modo à l'effet Balassa-Samuelson sous-jacent.

Deuxièmement, ces économies très ouvertes sont intégrées dans un système financier mondial dans lequel les mouvements de capitaux sont soumis à beaucoup moins de restrictions qu'ils ne l'étaient, par exemple quand l'Espagne, la Grèce et le Portugal sont devenus membres de l'Union européenne. Du fait de leur statut de marchés émergents, les pays candidats restent exposés à la volatilité des flux de capitaux : on en a vu la preuve pendant la crise financière russe de 1998 dans les fuites de capitaux de ces pays, qui étaient sans rapport avec leurs fondamentaux ou leurs régimes de taux de change. Troisièmement, les pays candidats sont confrontés à des ajustements des prix relatifs qui vont au-delà de l'effet Balassa-Samuelson, en raison des réformes structurelles et de la libéralisation en cours dans des domaines comme les télécommunications, l'énergie, les transports et la santé publique. L'effet de ces changements sur l'inflation est moins stable et progressif que celui de Balassa-Samuelson, car il est lié au calendrier des réformes, lequel est lui-même souvent lié à la privatisation de ces activités. Quatrièmement, ces pays ont de petits marchés intérieurs, et l'investissement et la croissance dépendent dans une large

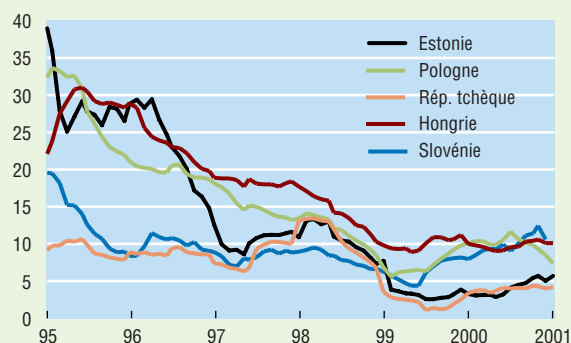
mesure du commerce extérieur. Une perte de compétitivité aurait tôt fait de se traduire par une détérioration de la balance des paiements.

Lorsqu'il s'agit de sélectionner un régime de taux de change, les autorités ont à concilier trois objectifs conflictuels : 1) assurer une stabilité raisonnable du taux de change face à la volatilité des capitaux; 2) veiller à une appréciation ordonnée de la monnaie en termes réels suivant le sentier dicté par l'effet Balassa-Samuelson; 3) prendre des mesures en vue de répondre au critère de Maastricht en matière d'inflation. Ce critère stipule qu'un an avant l'adhésion à l'UEM, le taux d'inflation du pays candidat ne doit pas dépasser de plus de 1,5 point le taux d'inflation moyen des trois pays de l'UE où l'inflation est la plus faible.

Un régime de taux fixe serait le meilleur pour la stabilité. Cependant, du fait que les salaires souples et les politiques énergiques qui sont nécessaires pour soutenir un taux fixe risquent de ne pas pouvoir être appliqués, un taux de change rigoureusement fixe pourrait conduire à une appréciation rapide de la monnaie en valeur réelle qui pourrait se révéler intenable. Un régime de taux de change souple, sous forme d'une bande de fluctuation large ou de flottement libre, pourrait, en principe, rendre possible une appréciation graduelle de la valeur réelle suivant l'effet Balassa-Samuelson et aussi aider le pays à atteindre son objectif d'inflation sans recourir à des politiques monétaire et budgétaire restrictives. Cependant, du fait que les pays en transition sont particulièrement exposés à des flux de capitaux spéculatifs volatils, des régimes souples peuvent conduire à une forte variabilité du taux de change réel.

Un argument souvent avancé en faveur de régimes flexibles est qu'ils offrent une meilleure protection contre les assauts spéculatifs. Pendant la crise russe, toutefois, Israël et la Pologne — deux pays considérés comme des marchés émergents — se sont aperçus que de larges bandes ne les protégeaient pas d'assauts spéculatifs face à un brusque changement d'humeur des marchés. L'expérience de ces deux

Graphique 1
L'inflation dans les pays en transition,
janvier 1995–janvier 2001
(Pourcentage)



Source : *Statistiques financières internationales* (février 2001) (Version 1.0) [CD-ROM] (Washington, Fonds monétaire international).

pays avant la crise n'étaient pas un autre argument — à savoir qu'en raison du plus grand risque de dépréciation, de larges bandes décourageant les entrées de capitaux spéculatifs : ils ont tous deux enregistré de fortes entrées de capitaux (Darvas and Szapáry, 2000).

Le jeu de la convergence

Les candidats à l'adhésion ont des chances d'attirer les capitaux du fait que les investisseurs anticipent la convergence des taux d'intérêt et l'appréciation de leur monnaie. En fait, l'application attendue dans ces pays de politiques qui leur permettront de devenir membres de l'UEM promet de bons rendements avec moins de risques sur les capitaux spéculatifs. Pour satisfaire au critère d'inflation avant d'adhérer à l'UEM, les autorités monétaires des pays candidats essaieront de maintenir un taux d'intérêt nominal plus élevé que ne le requiert le risque de change, encourageant les étrangers à investir dans des instruments à revenu fixe libellés en monnaie nationale, comme des titres d'État. Les perspectives de croissance favorables attirent aussi les investissements étrangers sur les marchés des actions de ces pays, comme on l'a vu en Espagne, en Grèce et au Portugal, où les performances de ces marchés ont été supérieures à celles des autres pays européens à la suite de leur entrée dans l'Union européenne. Le rendement attendu sur ces types d'investissement de portefeuille est renforcé par l'appréciation anticipée de la monnaie de ces pays.

Les apports de capitaux spéculatifs créent des problèmes particuliers pour les pays candidats. Premièrement, il est trop tôt pour qu'ils soient au niveau dans le processus de convergence. La date de l'adhésion à l'UEM est encore incertaine, et une appréciation excessive des monnaies de ces pays ou une chute trop rapide des taux d'intérêt intérieurs provoquée par les entrées de capitaux ne seraient pas compatibles avec leurs objectifs de stabilisation. Deuxièmement, ces pays restent vulnérables aux revirements des marchés suscités par des crises financières dans d'autres pays. Plus les capitaux spéculatifs affluent dans le pays, plus il y a de capitaux à sortir quand le vent tourne sur les marchés, ce qui compromet la stabilité. Des flux de capitaux qui sont insignifiants pour des marchés de la taille de celui des États-Unis ou de la zone euro peuvent perturber les marchés des changes de pays comme la République tchèque, la Hongrie et même la Pologne.

Le syndrome du pesage

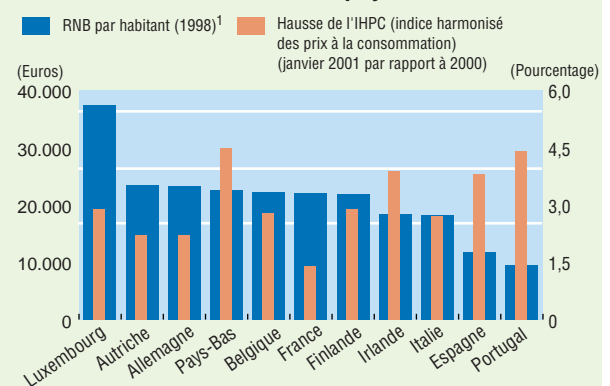
Le choix du régime de taux de change en préparation de l'entrée dans l'UEM doit tenir compte de la nécessité de remplir le critère de Maastricht en matière d'inflation, lequel, comme on l'a noté précédemment, est lié au taux d'inflation dans l'Union européenne. Étant donné que le processus de rattrapage implique un taux d'inflation plus élevé lié à l'effet Balassa-Samuelson, on ne peut satisfaire au critère d'inflation de Maastricht qu'en recourant à des politiques monétaires et budgétaires très restrictives — qui peuvent compromettre la croissance et l'emploi —, ou à une appréciation de la monnaie en valeur nominale. Les pays tendront à résister à une appréciation qu'ils jugent trop rapide, par crainte d'y perdre de leur compétitivité, en

particulier à mesure que les flux de capitaux s'intensifieront à l'approche de l'adhésion à l'UEM. Les pays candidats répondront sans doute par ce qu'on pourrait comparer au syndrome du pesage : comme le boxeur qui jeûne pendant des heures avant le pesage pour se gaver après, le pays candidat s'astreindra à une politique monétaire très serrée et réprimera l'inflation par divers moyens (par exemple, en gelant les prix administrés ou en abaissant les taxes à la consommation) pour relâcher la pression après son entrée dans l'Union européenne. Ce cycle de freinage et d'accélération sera préjudiciable à l'efficacité de la gestion économique.

Un moyen d'éviter le syndrome du pesage est de tenir explicitement compte de l'effet Balassa-Samuelson dans les critères de Maastricht en ménageant une plus grande marge que ne le prévoit la règle en vigueur, qui est inférieure à la plupart des estimations de cet effet. D'un point de vue strictement économique, la solution logique serait de lier l'écart autorisé du taux d'inflation à l'ampleur du différentiel d'accroissement de la productivité, car c'est ce différentiel qui détermine l'effet Balassa-Samuelson. Cependant, du fait que l'augmentation de la productivité est sujette à des facteurs cycliques qui peuvent différer d'un pays à l'autre, il serait difficile de trouver une mesure standard de l'effet Balassa-Samuelson qui soit uniformément applicable à l'écart d'inflation autorisé.

Une meilleure solution consisterait à grouper à la fois les pays membres et les pays candidats selon leur revenu par habitant et à définir sur cette base la valeur de référence de l'écart d'inflation. La référence pour les pays à revenu élevé serait le taux d'inflation moyen pour le groupe des pays au revenu le plus élevé, et la référence pour les pays à faible revenu serait le taux d'inflation moyen du groupe au revenu par habitant le plus bas. Cette base de groupement des pays est un bon substitut du niveau de développement et donc de

Graphique 2
Revenu national brut (RNB) par habitant et inflation dans un échantillon de pays de l'UEM



Source : *Statistiques financières internationales* (février 2001) (Version 1.0) [CD-ROM] (Washington, Fonds monétaire international).

¹Pour l'Espagne : 1997; pour le Portugal : PIB par habitant.

l'ampleur de l'accélération escomptée de l'augmentation de la productivité et de l'effet Balassa-Samuelson. Il n'est d'ailleurs pas surprenant que les pays membres de l'UEM dont les revenus par habitant sont les plus faibles, à savoir l'Espagne et le Portugal, aient enregistré des taux d'inflation supérieurs à la moyenne pour la zone euro (graphique 2). Ce traitement différencié violerait toutefois le principe de l'égalité de traitement entre les membres initiaux de l'UEM et ceux qui entrent plus tard dans l'union monétaire. On peut comprendre que le principe de l'égalité de traitement ait été maintenu quand les critères initiaux d'entrée dans l'UEM furent négociés et que les membres fondateurs établirent l'union monétaire. Il est difficile d'imaginer comment il aurait pu en être autrement; la recherche d'un accord sur les différents taux d'inflation à assigner aux divers pays aurait pu paralyser les négociations. Maintenant que l'union monétaire est en place et fonctionne, une approche affinée qui tienne compte des lois du développement économique serait plus propice à une gestion macroéconomique efficiente.

Bien que logique d'un point de vue économique, la différenciation des taux d'inflation autorisés pour l'entrée dans l'UEM en fonction du niveau de développement économique des pays candidats pose aussi quelque danger. Le danger vient de la crainte répandue dans l'UEM qu'une telle «permissivité» soit préjudiciable à la stabilité des prix dans la zone euro et affaiblisse l'euro. Cette crainte pourrait saper le soutien politique en faveur de l'élargissement et retarder l'adhésion des PECO, en particulier de ceux qui ont les plus faibles revenus par habitant. Un compromis raisonnable consisterait à définir l'écart autorisé pour l'inflation par rapport au taux moyen d'inflation dans la zone euro (d'après l'indice harmonisé des prix à la consommation), et non à celui des trois membres de l'UE ayant l'inflation la plus faible. Quand le Traité de Maastricht fut négocié dans le contexte de plusieurs politiques monétaires nationales, les membres fondateurs voulaient encourager la convergence vers le taux d'inflation le plus faible. Maintenant que l'inflation dans l'ensemble de la zone euro relève d'une seule politique monétaire, il semble plus rationnel de définir l'écart par rapport au taux d'inflation moyen de la zone. Cela signifie qu'un pays voulant entrer dans l'UEM en décembre 2000 aurait eu une marge supplémentaire de 1 point (l'inflation moyenne de l'UEM étant de 2,3 %, contre 1,3 % pour les pays de l'UE ayant l'inflation la plus faible). Bien que modeste, une différence de cet ordre peut être significative à des niveaux d'inflation aussi bas. Une autre option serait simplement d'augmenter l'écart autorisé pour l'inflation, mais on pourrait y voir une dilution du critère de Maastricht, ce qui pourrait susciter la même crainte dans le public que celle qui est évoquée plus haut.



György Szapáry est Président adjoint de la Banque nationale de Hongrie.

Pas de régime de taux de change universel

Tandis que les PECO en transition n'adhéreront pas à l'UEM avant plusieurs années, leur adhésion est suffisamment proche pour qu'ils doivent décider du régime de taux de change le mieux adapté à leur développement économique et à leur transition vers l'UEM. On peut conclure de ce qui précède que les autorités des pays candidats ont des questions complexes à considérer pour choisir un régime de taux de change : les caractéristiques de leur économie, leur décision de suivre une voie débouchant sur l'entrée dans la zone euro et la mondialisation des marchés financiers. Sous l'effet conjugué de la mondialisation et de la convergence vers l'UE, il est probable que les pays candidats continueront d'attirer des flux de ressources financières. Mais ils restent aussi exposés aux changements d'humeur des marchés qui peuvent provoquer un brusque revirement de ces flux de capitaux sans que l'évolution de leurs fondamentaux le justifie.

Il n'y a pas de solution définitive. L'expérience de différents régimes de taux de change montre de manière convaincante qu'il n'y a pas de régime universellement approprié pour tous les pays qui préparent leur entrée dans l'UEM, et que de multiples considérations interviennent dans les décisions des pays. La plus évidente est la volonté politique de mener des politiques macroéconomiques — en particulier des politiques budgétaire, monétaire et de revenu — qui assurent la stabilité tant intérieure qu'extérieure. Moins cette volonté est ferme, moins il est probable qu'un système rigoureusement fixe puisse résister aux pressions des marchés. Les progrès des réformes structurelles, comme les privatisations, la déréglementation des prix et les réformes des systèmes de santé publique, doivent aussi être pris en compte, car ces réformes influent sur l'évolution future de l'inflation. Des progrès plus lents dans ces domaines militeraient en faveur d'un régime de taux de change plus souple pour absorber les éventuels chocs inflationnistes. L'obligation de remplir le critère de Maastricht pour l'inflation militerait contre un système rigoureusement fixe, car il ne laisserait pas de marge d'appréciation nominale de la monnaie qui aiderait à réduire l'inflation. La charge retomberait alors entièrement sur d'autres politiques moyennant un coût qui pourrait être injustifié. L'adoption unilatérale précoce de l'euro, que préconisent certains économistes, aurait le même inconvénient. **F&D**

Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de la Banque nationale de Hongrie.

Bibliographie :

Zsolt Darvas and György Szapáry, 2000, "Financial Contagion in Five Small Open Economies: Does the Exchange Rate Regime Really Matter?" *International Finance*, Vol. 3, p. 25-51.