

DAMIEN BESANCENOT  
 RADU VRANCEANU  
 THIERRY WARIN<sup>1</sup>

# PAYS DE L'EST : LE COÛT D'UNE CANDIDATURE À L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNE

**RÉSUMÉ.** Pour de nombreux pays d'Europe centrale et orientale la monnaie européenne n'est pas seulement une nouvelle devise de référence. À plus ou moins longue échéance, elle représente leur future monnaie. Les pays les plus avancés sur la voie des réformes – l'Estonie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Slovaquie – respectent déjà certains critères macroéconomiques d'admission dans l'union monétaire. Ils devraient à terme présenter une candidature à l'intégration dans l'euro. Quel serait le coût économique d'une telle candidature pour ces pays ?

Cette question est posée ici à partir des travaux réalisés sur la crédibilité de la politique de change. Partant de l'idée suivant laquelle le passage à la monnaie unique crée une incitation forte à pratiquer une dernière dévaluation avant l'intégration monétaire, cet article insiste sur l'influence de variables telles que taux de change ou taux d'intérêt réels, sur le niveau de l'activité.

Un État qui vise à stimuler la production et préserver la stabilité du taux de change réel poursuit deux objectifs contradictoires puisqu'une dépréciation du taux de change réel stimule la production *via* un

effet favorable sur les exportations nettes. Comme une politique de dévaluation compétitive renforce les anticipations de dévaluations, elle contribue à l'apparition d'une prime de dévaluation anticipée sur les taux d'intérêt réels, ce qui affecte l'investissement et le revenu de façon négative. Si l'État présente un horizon temporel infini, une politique de monnaie forte qui atténue les anticipations de dévaluations futures peut s'avérer optimale en ce qu'elle favorise l'activité.

Le passage à la monnaie unique modifie radicalement le contexte économique en bornant l'horizon temporel de l'État. Comme l'entrée dans l'union monétaire fixe irrévocablement le taux de change réel, une dernière dévaluation ne s'accompagne pas d'une révision des anticipations et engendre un coût réduit. La tentation pour les États de pratiquer cette politique peut être très forte.

Dans le cas où les agents ne disposent que d'une information incomplète sur les priorités du gouvernement, cet article montre qu'un État qui suit systématiquement une politique de stabilité du change n'a aucun moyen de se distinguer, aux yeux

1. DAMIEN BESANCENOT est maître de conférences à l'Université de Paris II (e-mail : besancenot@u-paris2.fr).

RADU VRANCEANU est professeur d'économie à l'Essec (e-mail : radu@essec.fr).

THIERRY WARIN est chargé d'enseignement à HEC (e-mail : thierry.warin@wanadoo.fr).

Les auteurs tiennent à remercier deux rapporteurs anonymes pour leurs suggestions qui ont contribué à améliorer la qualité de ce texte.

des agents privés, d'un État qui va dévaluer au cours de la période précédant l'adhésion à l'union monétaire. Un doute sur la crédibilité de la politique de change est alors inévitable ; pour un candidat à l'union monétaire, ce doute induit l'existence d'une prime de dévaluation anticipée sur les taux d'intérêt, par rapport au taux européen.

Cet article attire donc l'attention sur le coût, en termes de production, auquel les pays de l'Est doivent s'attendre durant la « période d'essai ». Ce coût impose la mise en garde des futurs candidats à l'union monétaire contre une candidature prématurée.

Classification *JEL* : E61 ; F33.

**P**our de nombreux pays d'Europe centrale et orientale (Peco), l'euro n'est pas seulement une nouvelle devise de référence, il représente à plus ou moins long terme leur future monnaie. Leurs gouvernements qui expriment sans réserve leur souhait de rejoindre l'Union européenne se déclarent, en effet, particulièrement intéressés par l'intégration monétaire.

Les pays les plus avancés sur la voie des réformes – l'Estonie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Slovénie – devraient être les premiers à rejoindre l'Union européenne. D'autres, comme la Bulgarie, la Lettonie, la Lituanie, la Roumanie et la République slovaque font également partie du programme d'élargissement « Agenda 2000 » de la Commission européenne <sup>2</sup> et devraient participer à la deuxième vague d'adhésion ; leur candidature à l'union monétaire pourrait intervenir rapidement. Face à l'enthousiasme de ces candidats, la Commission européenne et la Banque centrale européenne (BCE) rappellent l'exigence préalable du respect de normes inspirées par les critères de convergence prévus dans le traité de Maastricht (1992).

Dans l'esprit de ce traité, l'imposition de contraintes budgétaires et monétaires, préalables à la participation à la monnaie unique, doit garantir la stabilité internationale de la monnaie commune et renforcer la confiance des agents privés dans l'euro. En matière budgétaire, le traité impose que la dette publique des candidats à l'union soit inférieure à 60 % du PIB et que leur déficit public ne dépasse pas les 3 % du PIB. À ce titre, les cinq pays pressentis pour la première vague d'adhésions à l'Union européenne présentent une situation tout à fait satisfaisante. Selon les prévisions pour 1999, les déficits publics de la République tchèque et de la Hongrie s'élèveraient respectivement à 4,9 et 3,8 % du PIB, la Pologne respecterait la norme avec un déficit de 2,5 % et les déficits de l'Estonie et de la Slovénie seraient inférieurs à 1 % du PIB. Quant à la dette publique, elle ne dépasse la référence des 60 % du PIB qu'en Hongrie (60,6 % du PIB) <sup>3</sup>.

En extrapolant le critère mis en place par le traité de Maastricht, l'inflation ne devrait pas excéder de plus de 1,5 % l'inflation moyenne des pays de la zone euro

2. L'adhésion à l'Union européenne suppose que ces pays aient préalablement rempli une série de critères d'ordre économique, politique, juridique et administratif (Lavigne, 1998 ; Schor, 1999). Une norme de développement minimal est implicitement envisagée, afin de garantir leur capacité à assurer leurs obligations une fois admis dans le « club » européen.

3. Source : « The Euro : ready money », *The Economist*, 6 novembre 1999.

(1,1 % en 1998). Or, en 1999, la hausse des prix se situerait à 2,5 % pour la République tchèque, 3,5 % en Estonie, 6 % en Slovénie, 7,1 % en Pologne et 10 % en Hongrie. L'inflation est donc moins bien maîtrisée mais l'évolution récente laisse présager une amélioration de la performance des candidats. La dernière contrainte portera alors sur le respect d'un objectif de change.

La disparition du Système Monétaire Européen (SME) ayant invalidé les normes de change existantes, un nouveau système est dorénavant applicable aux pays candidats à l'élargissement <sup>4</sup>. Conformément à la convention sur le nouveau mécanisme de change (1<sup>er</sup> septembre 1998), des négociations bilatérales entre la BCE et les banques centrales des Peco permettront d'établir un cours pivot en euro pour chaque devise participant au nouveau système. Chaque monnaie sera autorisée à fluctuer dans une bande de  $\pm 15\%$ , avec interventions illimitées sur les marges. La BCE est favorable à la négociation de bandes plus étroites, mais l'expérience a montré que des marges officielles trop étroites ne peuvent pas toujours être défendues face aux attaques spéculatives. Suivant ces nouvelles normes de change, un candidat à la monnaie unique devra maintenir la stabilité de sa monnaie dans des marges contractuelles durant une période d'essai d'au moins deux ans.

L'article proposé ici étudie le doute inéluctable qui pèse sur la crédibilité de cette politique de stabilité du change. Il met en évidence l'existence d'un coût économique supplémentaire qui en découle et contribue à justifier les réticences actuelles de la Commission européenne envers une adhésion trop rapide des candidats. Après avoir présenté les principales hypothèses du modèle retenu pour cette analyse, il définit les conditions d'existence d'un équilibre à anticipations rationnelles et décrit les stratégies optimales des gouvernements.

## L a démarche méthodologique

Le modèle qui suit s'inspire des études traditionnelles sur la crédibilité des politiques monétaires <sup>5</sup>, élargies à la crédibilité de la politique de change (Froot & Rogoff, 1991 ; Drazen & Masson, 1994 ; Masson, 1995).

Dans les analyses de Drazen et Masson (1994) ou de Masson (1995), la politique de change agit sur l'économie selon une courbe d'offre à la Lucas (1973) : tout choc nominal non anticipé a un effet transitoire sur la production. Comme une dévaluation agit sur les prix intérieurs, une dévaluation non anticipée présente des effets réels. On retrouve alors la conclusion traditionnelle : la recherche de la crédibilité incite les autorités monétaires à pratiquer durablement une politique de monnaie forte. Par ce biais, elles induisent une révision à la baisse des anticipations inflationnistes et en réduisent les effets dépressifs.

4. Voir Institut monétaire européen (1997) pour une présentation des grandes lignes du SME II.

5. Voir Barro & Gordon, 1983 ; Barro, 1986 ; Backus & Driffill, 1985 ; Vickers, 1986 ; Rogoff, 1985.

Comme le font remarquer Froot et Rogoff (1991) <sup>6</sup>, le passage à la monnaie unique borne l'horizon temporel du décideur. Avec le rapprochement de l'échéance, la diminution du coût (ou l'accroissement du gain) associé à une dévaluation rend la modification des parités plus attractive. Puisque les autorités monétaires qui transfèrent leurs pouvoirs à la BCE n'accordent plus de valeur à leur réputation, l'incitation à pratiquer une dernière dévaluation peut devenir très forte. Les anticipations de dévaluation et d'inflation vont alors réapparaître avec leurs conséquences récessives sur l'économie. Notre approche reprend ce cadre formel mais examine un processus de transmission alternatif en soulignant l'impact direct de la dévaluation sur le taux d'intérêt et en considérant des grandeurs définies en termes réels <sup>7</sup>. La formalisation reprend en outre la méthodologie originale proposée dans Besancenot et Vranceanu (1998).

Le modèle considère un État qui poursuit deux objectifs contradictoires : stimuler la production et préserver la stabilité du taux de change réel. Le deuxième objectif reflète le choix politique de participer à la future monnaie unique et prend la forme d'un engagement solennel de l'État.

L'État dispose d'un instrument unique de politique économique : le taux de change. Par hypothèse, la dépréciation du taux de change réel d'un pays candidat à l'adhésion stimule la production *via* un effet favorable sur les exportations nettes ; en contrepartie, elle induit une anticipation de future dévaluation. Elle contribue alors à l'apparition d'une prime de dévaluation anticipée sur les taux d'intérêt réels qui affecte l'investissement et le revenu de façon négative.

Sous l'hypothèse d'une information incomplète des agents privés sur les priorités du gouvernement, on montre qu'un État qui veut suivre une politique de change rigoureuse n'a aucun moyen de se distinguer, aux yeux des agents, d'un État prêt à dévaluer lors des derniers jours précédant l'adhésion à l'Union monétaire. Un doute sur la crédibilité de la politique de change est alors inévitable ; il se traduit par une prime de dévaluation anticipée sur le taux d'intérêt. La hausse des taux va probablement entraîner une baisse de l'activité, avec les difficultés d'ordre social que ce phénomène engendre.

## Politique de change et niveau d'activité

Considérons un pays candidat à l'union monétaire. Par hypothèse, le processus de convergence structurelle préalable à toute candidature à l'Union européenne est achevé. Les capitaux sont parfaitement mobiles et le taux d'intérêt est déterminé suivant le principe de l'arbitrage non-couvert. L'analyse qui suit s'intéresse à l'incidence de la politique de change sur les variables réelles du candidat à l'union.

6. Froot et Rogoff (1991) proposent une application du modèle de Rogoff (1989).

7. Le terme « dévaluation » peut apparaître abusif en l'absence d'un système de taux de change fixe. Nous l'utilisons ici pour souligner le caractère discrétionnaire de la politique de change du gouvernement qui peut influencer la valeur internationale de la monnaie.

Notons  $e_t$  le prix de l'euro en monnaie nationale à la date  $t$ ,  $P_t$  le niveau général des prix dans le pays candidat et  $P_t^*$  le niveau général des prix dans l'union <sup>8</sup>. Le taux de change réel est défini par :  $e_t P_t^* / P_t$ .

Notons  $\pi_t$  et  $\pi_t^*$  les taux d'inflation du pays candidat et de l'union et  $\varepsilon_t$  le taux de dévaluation nominale. Le taux de dévaluation réelle  $\rho_t$  s'écrit :

$$\rho_t = \varepsilon_t - \pi_t + \pi_t^* \tag{1}$$

Par approximation, nous admettons que l'indice  $t$  indique une mesure de l'évolution d'une variable entre les dates  $t$  et  $t + 1$ . Ainsi, une dévaluation réalisée à la date  $t$  ( $e_t > e_{t-1}$ ) conduit à un taux de dévaluation réelle  $\rho_{t-1} > 0$  mesuré entre  $t - 1$  et  $t$ .

Avec l'hypothèse de mobilité parfaite des capitaux entre le pays candidat et la zone euro, la théorie de la parité des taux d'intérêt définit le taux d'intérêt domestique  $i_t$  comme la somme de  $i_t^*$ , taux d'intérêt européen, et de  $\varepsilon_t^a$ , taux de variation des parités nominales anticipé en  $t$  pour la période comprise entre les dates  $t$  et  $t + 1$  (l'exposant  $a$  indique une grandeur anticipée).

$$i_t = i_t^* + \varepsilon_t^a \tag{2}$$

En faisant apparaître les taux réels  $r_t, r_t^*$ , les anticipations d'inflation  $\pi_t^a, \pi_t^{*a}$  et la dépréciation réelle anticipée  $\rho_t^a$  (équation 1), l'équation (2) devient :

$$r_t + \pi_t^a = r_t^* + \pi_t^{*a} + \rho_t^a (\pi_t^a - \pi_t^{*a}) \tag{3}$$

Après simplification, le taux d'intérêt réel s'écrit :

$$r_t = r_t^* + \rho_t^a \tag{4}$$

Nous admettons que la condition de Marshall-Lerner est vérifiée ; la production est stimulée par une dépréciation du taux réel *via* un effet favorable sur les exportations nettes. En revanche, comme toute hausse des taux d'intérêt réels influence la demande globale *via* un effet dépressif sur l'investissement, la production est affectée négativement par une anticipation de dépréciation du taux de change réel. En admettant l'utilisation d'une forme linéaire, la production  $y$  s'écrit :

$$y_t = \bar{y} - \gamma (\pi_t^* - \rho_t^a) \beta_{t-1} \tag{5}$$

avec  $\beta = 0, \gamma = 0,$

où  $\bar{y}$  est une composante prédéterminée du revenu,  $r^*$  est le taux d'intérêt réel européen,  $\rho_t^a$  exprime le taux de dévaluation réelle anticipé en  $t$  pour la date  $t + 1$ ,  $\rho_{t-1}$  est le taux de dévaluation réelle entre  $t - 1$  et  $t$ ,  $\beta$  résume l'effet

8. Par convention, une étoile désigne les grandeurs représentatives de l'union monétaire.

« exportations nettes » positif et  $\gamma$  l'effet « investissement » négatif. Par la suite, nous considérons que le taux d'intérêt dans l'union est une variable exogène (le pays candidat est relativement « petit » par rapport à l'union).

## Les objectifs de l'État

Par hypothèse, le gouvernement souhaite atteindre deux objectifs contradictoires : stimuler la production et assurer le respect d'un objectif de change.

Dans le cadre d'un processus d'intégration économique, l'objectif de change de long terme peut être défini en termes réels. Le respect de cet objectif signifie l'abandon volontaire de toute dévaluation compétitive<sup>9</sup>. Dans la période précédant l'unification, les taux d'inflation des deux pays devraient converger,  $\pi_t = \pi_t^*$ , et la défense de la parité réelle équivaut au maintien de la parité nominale.

L'objectif intertemporel de l'État s'écrit :

$$O = \sum_{t=1}^2 \sigma_T \sum_{t=1}^2 \left[ \lambda \gamma_t \alpha - (\lambda \rho) \right]_{t-1} \quad (6)$$

avec  $\lambda \in ]0, 1[$  et  $\alpha > 0$ .

Dans cette forme linéaire, le paramètre  $\gamma$  permet d'indiquer le poids respectif des deux objectifs intermédiaires dans la fonction  $O$ . Le paramètre positif  $\alpha$  normalise l'impact de la dévaluation. L'horizon temporel de l'État, borné par l'unification monétaire, est formalisé par la prise en compte de deux dates  $t = 1$  et  $t = 2$ . Après la date  $t = 2$ , l'État intègre l'union et ne peut plus modifier sa parité.

Comme une politique de réévaluation ( $\rho_t < 0$ ) n'est jamais optimale, les valeurs absolues de l'objectif peuvent être omises. En utilisant l'expression de la production (équation 5), l'objectif intertemporel de l'État (équation 6) s'écrit sous la forme équivalente :

$$O = \sum_{t=1}^2 \sigma_T \sum_{t=1}^2 \left\{ [\beta - (\lambda \rho)] \lambda \gamma_t \alpha - (\bar{y} - r_t^*) \right\} \quad (7)$$

avec  $\lambda \in [0, 1]$ .

Enfin, par hypothèse, à chaque date  $t$ , l'État a le choix entre deux politiques : maintenir l'objectif de change (la variation du taux de change entre les dates  $t-1$  et  $t$  est nulle, soit  $\rho_{t-1} = 0$ ) ou dévaluer en  $t$  (l'État utilise un taux de dépréciation

9. Dans ce texte, le gouvernement considère la défense de la parité réelle comme un objectif autonome. Une présentation alternative pourrait mettre en évidence les raisons d'un tel objectif en soulignant les coûts d'une dévaluation : inflation, renchérissement de la dette internationale en euros ou coût politique lié au non-respect des objectifs annoncés.

$\bar{p}$  compatible avec les conditions d'entrée dans l'union monétaire, soit  $\rho_{t-1} \bar{p}^-$ ). Dans la littérature usuelle sur la crédibilité de la politique monétaire, la fonction objectif de l'État est une fonction quadratique des deux objectifs contradictoires. Cette formulation permet de définir la politique optimale en tant que solution intérieure au problème de choix. Au contraire et dans le prolongement des travaux de Drazen & Masson (1994) et de Masson (1995), notre analyse considère une politique de dévaluation unique et exogène. Cette approche peut être interprétée comme un cas particulier pour lequel la politique optimale de dévaluation se situe en dehors des limites fixées par le cadre institutionnel.

## Les objectifs des agents privés

Les agents privés sont supposés identiques ; leur objectif consiste à minimiser la variance de l'erreur d'anticipation :  $(\rho_t \bar{p}_t^a)^2 \forall t$ .

L'information est asymétrique et les agents privés ignorent les priorités de l'État. Pour former leurs anticipations sur la future politique de change, les agents affectent une probabilité subjective à chaque valeur de  $\lambda$ . Pour simplifier, nous admettons que les agents qui ne disposent d'aucune information sur les priorités de l'État utilisent une distribution de probabilités *a priori* sur  $\lambda$  suivant une loi uniforme.

Nous supposons que la séquence des décisions est la suivante : juste avant la date  $t = 1$  l'État annonce sa candidature à l'euro. Le transfert de compétence monétaire entre l'État et la BCE intervient immédiatement après la date  $t = 2$ . L'État doit donc définir sa politique de change pour les deux dates pertinentes,  $t = 1$  et  $t = 2$ .

En  $t = 1$ , le gouvernement décide de sa politique de change  $\rho_0$ . En cas de dévaluation, l'effet stimulant sur la demande se fait sentir pendant toute la période. Les agents privés qui observent  $\rho_0$  en déduisent une anticipation de future dévaluation  $\rho_1^a(\rho_0)$ . Il en résulte éventuellement une prime de dévaluation anticipée qui affecte le taux d'intérêt et induit un effet dépressif sur l'activité de toute la période.

En  $t = 2$ , le gouvernement définit à nouveau, et pour une dernière fois, la parité de sa monnaie en euros (il peut pratiquer une dernière dévaluation). Le taux de change adopté en  $t = 2$  fixe le taux de conversion de la monnaie nationale dans la monnaie unique. La politique de change à cette date n'affecte pas les anticipations des agents puisque le futur taux de change est irrévocablement fixé par le nouveau taux de conversion dans l'euro, donc  $\rho_2^a = 0$ .

# La politique optimale de l'État

L'État cherche à maximiser l'objectif intertemporel  $O$ , par le choix des politiques de change en  $t = 1$  et  $t = 2$ . Comme la politique de l'État en  $t = 1$  influence les anticipations des agents privés et les possibilités d'action de l'État en  $t = 2$ , le problème du gouvernement doit être résolu par récurrence à rebours.

## La décision optimale avant transfert de la souveraineté monétaire (date $t = 2$ )

L'objectif de l'État au moment précédant le transfert de l'autorité monétaire à la BCE ( $t = 2$ ) s'écrit :

$$o_2 = [\beta - \alpha - (1 - \rho)] \rho_1 - \frac{\alpha}{2} C \quad (8)$$

avec un facteur constant  $C$ .

Comme l'entrée dans l'union monétaire fixe irrévocablement le taux de change réel, on a  $\rho_2^e = 0$  et la politique qui maximise l'objectif de l'État dépend uniquement du signe de  $[\beta - \alpha - (1 - \rho)]$ . Soit  $\lambda^*$ , la valeur critique pour laquelle le gouvernement est indifférent entre une politique de stabilité ou de dépréciation du taux de change, on obtient :  $\lambda^* = \frac{\alpha}{\alpha - \beta}$ . La politique optimale est alors donnée par la règle de décision :

$$\rho_1^* = \begin{cases} 0, & \text{si } \lambda \leq \lambda^* \\ \bar{\rho}, & \text{si } \lambda > \lambda^* \end{cases} \quad (9)$$

Remarquons que  $\lambda^* < 1$ ,  $\forall \alpha, \beta > 0$ . Un État caractérisé par un  $\lambda$  spécifique supérieur à  $\lambda^*$  va donc procéder à une dernière dévaluation juste avant le passage à la monnaie unique. Le coût direct du non-respect de sa politique de change est alors plus que compensé par le gain associé à sa « dévaluation » compétitive.

## La décision optimale après l'annonce de la candidature à l'euro (date $t = 1$ )

Au début de la période transitoire ( $t = 1$ ) l'État doit maximiser la valeur de l'objectif intertemporel :

$$O = \alpha_1 + \alpha_2 [\beta - \alpha - (1 - \rho)] \rho_1 - \frac{\alpha}{2} C - (1 - \rho) \rho_1 + C \quad (10)$$

avec un autre facteur constant  $C'$ .



Parce que la politique  $\rho_1$  est indépendante du choix de  $\rho_0$ , la décision de l'État à la date  $t = 1$  doit maximiser la forme réduite de la fonction objectif :

$$O = [\beta - \alpha \lambda \rho - \rho_0] \quad (11)$$

Pour choisir sa politique optimale, le gouvernement considère l'impact de sa décision sur les anticipations futures. Précisons le processus de révision des anticipations. Si l'État dévalue après l'annonce de sa candidature à la monnaie unique, cela signifie pour les agents que le gain économique de la dévaluation est supérieur à la pénalité induite par le non-maintien des parités. Comme une partie de cette pénalité – liée à la hausse des taux d'intérêt – va disparaître à la date  $t = 2$ , l'incitation à la dévaluation sera encore plus importante et l'on peut anticiper, sans risque d'erreur, une politique de dévaluation. En revanche, confrontés à une politique rigoureuse ( $\rho_0 = 0$ ), les agents n'ont aucun moyen de déterminer avec certitude la future politique de change. Notons alors  $\pi$  la probabilité subjective associée par les agents à une politique de dévaluation à la date  $t = 2$ , sachant que la politique initiale était rigoureuse :  $\pi = P(\rho_1 = 0 | \rho_0 = 0)$ . L'anticipation en  $t = 1$  de la politique de change à la date  $t = 2$  s'écrit :

$$\rho_1^a = \begin{cases} \bar{\rho}^-, & \text{si } \rho_0 = 0 \\ \bar{\rho}, & \text{si } \rho_0 = \bar{\rho}^- \end{cases} \quad (12)$$

Considérons un État tel que  $\lambda^* \lambda \leq 1$ . Comme nous l'avons indiqué, cet État va entreprendre une dernière dévaluation. La décision optimale en  $t = 1$  dépend de l'efficacité respective des deux politiques possibles. Notons  $\tilde{\lambda}$  la valeur critique pour laquelle ce gouvernement est indifférent entre les deux politiques de change, c'est-à-dire  $O(\rho_0 = \tilde{\rho}) = O(\rho_0 = 0)$ . Cette valeur est la solution implicite de :

$$[\beta - \alpha \lambda \rho - \rho_0] - \tilde{\rho} = - \tilde{\rho} \quad (13)$$

Soit :

$$\tilde{\lambda} = \frac{\alpha}{\alpha \beta \gamma - \lambda} \quad (14)$$

La politique optimale en  $t = 1$  suit la règle de décision suivante :

$$\rho_0^* = \begin{cases} \bar{\rho}, & \text{si } \lambda \geq \tilde{\lambda} \\ 0, & \text{si } \lambda < \tilde{\lambda} \end{cases} \quad (15)$$

Comme  $\tilde{\lambda} \succ \lambda^*$ , trois types d'État, ayant chacun des politiques optimales  $(\rho_0^*, \rho_1^*)$  apparaissent, selon leurs priorités  $\lambda$  (TABLEAU 1).

TABLEAU 1

Les types d'État : priorités et politiques optimales			
	État rigoureux	État opportuniste	État interventionniste
	$0 < \lambda < \lambda^*$	$\lambda^* < \lambda < \tilde{\lambda}$	$\tilde{\lambda} < \lambda < 1$
$\rho_0^*$	0	0	$\bar{\rho}$
$\rho_1^*$	0	$\bar{\rho}$	$\bar{\rho}$

On notera que pour de grandes valeurs de  $\gamma$ , le paramètre  $\tilde{\lambda}$  est supérieur à 1, et une dévaluation lors de la phase transitoire est exclue. Quelles que soient ses intentions ultérieures, un État pratiquera alors une politique de monnaie forte à la date  $t = 1$ .

Notons que le paramètre  $\tilde{\lambda}$  permettant de définir la politique optimale de première période dépend de la valeur de  $\pi$  qui caractérise le mécanisme de révision des anticipations. Or, avec une distribution *a priori* uniforme sur la valeur de  $\lambda$  ( $\lambda \in [0,1]$ ), la probabilité  $\pi$  est donnée par la règle de Bayes :

$$\pi = \frac{P[\rho_0 = 0 | \rho = 0]}{P[\rho_0 = 0]} = \frac{\tilde{\lambda} \lambda^*}{\tilde{\lambda}} \quad (16)$$

En substituant l'expression (16) dans (14), nous obtenons la valeur de  $\tilde{\lambda}$  :

$$\tilde{\lambda} = \frac{\alpha}{\alpha\beta} + \frac{\gamma}{(\alpha\beta)^2} = \lambda^* \left( 1 + \frac{\gamma}{\alpha\beta} \right) \quad (17)$$

On vérifie que  $\tilde{\lambda} \succ \lambda^*$  : certains États prêts à pratiquer une politique de monnaie forte lors de la période préliminaire vont avoir intérêt à dévaluer au moment du passage effectif à la monnaie unique. Le processus de révision des anticipations est donc correct, étant donné la règle optimale de l'État, et cette règle est optimale compte tenu du processus de révision des anticipations. Ceci établit l'existence d'un équilibre à anticipations rationnelles conforme au comportement décrit ci-dessus.

## Conclusion

Trois types de candidats à la monnaie unique sont possibles, chacun montrant un comportement spécifique au cours de la période qui précède l'abandon de l'instrument de change.

Un État avec une faible préférence pour la stabilité du change est incité à dévaluer à toute période. Pourtant, certains de ces États peuvent être inhibés pendant la période préliminaire par le coût induit associé à la hausse des taux d'intérêt. Ils poursuivront alors une politique de monnaie forte afin de profiter de taux d'intérêt plus faibles durant la période transitoire et dévalueront juste avant l'accession à l'Union monétaire. Enfin, les gouvernements qui attachent une haute priorité à l'objectif de monnaie forte ne chercheront jamais la dépréciation de leur devise.

Suivant cette décomposition, une politique de monnaie forte peut être suivie par deux types d'État. Face à une telle politique, au cours de la période transitoire, les agents privés associent inévitablement une probabilité positive à l'hypothèse d'une dévaluation dans les moments qui précèdent le passage définitif à l'union monétaire. Pour un État rigoureux, il en résulte un coût en termes d'activité et d'emploi dû à l'existence d'une prime de risque sur les taux d'intérêt.

Les conclusions de cet article semblent corroborées par l'expérience de la France dans la période précédant l'unification monétaire. Entre 1986, où la politique de parité quasi fixe avec le mark a été mise en œuvre, et l'achèvement de l'unification monétaire, la France a dû subir une prime de dévaluation par rapport à l'Allemagne, illustrée par un différentiel permanent des taux d'intérêt réels. Le taux de chômage a augmenté durant toute cette période, et n'a commencé à diminuer de manière sensible qu'à partir de la fin de 1998. À la lumière de notre modèle, la politique de rigueur mise en œuvre pour la défense du franc fort n'a pas empêché les opérateurs d'anticiper une dévaluation (dans les bornes admises de 15 %) lors de la négociation finale fixant la parité franc/euro.

Si un pays comme la France dispose des ressources nécessaires pour amortir le choc social d'un chômage important, ceci n'est pas le cas actuel de la plupart des pays d'Europe centrale et orientale. Notre modèle souligne l'existence d'un coût d'entrée supplémentaire que devront supporter les futurs candidats à l'union monétaire durant la période d'essai. Il soutient la position de la Commission européenne qui exprime des réserves concernant une adhésion trop rapide au nouveau système de change.

D. B., R. V. & T. W.

#### RÉFÉRENCES

- Barro R.J. (1986), « Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information », *Journal of Monetary Economics*, 17, pp. 1-20.
- Barro R.J. & D.B. Gordon (1983), « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 101-121.
- Backus D. & J. Driffill (1985), « Inflation and Reputation », *American Economic Review*, 75 (3), pp. 530-538.
- Besancenot D. & R. Vranceanu (1998), « Un modèle de privatisation généralisée avec effet de réputation », *Revue d'Économie Politique*, 108 (1), pp. 75-86.

- Drazen A. & P.R. Masson (1994), « Credibility of Policies *versus* Credibility of Policymakers », *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 735-754.
- Froot K.A. & K. Rogoff (1991), « The EMS, the EMU, and the Transition to a Common Currency », *NBER Macroeconomic Annual 1991*, pp. 269-317.
- Institut Monétaire Européen (1997), *La politique monétaire unique à la phase III*, Francfort.
- Lavigne M. (1998), « Conditions for Accession to the EU », *Comparative Economic Studies*, 40 (3), pp. 38-57.
- Lucas R.E. (1973) « Some International Evidence on the Output-Inflation Trade-Offs », *American Economic Review*, 63, pp. 326-334.
- Masson P.R. (1995), « Gaining and Losing ERM Credibility: the Case of the United Kingdom », *The Economic Journal*, 105, pp. 571-582.
- Rogoff K. (1985), « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, 100 (4), pp. 1169-1190.
- \_\_\_\_\_ (1989), « Reputation, Coordination and Monetary Policy », dans *Modern Business Cycle Theory*, sous la direction de R. Barro, Cambridge, Harvard University Press, pp. 236-264.
- Schor A.-D. (1999), *Économie politique de l'euro*, Paris, La documentation française.
- Vickers J. (1986), « Signaling in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information », *Oxford Economic Papers*, 38 (3), pp. 443-455.