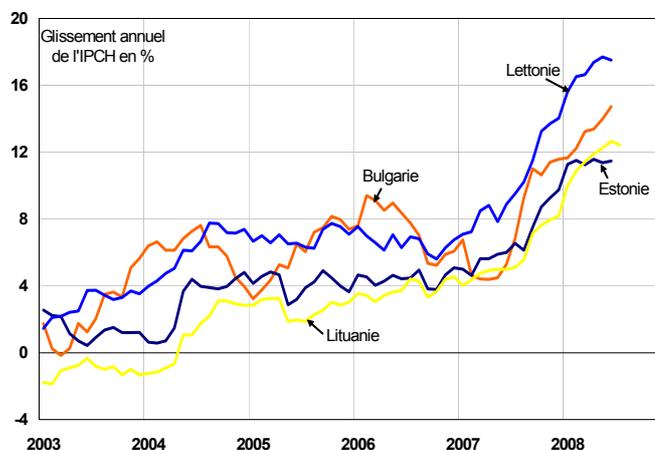


Rattrapage économique et convergence des niveaux de prix dans les PECO

- Le rattrapage économique dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) s'accompagne d'une appréciation de leur taux de change réel, c'est-à-dire d'une croissance des prix domestiques en euro plus rapide que dans la zone euro. Ce phénomène est caractéristique des économies en transition, reflétant de forts gains de productivité du travail et une importante accumulation de capital productif, et conduit à terme à une convergence des niveaux de prix.
- Compte tenu de leur appartenance à l'Union européenne, la manière dont se réalise l'appréciation du taux de change réel dans les PECO (hausse du taux de change nominal ou différentiel d'inflation avec la zone euro) est néanmoins susceptible d'avoir un impact sur leur situation économique et sur le rythme de la convergence des prix.
- Dans les économies en changes flexibles, l'appréciation réelle peut s'effectuer largement *via* l'appréciation du taux de change nominal. Les tensions inflationnistes en sont amoindries et la politique monétaire, n'ayant pas d'objectif de change, peut maintenir des taux d'intérêt réels positifs. La relative stabilité des conditions de financement domestique s'accompagne alors de la préservation d'un niveau d'épargne suffisant pour limiter le creusement des déséquilibres macroéconomiques et financiers.
- L'adoption du taux de change fixe peut présenter l'avantage de réduire le risque de change et la prime de risque associée, mais les fortes pressions inflationnistes liées à l'appréciation réelle se traduisent, dans une situation qui favorise une convergence des taux nominaux, par l'apparition de taux d'intérêt réels négatifs, qui alimentent une situation de surchauffe. Le caractère excessivement accommodant des conditions de financement encourage un développement rapide du crédit et une forte croissance des prix d'actifs, en particulier immobiliers. Le dynamisme des composantes domestiques de la croissance induit en retour une appréciation qui peut être excessive du taux de change réel, accompagnée du creusement des déficits extérieurs et d'une montée de l'endettement externe.
- Ainsi, les pays qui décident de fixer leur taux de change risquent d'enregistrer des déséquilibres externes et internes susceptibles de compromettre leur capacité à satisfaire durablement aux critères de convergence nécessaires à l'entrée dans la zone euro, en particulier au critère de stabilité des prix.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

Tensions inflationnistes dans les PECO en change fixe



Sources : Eurostat.

1. Le rattrapage économique des PECO s'accompagne d'une appréciation du taux de change réel qui s'exprime par des tensions inflationnistes et/ou une appréciation du taux de change nominal

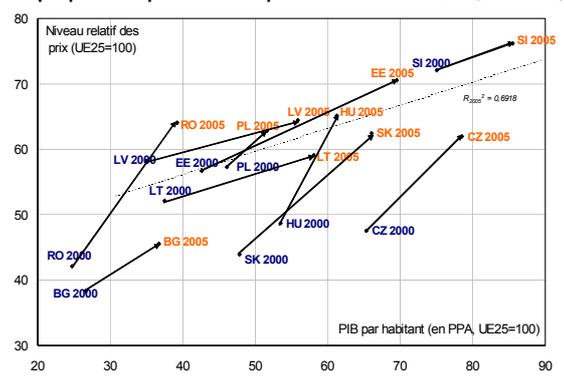
1.1 L'élévation du niveau de vie dans les PECO s'accompagne d'une convergence des niveaux de prix vers ceux en vigueur dans la zone euro

Les nouveaux États membres de l'Union européenne connaissent depuis quelques années une situation de forte croissance, qui se traduit par un relèvement rapide des niveaux de vie mesurés en termes de PIB par tête. Le rattrapage économique, qui implique une hausse du pouvoir d'achat des agents économiques relativement à ceux des autres pays de l'Union, s'accompagne d'une *appréciation tendancielle du taux de change réel* (élévation du niveau des prix domestiques par rapport à ceux de la zone euro). Caractéristique des économies en transition, cette corrélation positive entre accroissement du PIB par tête et augmentation du niveau général des prix s'observe dans tous les pays de la zone depuis le début des années 2000.

Constatée empiriquement, la relation entre accroissement de la richesse par habitant et hausse relative du niveau des prix passe par plusieurs canaux qui procèdent soit de *facteurs d'offre*, liés aux restructurations affectant l'appareil de production et aux gains accrus de productivité consécutifs au rattrapage, soit de *facteurs de demande*, liés à une modification de la composition de la croissance, ainsi que des comportements des agents économiques. De leur importance relative dépend la soutenabilité des évolutions observées.

En République tchèque et en Slovaquie, la richesse par habitant a atteint un niveau de convergence plus élevé que les niveaux relatifs des prix (cf. graphique 1) et ces pays ont encore du chemin à parcourir en termes d'appréciation réelle. A l'inverse, les situations de surchauffe économique qui ont caractérisé la Bulgarie, la Roumanie et la Lettonie ces dernières années se sont traduites par un fort relèvement du niveau des prix par rapport au niveau de vie.

Graphique 1 : PIB par habitant et prix relatifs dans les PECO (2000-2007)



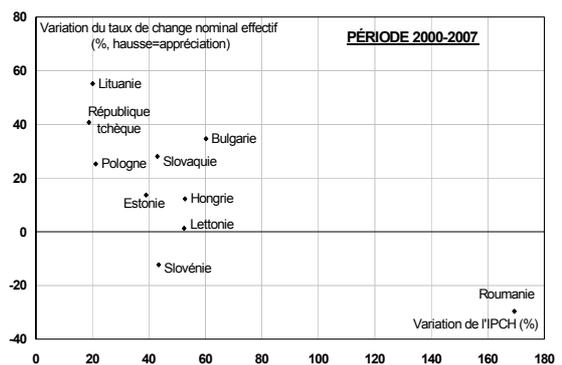
Source : Eurostat.

1.2 L'appréciation tendancielle du taux de change réel se traduit, selon le régime de change, par une hausse du taux de change nominal et/ou par une forte inflation

En termes de *policy-mix*, ce phénomène d'appréciation réelle est accommodé diversement suivant le système de change et la politique monétaire de

chaque pays. Les PECO se distinguent en effet par une très forte disparité de leurs régimes monétaires: régimes de changes flexibles avec ciblage d'inflation (Pologne, République tchèque, Slovaquie, Roumanie, Hongrie depuis mars 2008), régimes intermédiaires de flottement géré (Hongrie jusqu'en février 2008) ou de « parité glissante » (Slovénie avant mai 2004), régimes de changes fixes (Lettonie, Slovaquie à partir de mai 2004 avant son entrée dans l'euro), régimes de *currency board* (Estonie, Lituanie, Bulgarie). En pratique, deux cas polaires demandent à être distingués concernant la gestion de l'appréciation réelle.

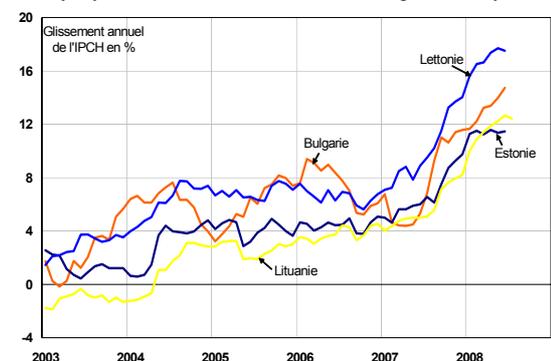
Graphique 2 : taux de change nominal et inflation dans les PECO



Sources : Banques centrales nationales.

Les pays d'Europe centrale, en *changes flexibles* ou gérés, ont vu leur taux de change effectif nominal s'apprécier sur la période, ce qui a vraisemblablement contribué à contenir l'inflation (cf. graphique 2). A l'inverse, la Slovaquie qui a enregistré une dépréciation contrôlée de son taux de change nominal avant son entrée dans l'euro, a connu une inflation relativement forte, alors même que le PIB par habitant en début de période était nettement plus élevé que celui de la moyenne des PECO. Suivant un processus plus instable et plus accentué, le cas de la Roumanie illustre pour sa part les très fortes tensions inflationnistes associées à la dépréciation du change nominal dans une économie soumise à la contrainte d'une appréciation réelle importante et durable.

Graphique 3 : inflation dans les PECO en changes fixes depuis 2003



Source : Banques centrales nationales.

Le cas des pays en *changes fixes* paraît moins lisible à première vue, notamment dans certains cas en raison d'un changement de la monnaie d'ancrage. En effet, dans un premier temps, les devises de ces pays étaient généra-

lement ancrées sur un panier constitué de dollars et d'euro (ou de deutschemark avant 1999), dans des proportions diverses. Ainsi, jusqu'en 2000, la dépréciation de l'euro face au dollar a conduit à une appréciation de ces devises face à l'euro (dont le poids était prépondérant dans leur commerce extérieur). Il en est résulté une appréciation du taux de change effectif nominal (cas des

États baltes et de la Bulgarie notamment), limitant ainsi la hausse des prix domestiques. L'ancrage désormais exclusif à l'euro, dans un contexte de réorientation croissante des échanges commerciaux vers la zone euro, s'accompagne d'une certaine stabilisation du taux de change effectif nominal et d'une résurgence des tensions inflationnistes depuis quelques années (cf. graphique 3).

2. L'appréciation du taux de change réel constitue en partie un phénomène d'équilibre, reflétant de forts gains de productivité du travail et une importante accumulation de capital productif

2.1 L'effet Balassa-Samuelson justifie l'existence d'un différentiel d'inflation mais ne rend pas compte de son ampleur pour les PECO

Selon une première explication, avancée par Balassa et Samuelson (1964), l'écart de croissance des prix domestiques par rapport aux prix étrangers dans les économies en rattrapage tient fondamentalement au différentiel de productivité entre les secteurs exposé et abrité de l'économie.

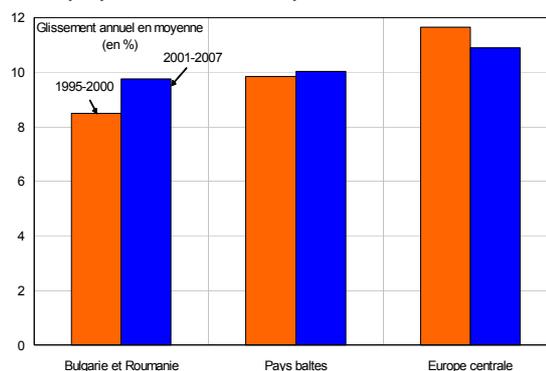
Dans le secteur des biens échangeables, dont les prix sont supposés déterminés au niveau mondial, les gains de productivité permettent un accroissement du niveau des salaires sans perte de compétitivité. Sous l'hypothèse d'une certaine mobilité intersectorielle du facteur travail, ces hausses salariales ont tendance à se diffuser dans le reste de l'économie, y compris dans le secteur abrité où les gains de productivité sont supposés moindres. Les gains de productivité dans le secteur exposé conduisent ainsi à des hausses de prix dans le secteur abrité, et donc à une hausse de l'indice global du niveau des prix. L'appréciation réelle qui en résulte est considérée comme un phénomène d'« équilibre » au sens où elle repose *in fine* sur une élévation de la productivité du travail préservant la compétitivité extérieure de l'économie, même si les gains ne sont pas uniformément répartis entre secteurs.

L'effet Balassa-Samuelson est susceptible de concerner les PECO, pour au moins deux raisons. En premier lieu, compte tenu d'une progression généralement très faible, voire d'une décroissance de l'emploi sur la période, la croissance dans ces pays s'est essentiellement appuyée sur des gains de productivité du travail soutenus : 5% par

an en moyenne sur la période 2000-2007 - ils se sont échelonnés de 2,8% par an en Bulgarie et en Slovaquie à 8,3% en Lituanie (cf. tableau 1). Outre le fait qu'elle est liée au développement du secteur privé, la hausse de la productivité est à rapporter à une amélioration de l'environnement économique et institutionnel : qualité de l'intermédiation financière, développement des infrastructures de transport et de commercialisation, réorganisation des règles juridiques régissant les droits de propriété et les relations de travail, etc.

En second lieu, en dépit de l'appréciation réelle observée, les PECO ne semblent pas avoir subi d'érosion de leur compétitivité commerciale, ainsi qu'en témoigne la croissance en volume des exportations, de plus de 7% par an en moyenne pour l'ensemble des pays de la zone, même si les performances commerciales reflètent également une amélioration notable de la compétitivité hors-prix (cf. graphique 4).

Graphique 4 : croissance des exportations en volume (1995-2007)



Source : Instituts statistiques nationaux.

Tableau 1 : croissance, emploi et gains de productivité dans les PECO (2000-2007)

	Croissance réelle du PIB (%, GA)	Croissance de l'emploi (%, GA)	Taux de chômage 2007 (%)	Gains réels de productivité du travail (%, GA)
Bulgarie	5,7	2,9	6,9	2,8
Roumanie	5,6	-0,2	6,4	5,8
Lettonie	8,8	1,0	6,0	7,8
Lituanie	7,5	-0,8	4,3	8,3
Estonie	8,6	1,6	4,7	7,1
Pologne	4,1	0,4	9,6	3,7
Slovaquie	5,6	1,3	11,2	4,3
Hongrie	4,0	0,4	7,3	3,6
République tchèque	4,5	0,4	5,4	4,1
Slovénie	4,3	1,5	4,9	2,8

Sources : Instituts statistiques nationaux.

En pratique cependant, l'effet Balassa-Samuelson paraît loin de rendre compte de toute l'appréciation réelle effectivement observée dans les PECO. Par-delà la diversité des méthodologies employées, la plupart des études empiriques tendent en effet à en relativiser fortement l'importance pour expliquer l'inflation globale. D'après le recensement effectué par Egert, Halpern et MacDonald (2006) des principaux travaux empiriques récents sur le sujet, le différentiel d'inflation avec la zone euro directement impliqué par l'effet Balassa-Samuelson serait ainsi marginal, notamment pour ceux des pays ayant enregistré l'appréciation réelle la plus importante (cf. tableau 2).

Plusieurs justifications peuvent être apportées à la faiblesse de cette contribution :

- le fait que la PPA soit loin d'être empiriquement vérifiée pour les biens échangeables, dont le prix évolue tendanciellement à la hausse en raison d'importants gains de compétitivité hors-prix ;
- la réalisation de gains de productivité non négligeables dans le secteur des services, lesquels réduisent d'autant le différentiel de productivité avec le secteur exposé de l'économie.

Tableau 2 : effet Balassa-Samuelson et appréciation réelle, en moyennes annuelles (estimations moyennes) et en %

	EE	LV	LT	CZ	HU	PL	SK	SI	BG	RO
Effet Balassa-Samuelson	0,4	0,2	0,4	0	1,3	1,3	0,1	0,3	-0,8	0,5
Appréciation réelle (1993-2002)	10	10	10	5	3	4	4	1,5	6	6

Source : Egert, Halpern, MacDonald (2006).

Lecture : en Estonie, l'appréciation réelle a été de 10% par an en moyenne, 0,4% étant due à l'effet Balassa-Samuelson

Si ces explications n'invalident pas totalement la réalité de l'effet Balassa-Samuelson, elles en soulignent fortement les limites. Pour autant, il serait probablement erroné d'en conclure à la prépondérance des facteurs de demande dans l'appréciation observée du taux de change réel pour l'ensemble des PECO, et ce malgré la persistance d'importants déficits courants sur la période

2.2 L'accumulation de capital productif constitue un facteur de hausse tendancielle du niveau des prix et rend compte de l'existence d'importants déficits courants associés au rattrapage économique

Plus rarement mise en avant, une explication fondée sur des hypothèses moins restrictives, formalisée dans un cadre d'équilibre général par Bhagwati (1984), rapporte les différences des prix relatifs des services et des biens manufacturiers entre pays riches et pays pauvres à leurs dotations respectives en capital par tête. La relative abondance du capital par rapport au facteur travail dans les pays riches induit une rémunération relative du travail supérieure à celle qui a cours dans les pays pauvres. Les pays dont le PIB par habitant est élevé disposent ainsi d'un

avantage comparatif pour la production de biens à forte intensité capitaliste, lesquels s'avèrent être plutôt des biens manufacturiers, situés dans le secteur exposé de l'économie, cependant que les pays pauvres vont avoir tendance à se spécialiser dans les productions à moins forte intensité capitaliste, assimilées dans le modèle au secteur des services et situées dans le secteur abrité de l'économie. A l'équilibre, le prix relatif des services en termes de biens échangeables au sein de chaque économie dépend des volumes produits, eux-mêmes liés à leur coût relatif de production. Il sera ainsi plus élevé dans les économies riches que dans les pauvres. Sous l'hypothèse d'absence de restrictions aux échanges, qui induit l'unicité du prix des biens échangeables, le niveau relatif des prix du secteur abrité, et donc le niveau de prix global dans l'économie, sera en conséquence plus élevé dans les économies les mieux dotées en capital par tête.

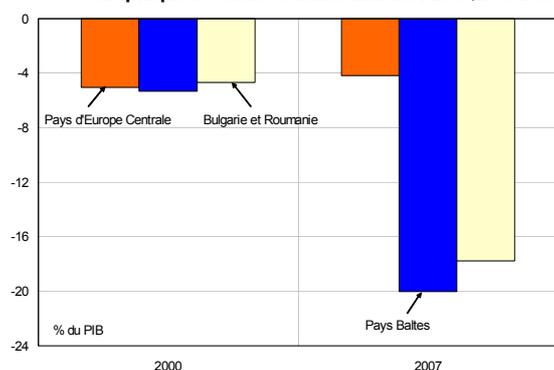
En dynamique, le modèle implique qu'un accroissement du capital par tête dans l'économie doit se traduire par une élévation relative du prix des services, et par conséquent un rattrapage du niveau des prix, par rapport à la zone de référence. Dans la mesure où la croissance permise par l'augmentation de la dotation en capital passe justement par une expansion du secteur des biens échangeables et des gains de productivité globaux, cette explication n'est pas contradictoire avec l'effet Balassa-Samuelson, lequel se concentre de manière plus restrictive sur la seule productivité du facteur travail. Pour autant, le modèle de Bhagwati apparaît plus parcimonieux quant à la caractérisation du processus de production ; en particulier, nulle hypothèse portant sur des différences de productivité entre secteurs, ou entre pays pauvres et pays riches, n'est nécessaire pour rendre compte des écarts de prix.

Une telle explication de la convergence des niveaux de prix dans les économies en rattrapage peut apparaître particulièrement pertinente dans le cas des PECO. Elle a en effet le mérite de rendre compte d'un autre fait caractéristique majeur de la transition économique à l'Est, à savoir *la persistance d'importants déficits courants*, financés par des flux stables d'investissement non-résidents.

Constamment supérieurs à 4% du PIB en moyenne depuis le début des années 2000, les déficits courants dans les PECO ont principalement été associés à de larges déficits commerciaux (cf. graphiques 5 et 6). Entre 2000 et 2007, la situation commerciale s'est toutefois nettement améliorée dans les pays d'Europe centrale, les plus avancés d'entre eux (République tchèque notamment) enregistrant désormais des surplus. Les déséquilibres commerciaux se sont en revanche nettement aggravés dans les États baltes, ainsi qu'en Bulgarie et en Roumanie, jusqu'à atteindre des niveaux très élevés (déficit de la balance des biens et services de plus de 22% du PIB en Bulgarie et en Lettonie fin 2007).

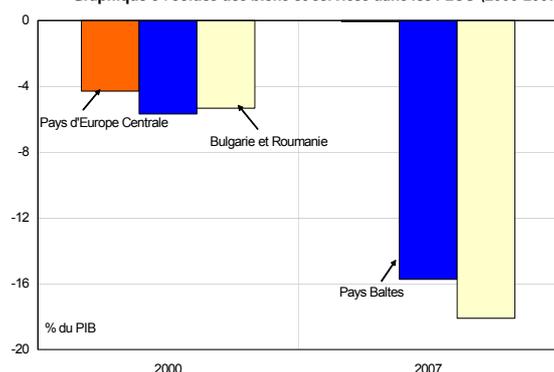
Dans un contexte de bonne tenue des exportations, ces déséquilibres commerciaux ont avant tout résulté de flux d'importations importants, notamment de biens intermédiaires et biens d'équipement. Ces importations sont ainsi venues accroître le capital par tête.

Graphique 5 : soldes courants dans les PECO (2000-2007)



Source : IFS.

Graphique 6 : soldes des biens et services dans les PECO (2000-2007)



Source : IFS.

De manière complémentaire, les perspectives de profitabilité future liées à l'intégration européenne et les opportunités d'investissement offertes par les privatisations se

sont traduites par un flux soutenu de capitaux non-résidents, notamment sous forme d'investissements directs étrangers (IDE), permettant un financement stable des déséquilibres extérieurs. Dans les pays d'Europe centrale (exception faite de la Slovaquie, qui a longtemps maintenu des restrictions sur son compte de capital), en Roumanie et en Bulgarie, les IDE ont ainsi constamment représenté environ 50% de l'ensemble des flux bruts de capitaux entrants. L'importance relative des IDE est restée nettement moindre dans les Etats baltes, dont le financement des déficits courants est largement assuré par des refinancements interbancaires, même si la part des investissements de portefeuille s'est récemment accrue dans ces pays.

Au total, des importations massives de biens intermédiaires et d'équipement, financées et pour partie induites par des flux soutenus d'IDE, ont permis un fort accroissement de la dotation en capital par tête et de la productivité globale dans les PECO. Ces évolutions ont probablement contribué au rehaussement de la trajectoire d'équilibre du taux de change réel, permettant un rattrapage rapide et généralement soutenable des niveaux de prix.

Néanmoins, le fondement que fournit le modèle de Bhagwati à l'élévation du niveau des prix repose sur des hypothèses très particulières concernant l'affectation (cantonné au secteur des biens échangeables) et le financement (dégagé à partir de l'épargne nationale, ou du moins exogène) du capital, lesquelles ne paraissent pas intégralement satisfaites dans les PECO.

Tableau 3 : balances des paiements des PECO

	Bulgarie		Roumanie		Balkans	
	2000	2007	2000	2007	2000	2007
Solde courant (% PIB)	-5,6	-21,7	-3,8	13,8	-4,7	-4,0
Solde biens et services (% PIB)	-5,3	-21,8	-5,3	14,4	-5,3	-3,7
IDE (% PIB)	7,9	20,6	2,9	5,7	5,4	13,2
IDE (% flux de capitaux)	84,8	54,1	42,0	31,4	63,4	42,8
Investissements de portefeuille (% PIB)	-1,4	-0,6	0,3	0,2	-0,6	-0,2
Autres investissements (% PIB)	-0,3	16,5	2,6	11,3	1,2	13,9
Avoirs de réserve (% PIB)	-3,2	0,0	-2,6	3,7	-2,9	1,9

	Lettonie		Lituanie		Estonie		Pays baltes	
	2000	2007	2000	2007	2000	2007	2000	2007
Solde courant (% PIB)	-4,7	-22,8	-5,9	-10,7	-5,3	-17,3	-5,3	-16,9
Solde biens et services (% PIB)	-7,4	-20,7	-6,3	-10,4	-3,2	-10,7	-5,7	-13,9
IDE (% PIB)	5,1	7,1	3,3	5,2	5,8	4,5	4,7	5,6
IDE (% flux de capitaux)	35,5	15,7	46,9	28,1	63,8	32,5	48,7	25,4
Investissements de portefeuille (% PIB)	-4,1	-1,4	2,3	-0,8	1,6	-2,4	-0,1	-1,5
Autres investissements (% PIB)	4,3	20,3	0,6	11,3	-0,4	13,5	1,5	15,0
Avoirs de réserve (% PIB)	0,1	-3,6	-1,1	-5,0	-0,5	-0,5	-1,1	-3,0

	Pologne		Slovaquie		Hongrie		République tchèque		Slovénie		Europe centrale	
	2000	2007	2000	2007	2000	2007	2000	2007	2000	2007	2000	2007
Solde courant (% PIB)	-5,8	-3,7	-3,5	-5,4	-8,3	-4,9	-4,8	-2,5	-2,8	5,0	-5,0	-2,3
Solde biens et services (% PIB)	-6,4	-2,7	-2,3	-0,5	-3,7	2,5	-5,5	4,9	-3,5	-1,9	-4,3	0,5
IDE (% PIB)	5,4	3,4	10,1	3,5	4,5	1,1	8,7	4,5	0,4	-0,2	5,8	2,5
IDE (% flux de capitaux)	67,1	37,7	72,5	118,8	57,0	73,0	80,9	82,6	10,3	9,8	57,6	48,9
Investissements de portefeuille (% PIB)	2,0	-1,1	3,9	-0,6	-0,9	-1,5	-3,1	-1,5	1,0	-4,9	0,6	-1,9
Autres investissements (% PIB)	-1,6	6,3	-	-	6,6	6,3	1,2	-0,1	22	12,9	1,8	1,7
Avoirs de réserve (% PIB)	-0,4	-3,1	-5,2	-5,2	-2,2	-0,1	-1,4	-0,4	-0,9	0,4	-1,7	-1,7

Sources : Banques centrales nationales.

De fait, les IDE semblent loin de s'être uniquement cantonnés au secteur des biens échangeables. Si les capitaux non-résidents ont permis, dans des pays comme la République tchèque ou la Slovaquie, de constituer de bases d'exportation importantes dans le secteur manufacturier, la Pologne a, par exemple, reçu des fonds importants dans le domaine des réseaux de distribution (hypermarchés) et dans les télécommunications. De manière générale, la hausse de la contribution des services à la valeur ajoutée globale dans l'ensemble des PECO montre que l'augmentation de la dotation en capital

par tête n'a pas induit une modification de la structure des biens produits au bénéfice du seul secteur exposé

Surtout, loin de constituer un facteur exogène, les investissements non-résidents dépendent essentiellement des opportunités de placement existants dans des économies qui se révèlent structurellement incapables de dégager des taux d'épargne suffisants pour financer leur croissance rapide pendant cette phase de rattrapage. Or cette dernière caractéristique des économies en transition d'Europe de l'Est dépend cruciallement des conditions de financement domestique, qui peuvent être notamment influencées par le régime de change en vigueur.

3. L'ampleur des déséquilibres macroéconomiques et financiers dans les PECO en changes fixes peut refléter une appréciation réelle excessive

3.1 Au vu de l'ampleur des flux d'importations et de capitaux entrants, les déficits extérieurs des PECO semblent avant tout refléter un déséquilibre épargne-investissement structurel au niveau domestique

L'épargne nationale est insuffisante au regard de la demande d'investissement, dont le dynamisme entretient la croissance économique. En dépit des déséquilibres externes qu'elle induit, une telle situation n'est pas réellement problématique aussi longtemps que l'accumulation de capital constitue le gage de capacités de production et d'exportation futures.

Toutefois, dans le contexte d'une appréciation réelle commune à l'ensemble des pays de la zone, l'aggravation sensible des déséquilibres internes et externes dans ceux des pays ayant choisi d'ancrer leur devise à la monnaie unique témoigne aussi vraisemblablement de conditions de financement excessivement favorables, liées notamment à la convergence des taux d'intérêt nominaux.

3.2 La convergence des taux d'intérêt nominaux au sein de l'Union européenne, notamment pour les pays ancrés à l'euro, contribue à affaiblir le taux d'épargne dans les PECO

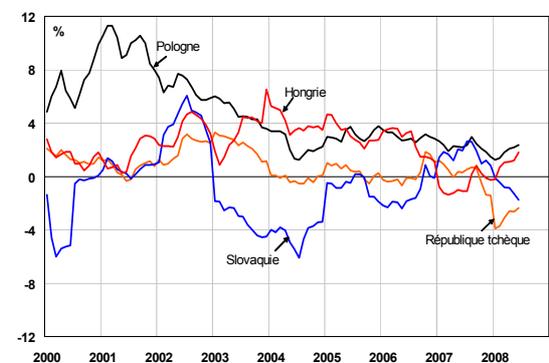
Les pays en changes flottants gardent une politique monétaire autonome et des taux d'intérêt qui peuvent rester sensiblement différents de ceux de la zone euro (c'est tout particulièrement le cas de la Hongrie, compte tenu de la dynamique très spécifique de dégradation des comptes publics sur la période, ainsi que, plus récemment, la Roumanie, en lien avec les turbulences financières mondiales). *A contrario*, l'ancrage de la devise à l'euro, dans un contexte de libre circulation des capitaux, implique une convergence des conditions de financement, même dans des économies encore en situation de rattrapage accéléré (Lettonie), alors que les taux neutres

se situent à des niveaux nettement supérieurs à ceux des économies plus avancées (cf. tableau 4).

Les conséquences de ce bas niveau des taux d'intérêt nominaux sont importantes dans les PECO. Compte tenu des dynamiques inflationnistes liées au rattrapage économique, la convergence des taux nominaux revient en effet à instaurer des taux d'intérêt réels très faibles dans des pays déjà en situation de forte croissance.

Dans les pays d'Europe centrale en changes flexibles, où les tensions inflationnistes ont pu être partiellement contenues par l'appréciation nominale du change, les taux d'intérêts réels se situent actuellement à des niveaux compris entre 0% et 3% (cf. graphique 7).

Graphique 7 : taux d'intérêt réels¹ dans les PECO en changes flexibles



Source : Banques centrales nationales.

Dans les pays baltes ainsi qu'en Bulgarie, où les tensions inflationnistes sont plus vives dans le cadre des régimes de change fixe en place, les taux d'intérêts réels sont négatifs depuis l'entrée dans l'Union européenne (cf. graphique 8).

(1) Taux interbancaire à 3 mois déflaté du glissement annuel de l'IPCH.

Tableau 4 : état de satisfaction par les PECO des critères de convergence (2008)

	Stabilité des prix	Situation des finances publiques		Taux de change	Taux d'intérêt
	IPCH (%) ^a	Solde public 2007 (% PIB)	Dettes publiques 2007 (% PIB)	Participation au MCE II	TILT (%)
République tchèque	4,4	-1,6	28,7	Non	4,5
Hongrie	7,5	-5,5	66	Non	6,9
Slovaquie	2,2	-2,2	29,4	Novembre 2005	4,5
Pologne	3,2	-2	45,2	Non	5,7
Estonie	8,3	2,8	3,4	Juin 2004	-
Lituanie	7,4	-1,2	17,3	Juin 2004	4,6
Lettonie	12,3	0	9,7	Avril 2005	5,4
Roumanie	5,9	-2,5	13	Non	7,1
Bulgarie	9,4	3,4	18	Non	4,7
Valeur de référence	3,2	-3	60		6,5

a. Taux d'inflation moyen sur 12 mois en mars 2008 tel que calculé dans les rapports de convergence, à partir des meilleures performances de Malte (1,5%), des Pays-Bas (1,7%) et du Danemark (2%).

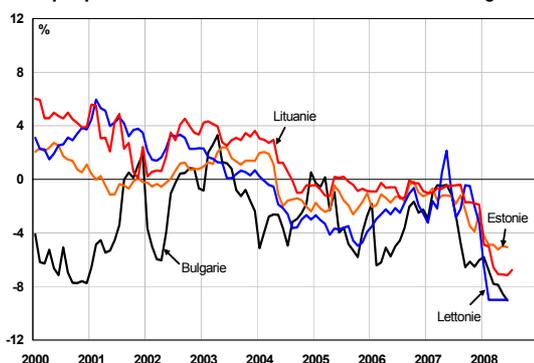
Source : Rapports de convergence de la Commission européenne et de la Banque centrale européenne (mai 2008).

Tableau 5 : taux d'épargne des ménages dans les PECO (2000-2007)

(% revenu disponible)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Slovénie	13,9	15,4	16,2	13,5	14,4	14,2	-
République tchèque	8,5	7,4	8,1	7,4	4,9	5,8	4,9
Hongrie	-	-	-	-	11,3	11,0	-
Slovaquie	11,1	9,1	8,9	7,1	6,2	7,2	6,5
Pologne	10,7	12,1	8,4	7,8	7,2	7,7	-
Estonie	4,1	3,1	0,5	-1,1	-1,0	-0,8	-0,7
Lituanie	4,1	3,7	1,8	0,9	0,4	1,5	-
Lettonie	2,9	-0,4	1,2	2,4	2,5	1,5	-
Roumanie	-	-	-	-	-	-	-
Bulgarie	-	-	-	-	-	-	-
France	14,9	15,6	16,7	15,6	15,6	15,0	15,3
Allemagne	15,1	15,2	15,7	16,0	16,1	16,3	16,2

Source : Eurostat.

Graphique 8 : taux d'intérêt réels dans les PECO en changes fixes



Source : Banques centrales nationales.

Cette diminution des taux d'intérêt réels va de pair avec un affaiblissement de l'épargne domestique. La faiblesse du taux d'épargne dans les PECO est traditionnellement rapportée au bas niveau des revenus des ménages ainsi qu'à la mauvaise qualité de l'intermédiation financière. Le contexte de convergence des taux d'intérêt nominaux n'a toutefois pas non plus été favorable à un renforcement de l'épargne, du moins à court terme. De fait, en dépit de la vigueur de la croissance et de la progression des revenus, la diminution des taux d'intérêt nominaux et réels s'est accompagnée d'une décroissance du taux d'épargne à partir de niveaux pourtant bas initialement (cf. tableau 5).

La faiblesse des taux d'intérêt réels est ainsi à l'origine d'une croissance accélérée des crédits

domestiques sur la période - à partir, certes, de niveaux encore comparativement faibles induisant un phénomène de rattrapage par rapport aux économies plus développées. Dans ce contexte, l'appréciation des monnaies (dans les pays en changes flexibles) ou la perception de la disparition du risque de change (dans les pays en *currency board* ou en *hard peg*) influencent les modalités de l'endettement externe, qui tend à prendre la forme de prêts souscrits directement ou indexés en devises. L'explosion des crédits s'accompagne de plus d'un gonflement des prix d'actifs, notamment dans les domaines de la construction et de l'immobilier.

Si ces développements restent modérés en Europe centrale, la situation financière des pays en changes fixes s'est dégradée dans les années récentes, avec une montée de l'endettement du secteur privé en devises.

Au total, la faiblesse des taux d'intérêt réels induite par un ancrage de la devise est ainsi susceptible de provoquer une situation de surchauffe économique dans un pays ayant opté pour un rattrapage des prix via l'inflation, quand bien même l'appréciation s'accompagnerait de gains de productivité et serait liée en partie au rythme d'accumulation du capital dans l'économie. A travers le canal du crédit, le déséquilibre épargne-investissement risque alors de se traduire par un regain de tensions sur les prix domestiques issu cette fois, non de restructurations du côté de l'offre, mais de pressions trouvant directement leur origine dans des facteurs de

demande. A l'origine d'une situation de surévaluation du taux de change réel, l'abaissement des taux d'intérêt réels constitue ainsi une source potentielle d'aggravation des déséquilibres extérieurs dans les PECO.

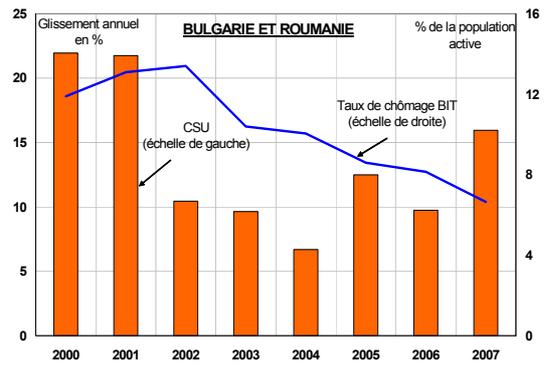
Outre le surcroît d'inflation lié à des phénomènes classiques de demande, un certain nombre d'autres facteurs de hausse des prix ont pu jouer, constituant autant de canaux d'une telle appréciation réelle : le relèvement des prix administrés ; l'harmonisation des droits d'accises et de TVA, correspondant à une « mise à niveau » des niveaux de prix dans les PECO par rapport à ceux des pays partenaires, accroissant d'autant la comparabilité des biens et services échangés au sein du marché unique. Si ces facteurs contribuent parfois considérablement à l'élévation effective du niveau des prix, comme en témoigne par exemple le pic d'inflation induit dans l'ensemble des PECO par l'harmonisation des taxes indirectes au moment de leur accession à l'UE au printemps 2004, leur impact sur l'appréciation réelle est toutefois voué à n'être que temporaire, à condition que des mécanismes prix-salaires ne s'enclenchent pas.

De manière plus durable, la dynamique des salaires contribue depuis quelques années fortement à la croissance de l'indice des prix, en liaison avec la surchauffe de l'économie. Résultant directement des tensions sur le marché du travail liées à l'excès de demande domestique, des hausses salariales supérieures aux gains de productivité se traduisent dans l'ensemble des PECO par un accroissement marqué des coûts salariaux unitaires, dans une situation où le taux de chômage paraît soit stabilisé, soit décroît désormais lentement (cf. graphiques 9 à 11).

Compte tenu du maintien de bonnes perspectives de croissance à moyen terme dans un contexte de quasi plein emploi, ces tensions sur les coûts ne paraissent pas vouées à se résorber spontanément à brève échéance.

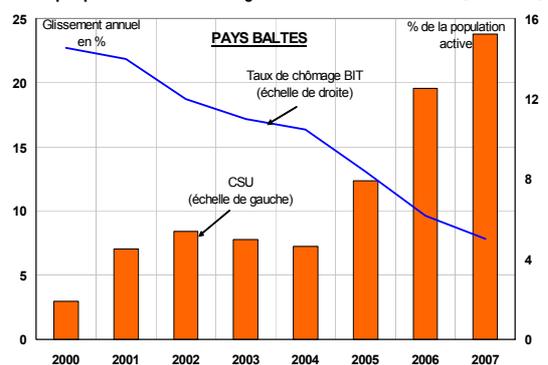
Marc GERARD

Graphique 9 : taux de chômage et coûts salariaux unitaires (2000-2007)



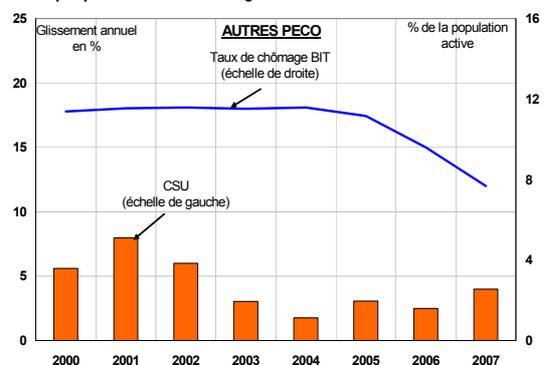
Source : Eurostat.

Graphique 10 : taux de chômage et coûts salariaux unitaires (2000-2007)



Source : Eurostat.

Graphique 11 : taux de chômage et coûts salariaux unitaires (2000-2007)



Source : Eurostat.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
de l'Industrie et de l'Emploi
Direction générale du Trésor
et de la Politique économique
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Philippe Bouyoux

Rédacteur en chef :

Philippe Gudin de Vallerin
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtppe.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Octobre 2008

n°45. La présence des entreprises françaises dans le monde
Raphaël CANCÉ

n°44. La rentabilité des entreprises a-t-elle pu justifier le dynamisme de l'investissement ?
Stéphanie PAMIES-SUMNER

Septembre 2008

n°43. L'industrie automobile française s'adapte à la mondialisation
Othman BOUABDALLAH, Guillaume GILQUIN, Marie-Alberte PINÇON

n°42. Mode de rémunération des médecins
Valérie ALBOUY, Muriel DEPPEZ