



LES DÉFIS DE L'ACCESSION : L'ESTONIE

MÄRTEN ROSS *

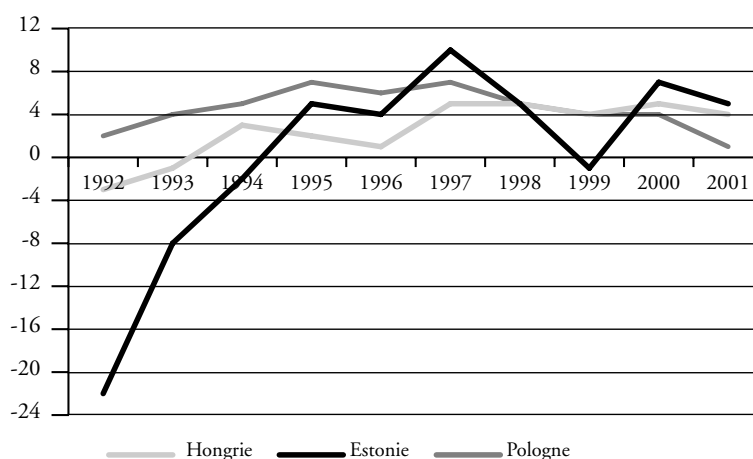
Après avoir regagné son indépendance, l'Estonie a commencé sa transition d'une économie planifiée à une économie de marché dans une position quelque peu défavorable. Les rigidités structurelles énormes de l'économie soviétique, comparées aux régimes déjà plus libéraux de la Pologne et de la Hongrie, étaient notables. Ceci a nécessité une restructuration initiale plus profonde et, on peut le dire, des ajustements sociaux plus importants que dans beaucoup d'autres économies en transition. D'un point de vue statistique, ces ajustements sont illustrés par les données de croissance officielles du début des années 1990 (graphique n° 1). De plus, étant un jeune pays indépendant, l'Estonie s'est vue dans l'obligation de construire ses éléments de crédibilité les plus basiques à partir de rien.

LA TRANSITION DE L'ESTONIE

Le suivi d'une politique monétaire claire basée sur une règle définie a constitué un élément central de la stratégie de transition dans ce « contexte de changement ». L'Estonie a commencé par un accord relatif à un système de *currency board* basé sur le D-mark immédiatement après l'introduction d'un cours légal indépendant et a toujours suivi cette stratégie depuis. Bien que beaucoup d'autres éléments de restructuration économique aient probablement porté une grande partie du fardeau, la stratégie monétaire a très certainement été le seul facteur déterminant dans l'ancrage du fonctionnement de l'économie de marché, dans le support d'un cadre stable pour la réallocation des ressources et dans la création de nouvelles institutions privées et publiques (tableau n° 1). Le dynamisme et la flexibilité de la main-d'œuvre ont été élevés, spécialement en 1992-1994 lorsque les taux d'embauche et de licenciement annuels moyens ont largement dépassé les 20 %.

* Sous-gouverneur à la Banque d'Estonie. Des remerciements spéciaux à Reet Reedik de la Banque d'Estonie pour ses commentaires précieux et son assistance dans la préparation de ce rapport.

Graphique n° 1
Croissance du PIB réel dans les économies
en transition sélectionnées



Source : FMI, base de données WEO (Perspectives de l'économie mondiale)

Tableau n° 1
Emploi par activité économique
 (% du total)

	1992	2001
Agriculture, chasse et sylviculture	19,0	7,1
Exploitation minière, électricité, fourniture d'eau	3,9	3,0
Secteur industriel	23,6	23,2
Construction	7,9	6,9
Vente de gros et commerce de détail	9,4	14,5
Hôtels et restaurants	2,3	3,0
Transport, stockage et communication	8,0	9,3
Intermédiaires financiers, immobilier, location	4,4	7,7
Administration publique et défense	4,2	6,1
Éducation	12,7	14,0
Santé et travail social	6,3	5,3
Autres	4,3	5,2

Si l'on met de côté la récession transitoire qui a immédiatement suivi la réforme monétaire de 1992 et qui a duré jusqu'en 1995, le taux de croissance moyen de l'économie estonienne a dépassé 5 % (dans les années 1995-2001). Le PIB par habitant en prix constants s'est amélioré d'environ 40 %, les salaires nominaux ont été multipliés par 2,4 et les salaires réels d'un tiers sur la même période. La croissance de la productivité dans le secteur industriel sur les cinq dernières années représente le double du taux cumulé du REER. Même avec le ralentissement en cours

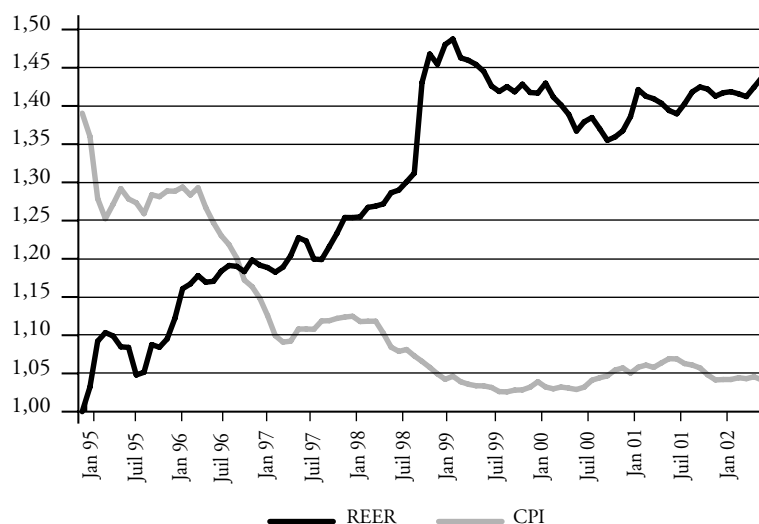
auquel est confrontée la sous-traitance estonienne, les exportations directes ont maintenu leur taux de croissance positif et relativement stable (environ 10 % annuels).

Stabilisation de l'inflation

Il est, bien entendu, difficile de comparer différentes périodes de transition selon les mêmes paramètres. Cependant, nous pouvons clairement tirer des conclusions générales et pertinentes de ces dix années en analysant le caractère optimal de différents scénarios en vue de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne. La première conclusion est clairement sans surprise : la stabilité du taux de change s'est traduite par une stabilisation décisive et réussie de l'inflation. Ce n'est, bien sûr, pas trop surprenant étant donné l'ouverture de l'économie estonienne, ainsi que la rapide libéralisation du commerce et de la mobilité du capital dont elle a fait preuve. Plus important encore, l'inflation et le taux de change effectif réel ont généralement suivi une voie relativement stable au cours de ces années difficiles. Si l'on prend en considération la croissance des niveaux de prix liée à la convergence, la stabilisation vers l'équilibre des tendances a été comparativement rapide, alors même que certains mauvais alignements ont été fort marqués. Prenons, par exemple, celui ayant résulté de la dévaluation du rouble russe (voir graphique n° 2).

3

Graphique n° 2
IPC, indice des prix à la consommation (à 12 mois) et REER
 (indice de base 1995 = 100)



Maintien de la crédibilité

Deuxièmement, contrairement à beaucoup d'autres expériences avec des objectifs en matière de taux de change, le système de *currency board* estonien a préservé, même durant les périodes difficiles, un niveau élevé de crédibilité aux yeux des marchés financiers et, ce qui est encore plus important, dans la société. En particulier, après les « périodes de test » des crises asiatique et russe de 1997 et 1998, la crédibilité a été maintenue à un niveau solide.

Les avantages d'un taux de change fixe

Troisièmement, tandis que l'économie estonienne expérimentait une volatilité considérable de la production en 1998-1999, la reprise rapide consécutive à un choc puissant et externe est un signe que le système de *currency board* offre des signaux rapides et crédibles de réaction de l'économie aux évolutions dans l'environnement mondial. Par conséquent, les périodes de restructuration ont été relativement courtes et la réallocation des ressources s'est effectuée de manière efficace. Spécifiquement, en stabilisant les prix externes, le *currency board* a fourni au moins un certain ancrage, non seulement pour l'inflation, mais aussi pour des évolutions inévitables et massives dans la structure des prix. Ceci nous conduit à conclure que, parallèlement à une stabilisation macroéconomique, un régime crédible de taux de change fixe fournit à l'économie des avantages microéconomiques et soutient sa mutation. Ceci, par définition, réduit les mérites du taux de change en tant qu'outil d'ajustement.

En conclusion, l'expérience estonienne a montré qu'avec une crédibilité suffisante et un support politique approprié sur le front budgétaire et structurel (par exemple, la solidité du secteur financier), un accord relatif à un taux de change fixe peut générer les effets qu'on en attend en théorie.

RELIER LE PASSÉ ET LE FUTUR

En gardant ce qui précède à l'esprit, il n'est pas surprenant que le cadre du système de *currency board* se soit formé une légitimité considérable parmi l'électorat estonien. C'est pourquoi il est rationnel de présumer que les électeurs demandent un profond et compréhensible raisonnement pour changer un système qui a fait la preuve de son efficacité. La seule alternative évidente qui semble être acceptée par le public aujourd'hui est de rejoindre une union monétaire stable - l'UEM. Parfois, l'acceptation du public vis-à-vis de l'adoption de la monnaie unique semblait même être plus forte que l'adhésion à l'Union européenne elle-même.

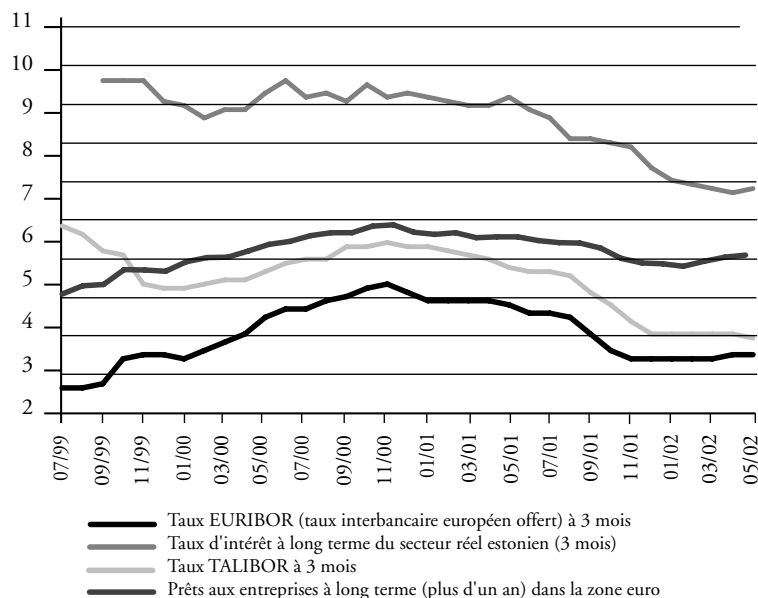
Cette approche est compréhensible. En effet, un système de *currency board* est la stratégie de taux de change fixe la plus proche d'une union monétaire. En reproduisant les bases et les mécanismes de transmission de la politique économique, créer une union monétaire crédible avec une monnaie de référence s'apparente plus à une « cerise sur le gâteau », qu'à une évolution majeure des principes politiques formels. Si une union monétaire est crédible, elle fournit, par définition, une indexation unilatérale et la crédibilité additionnelle l'accompagnant qui ne peut pas être offerte indépendamment.

Un projet d'équipe

Un risque réel existe que, dans ce contexte, le public ait une vision erronée de certains éléments critiques. Le plus important est que l'Union monétaire, contrairement aux engagements unilatéraux, soit un « projet d'équipe » qui pourrait théoriquement influencer certaines discussions en matière de politique économique, c'est-à-dire restreindre une définition de la politique indépendante au-delà même du cadre de la politique monétaire. Cependant, comparée à la situation du système de *currency board*, l'argumentation objective ne devrait pas sensiblement différer.

D'un point de vue économique, il n'y aurait que quelques différences techniques pour les agents économiques sur le plan monétaire. Les

Graphique n° 3
Taux d'intérêt en Estonie et dans la zone euro



politiques de taux d'intérêt et de taux de change sont uniquement modifiées dans la mesure où existent aujourd'hui des marges d'inefficacité liées au système monétaire indépendant (voir graphique n° 3). Le mécanisme de transmission présente dans une large mesure le même fonctionnement dans le cadre d'un système de *currency board* crédible qu'au sein d'une union monétaire. Il existe des changements réels liés vraisemblablement à l'intégration plus profonde de l'économie réelle et des marchés financiers. Cependant, ceci ne modifie pas fondamentalement le paradigme de base que les entreprises et les individus ont incorporé ces dix dernières années.

Aller directement vers l'euro

Dès lors, n'est-il pas surprenant qu'en combinant politique et économie, la seule stratégie sérieuse en ce qui concerne l'UEM est celle allant directement du système de *currency board* à la zone euro. Il est logique de supposer que le scénario de base pour l'Estonie, et le moins perturbant pour l'économie, est de poursuivre l'engagement unilatéral vis-à-vis du système de *currency board* jusqu'à l'accession à l'UEM, et l'adoption de la monnaie unique au taux de parité actuel.

Cependant, l'argumentation présentée ci-dessus ne doit en aucun cas donner un signal erroné que l'accession de l'Estonie ne fait face à aucun risque potentiel, même dans le cadre du système de *currency board*. Pour simplifier, ces risques peuvent être répartis entre deux catégories. Premièrement, comme dans tout régime monétaire, il existe des interrogations quant à la façon dont la stabilité macroéconomique sera préservée dans le processus d'accession. Potentiellement, l'accession pourrait s'accompagner de changements dans la structure et le volume des flux de capitaux ou dans l'allocation des ressources de l'économie en général ; ces changements sont susceptibles de conduire à une vraie surchauffe ou du moins à un dosage délicat des politiques. Deuxièmement, même si la logique du scénario de base est véritablement solide, des questions subsistent quant à sa capacité à intégrer les « règles du club » qui ne peuvent pas être ignorées.

LES DÉFIS DE L'ACCESSION

Les défis économiques de l'accession monétaire¹ sont doubles. Premièrement, il existe des doutes quant au fait qu'une crédibilité plus élevée et une possible spéculation liée à l'accession pourraient induire un niveau trop élevé des investissements privés et publics qui, par définition, doivent être partiellement financés par les entrées de capitaux. Si l'on met de côté les questions de crédibilité liées au déficit corollaire des comptes courants, il existe un risque aigu de mauvaise allocation des



ressources et/ou de pressions excessives sur les prix et la possibilité de pressions spéculatives ultérieures sur les marchés financiers. On peut dire que si ces craintes étaient avérées, elles pourraient mettre à mal les perspectives de convergence rapide et réelle.

Deuxièmement, il existe des doutes également quant à la possibilité de préserver, durant l'accession, les succès rencontrés par l'Estonie en matière de discipline budgétaire. L'accession pourrait heurter la base du fonctionnement efficace du système de *currency board*, voire même le fonctionnement régulier de l'économie dans l'Union monétaire. Cette crainte pourrait être générée par des besoins de financement excessifs des projets liés à l'accession si d'autres dépenses ne sont pas réduites de manière correspondante. Ou, si la « surveillance » des marchés financiers, liée à l'accession, rend la tentation d'emprunts plus élevés si grande que l'*establishment* politique cède à la pression.

Ces deux risques pourraient potentiellement avoir des effets préjudiciables sur le scénario de base. Ce danger peut devenir prédominant parce que son argument de base - selon lequel la parité du taux de change longtemps préservée fournit également le taux de change d'équilibre pour l'adhésion à l'Union monétaire - s'affaiblit considérablement dans le débat public. Cependant, même si ces risques étaient à prendre sérieusement en considération durant les discussions sur la politique à suivre, leur poids n'est pas suffisant pour contrebalancer le scénario de base actuel.

Capacité d'ajustement avérée

Le système économique et monétaire estonien a déjà dû faire face à des pressions de restructuration durant la période de transition. Et l'on ne devrait pas perdre de vue que les flux commerciaux et de capitaux estoniens sont pleinement libéralisés depuis près de dix ans maintenant. Les chocs ont été massifs à la fois en termes de flux de capitaux et commerciaux et en termes de prix. Parmi les exemples, citons les taux d'intérêt qui intègrent déjà la plus grande part de l'effet d'accession à l'UE. De même, la législation est déjà - ou sera - en grande partie harmonisée bien avant l'adhésion à l'Union monétaire.

Dès lors, il est particulièrement difficile d'imaginer que les futures périodes généreraient, par définition, de plus grands risques pour la stabilité ou induiraient une macrogestion moins conservatrice sur le plan budgétaire. Si le cadre monétaire rigide est parvenu à stabiliser l'économie à un tel degré, il n'y a pas de raison de croire que la situation serait différente dans l'UE ou même dans l'UEM. Par conséquent, même si ces deux défis sont à prendre sérieusement en considération, il n'existe pas d'arguments expliquant pourquoi ils devraient empêcher une transition logique du système de *currency board* vers l'UEM.

De plus, plusieurs des risques mentionnés ci-dessus seront en réalité mieux appréhendés dans le cadre d'une union monétaire et non en dehors.

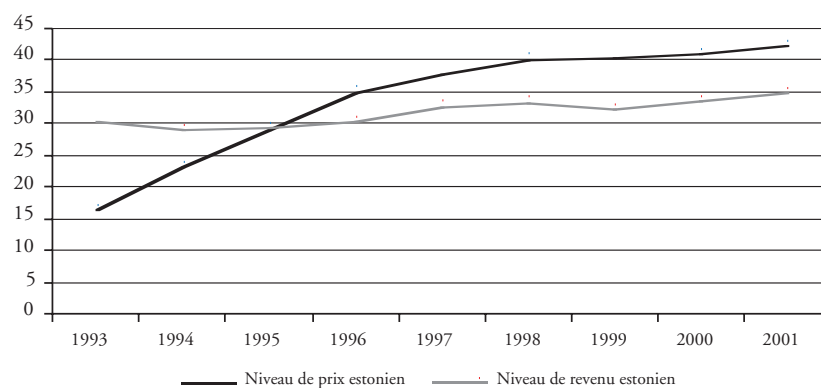
Les règles du club

L'un des aspects que le public tend à oublier dans la discussion sur l'UEM est le fait qu'il s'agit d'un projet complexe et multidimensionnel, où les règles des traités généralement acceptées sont les seules ancrs perceptibles de stabilité. À cet égard, préserver le facteur stabilisant de ces règles est pleinement dans l'intérêt stratégique des pays candidats à l'accession. Par conséquent, si cela risquait de porter préjudice à la crédibilité de l'UEM, commencer à critiquer certains aspects des règles n'est pas automatiquement dans l'intérêt des pays candidats à l'accession - même s'il est probablement exact de noter que les règles actuelles ont été conçues pour un stade de développement différent de l'UEM et sont moins adaptées à la situation spécifique des pays en transition².

Ceci ne veut pas dire que l'Estonie ne pourrait pas potentiellement faire face à ces problèmes. Le principal défi concerne les critères de Maastricht relatifs à la stabilité des prix et du taux de change ou, en d'autres termes, l'exigence de préservation d'une stabilité du taux de change réel durant la période de mesure. Il existe différents arguments théoriques expliquant pourquoi les économies en transition auraient à faire face à une appréciation équilibrante du taux de change réel durant la transition. C'est vrai, il y a des discussions théoriques sur le pourquoi, la durée et la portée exacte. Mais même si nous ne sommes pas d'accord

8

Graphique n° 4
Convergence des prix nominaux et réels (Autriche = 100)



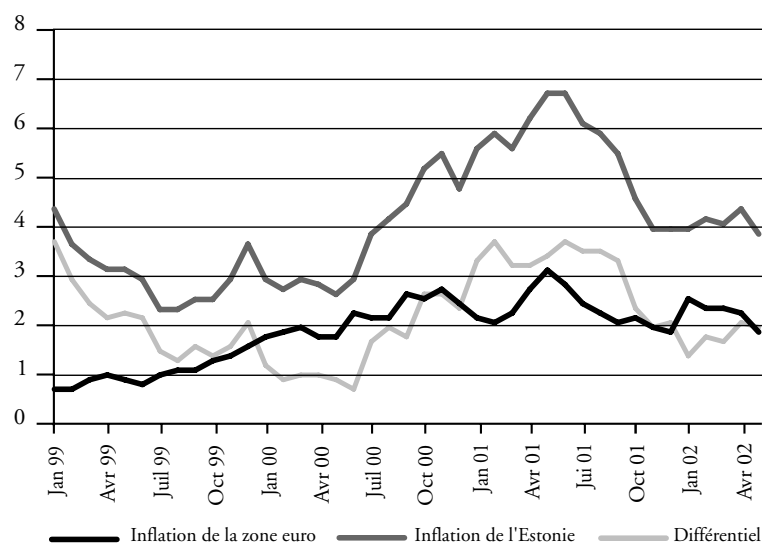
Source : Programme de comparaison européenne, Eurostat, OCDE, 1996 et estimations de la Banque d'Estonie.

sur le niveau (Vienne ? Andalousie ? Helsinki ?) et la période (5, 10 ou 20 années ?), cette convergence devrait avoir lieu. Pour simplifier, l'on devrait simplement reprendre les statistiques indiquant qu'il existe une marge considérable de convergence potentielle des niveaux de prix dans les années à venir (voir graphique n° 4).

Problèmes de niveau de prix

Le taux de change ayant été arrimé à l'euro, l'expérience de l'Estonie a révélé des similitudes avec les résultats annoncés dans de nombreux travaux théoriques. Ces deux dernières années, le différentiel d'inflation comparé à la zone euro a fluctué autour d'une moyenne de 2 % (voir graphique n° 5), tandis que le différentiel de croissance a atteint, en moyenne, 3,5 % environ.

Graphique n° 5
Croissance annuelle de l'IPC en Estonie et dans la zone euro



Dans l'espoir d'une plus grande convergence réelle, il est relativement difficile de projeter toute chute dramatique de cette tendance pour les années à venir. Clairement, cette situation devrait se distinguer fondamentalement de la situation où le différentiel d'inflation est généré directement par les chocs nominaux ou les chocs liés aux politiques. Autre point important, il est manifeste apparemment que, dans le cadre d'une stratégie transparente de système de *currency board*, ce processus n'a pas même provoqué les grandes rigidités nominales dans l'économie

qui sont normalement désignées comme étant une cause de préoccupation. De plus, ce processus est quelque chose qui pourrait arriver à n'importe qui, même au sein de l'UEM.

Ceci nous met dans la situation où remplir les critères pourrait être difficile, même si les raisons cachées sont des signes de solidité et non de faiblesse. Il est vrai que, compte tenu du différentiel, les critères pourraient être remplis soit par chance (le cycle est sur la pente descendante), soit par des politiques créatives. Cependant, il est douteux que la créativité dans ce domaine ou le report de l'accession, en étant trop restrictif soit plus porteur de crédibilité pour l'UEM ou pour le processus d'accession que simplement garder de bons arguments à l'esprit.

SCÉNARIOS ALTERNATIFS ?

Toute analyse des scénarios estoniens d'accession à l'UEM n'est pas complètement honnête si elle évite la question de l'euroisation. Il est compréhensible que la tentation soit énorme de rechercher des raccourcis d'un système aussi proche de l'Union monétaire qu'un système de *currency board*.

Cependant, pour commencer, il est nécessaire d'indiquer que la discussion est souvent troublée par des variations très différentes du sujet. Ce qui est le plus critiquable, c'est que l'adoption de l'euro totalement unilatérale et, du moins dans une certaine mesure, l'adoption mutuellement convenue, ne sont souvent pas séparées. Or, ceci est normalement d'une importance critique.

Euroisation

Jusqu'à présent, les discussions sur l'euroisation unilatérale ont flué et reflué sans beaucoup plus de conséquences. Ce n'est pas particulièrement surprenant, étant donné que la raison première d'un soutien à un tel changement - c'est-à-dire l'instabilité de la monnaie domestique - s'est affaiblie avec le renforcement de la crédibilité de l'accord de *currency board*. En même temps, les conséquences négatives potentielles de nature politique et pratique (à savoir les négociations d'élargissement à l'UE, le désordre pratique inévitable d'un tel changement majeur, la perte de seigneurage...) ont évincé toutes les attentes positives potentielles restantes (par exemple la transparence des prix partiellement plus élevée vis-à-vis de la zone euro).

En effet, il est évident que l'argument habituel pour un tel changement, à savoir améliorer la crédibilité perdue des autorités monétaires, est fort déplacé après dix années de système de *currency board* et d'un processus crédible d'accession à l'UEM. En aucun cas, l'euroisation unilatérale risque de changer quoi que ce soit dans les facteurs objectifs



des bilans des agents économiques (par exemple, le fardeau de la dette, compétitivité...).

Ceci ne veut pas dire qu'analyser un tel type de changement sera toujours sans intérêt pour l'Estonie dans l'avenir. Mais plus particulièrement, ceci entraînerait l'émergence d'une espèce de support bilatéral de la part de l'UE ou une détérioration sensible de la prévision de « sortie ordinaire vers l'UEM ». Dans les deux cas, le résultat pourrait théoriquement améliorer le bien-être, même en comparaison avec un système de *currency board* basé sur l'euro. Actuellement, aucun signe n'existe que l'une de ces conditions préalables soit un sujet d'importance pratique.

Leçons à tirer du système de currency board

La principale conclusion de l'analyse ci-dessus est que la stratégie à long terme visant à cibler le taux de change *via* l'accord relatif au système de *currency board* nous donne également un indice quant à la voie optimale de la convergence estonienne vers l'Union monétaire. L'approche actuelle a encouragé une logique économique et politique qui privilégie une approche directe et relativement rapide vers l'UEM. D'autres schémas tactiques qui mettent l'accent sur une flexibilité nominale plus élevée et/ou un report de l'accession exigent clairement que « quelque chose de nouveau » se produise afin de fournir de meilleurs résultats.

NOTES

1. Pour être honnête, il convient de souligner que tous les défis ne sont pas à strictement parler rattachés à l'accession à l'UEM, mais sont plus largement liés à l'UE. Cependant, considérant les limites du présent article et des calendriers serrés actuels de ces processus, la séparation n'est pas nécessaire.
2. Un exemple parlant pour l'Estonie est clairement l'exigence de rejoindre le SME II et de commencer de nouveau à apporter la preuve de l'existence d'une stabilité du taux de change après avoir préservé le système de *currency board* basé sur l'euro dans le cadre d'une mobilité entière des capitaux pendant plus de dix ans.

