

Avantages et inconvénients de l'euroisation des pays de l'est candidats à l'UE

Koen Schoors*

RÉSUMÉ : L'élargissement de l'UE à l'Est pose la question de l'adoption de l'acquis communautaire, elle notamment d'une politique monétaire commune. L'auteur s'intéresse ici au coût de l'élargissement qu'auront à supporter les PECO (Pays d'Europe centrale et orientale) de ce point de vue. Les pays qui ont stabilisé et retrouvé des taux de croissance positifs très tôt, la Slovénie par exemple, sont prêts à adopter des taux de change fixes dès à présent. Ceux qui, à l'opposé, sont très instables peuvent aussi adopter une stratégie d'euroisation, même unilatérale, mais la probabilité qu'ils reviennent en arrière, « victimes » du succès de la stabilisation et de la reprise de la croissance, est intégrée *ex ante* par les marchés. Enfin, les pays qui sont dans la situation intermédiaire n'ont aucun intérêt *ex ante* à euroiser, sauf s'ils souhaitent entrer dans l'UE, mais peut-être qu'ils ont un intérêt *ex post* car les coûts de l'euroisation diminueront après l'euroisation. La position de l'UE peut soit consister à entériner ces stratégies d'euroisation, soit être beaucoup plus ambitieuse en proposant aux pays concernés un statut d'observateur. De la création d'une Europe stabilisée et mieux intégrée dépend l'intérêt collectif, et l'adoption accélérée de l'euro, souvent qualifiée de « mauvaise route », relève plutôt d'une stratégie qui anticipe des gains futurs supérieurs aux coûts immédiats.

ABSTRACT : For central and eastern European countries to join the EU, they must adopt the standards regulating it, and thus lose the ability of absorbing asymmetric shocks through an independent monetary policy. What will this loss of independence cost them? Countries with a stable currency and high growth rate, such as Slovenia, are ready to adopt fixed exchange rates right away. But unstable countries can also adopt a strategy of euro-isation even unilaterally, but the markets have taken into account *ex ante* the probability of their eventually reversing their strategy once stabilisation and economic catching up is under way. The in-between countries have no *ex ante* interest in adopting the euro (unless they want to join the EU), but maybe they have an interest in doing so *ex post* since the costs of euroisation will decrease *ex post*. The EU can adopt one of two positions, either accept current strategies or else boldly propose that countries applying for membership obtain observer status in the Union. The creation of a stable, integrated Europe is at stake. Promptly adopting the euro, though often said to be a « dirty road », reflects a strategy based on the expectation that future gains will outweigh immediate costs.

1. Introduction :

L'entrée en vigueur de l'euro pose la question de savoir si les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), notamment les PECO de la première vague des négociations (République tchèque, Estonie, Hongrie, Pologne, Slovénie), mais aussi les autres (dits de la seconde vague, qui ont aussi entamé des négociations avec l'Union européenne), doivent intégrer l'Union économique et monétaire rapidement après leur accession à l'UE. La Commission européenne a mentionné qu'elle ne s'attendait pas « à ce que les PECO rejoignent l'UEM directement, pour des raisons de forme, mais aussi de fond ».

Malgré cette position officielle, nous soulevons dans cet article la question de la pertinence d'une stratégie d'euroisation, qui consiste à inverser l'ordre d'apparition de l'accession à l'UE et de participation à l'UEM : euroiser signifie adopter l'acquis communautaire en termes de politique monétaire, et bénéficier des avantages de l'UE dans un second temps seulement. La section 2 s'interroge sur la pertinence d'un ancrage à l'euro, et la section 3 sur celle d'une stratégie plus radicale, l'euroisation unilatérale, précédant l'accession. Quel doit être le rôle de l'UE dans ce processus, peut-on penser que les bénéfices de l'euroisation seront tels qu'ils feront de cette stratégie une réalité durable?

* Assistant à l'université de Gand, et membre de LICOS (Leuven Institute for Central and Eastern European Studies) et du RECEP (Russian-European Centre for Economic Policy) (E-mail : koen.schoors@rug.ac.be). Nous remercions Ludo Cuyvers, Frank Elholm, Daniel Gros, Vincent Koen, Mathilde Maurel, Jacek Rostowski, Rudi Vandervennet et Jan Vermaut pour leur précieux commentaires.

2. Quel régime de change pour les PECO ?

2.1 Comment l'euro affectera-t-il les PECO ?

Il existe plusieurs canaux de transmissions par lesquels l'euro peut influencer les PECO¹. Le premier mécanisme de transmission est le commerce. L'euro est censé modifier les relations commerciales UE-PECO de différentes manières. Il est supposé améliorer la croissance économique en Europe (FMI, 1996 et 1997), en entraînant une hausse des importations européennes et en stimulant le commerce extérieur des PECO pour lesquels l'Europe constitue le plus grand marché à l'exportation. L'ampleur de cet effet dépend d'une part de l'ouverture commerciale de ces pays vis-à-vis de l'Europe et, d'autre part, de l'élasticité des importations dans la zone euro. Le changement des pratiques de facturation doit stimuler également le commerce entre les deux régions, notamment pour les petits pays qui, en raison de la mauvaise tenue de leur monnaie, facturent en dollars, seule véritable devise internationale avant l'avènement de l'euro. Une facturation en euros réduit les coûts de transactions pour les deux parties, et favorise leur commerce mutuel.

L'euro est censé augmenter la synchronisation des cycles à l'intérieur de l'UE. Selon la Commission européenne (1997), la symétrie des cycles réels dépend du niveau d'interdépendance des économies européennes (interdépendance commerciale, financière, mais aussi interdépendance des politiques économiques). Si les cycles dans les PECO et l'UE convergent, fixer sa monnaie à l'euro devient moins coûteux, les chocs devenant symétriques. A l'inverse, si le cycle des affaires d'un PECO diverge de celui de l'UE, il devient plus avantageux pour lui de laisser flotter sa devise.

2.2 Les bénéfices de fixer sa monnaie à l'euro :

Un pays peut avoir intérêt à fixer sa devise sur une autre s'il veut stabiliser son taux d'inflation. Dans ce cas, il utilise la devise étrangère comme ancrage nominal pour mener sa politique monétaire. Par ailleurs, fixer sa monnaie sur une autre réduit non seulement les coûts de transaction mais encore les risques de change.

A l'exception de la Bulgarie, de la Roumanie et de l'Albanie, l'inflation dans les PECO est plutôt modérée (moins de 20% par an pour l'indice des prix à la consommation). En 1997, la Bulgarie a mis en place un *Currency Board* afin de limiter l'inflation. Officiellement, la Roumanie et l'Albanie laissent encore flotter leurs devises, mais auraient tout intérêt à les stabiliser au moyen d'un tel *Board*. En réalité, l'Albanie est totalement « markisée » et d'une certaine façon, le pays a déjà un *Currency Board* centré sur le DM. Les autorités ne l'ont simplement pas annoncé officiellement. Les autres PECO, qui contrôlent mieux leur taux d'inflation, auraient moins avantage à adopter un système de change fixe. Notons néanmoins que par le passé, certains PECO ont utilisé un système de change fixe pour stabiliser les prix. Les expériences polonaises et tchécoslovaques sont très instructives à cet égard (Lane, 1991 ; Borensztein and Masson, 1993). Une fois l'inflation maîtrisée, ces pays ont abandonné leur système de change pour en adopter un autre plus flexible.

Concernant la réduction du risque de change, le problème est quelque peu différent. Réduire le risque de change est important pour des petits pays qui ont des relations commerciales et financières étroites avec le pays sur lequel leur devise est fixée. Le tableau 3 montre que l'ouverture commerciale avec l'UE est relativement importante pour un grand nombre de

¹ Pour une description des principaux canaux, voir Beckx, 1998.

PECO. La Bulgarie, la Lettonie, la Lituanie et la République slovaque sont moins concernées que les autres par ce point. Du point de vue des flux financiers, la situation est similaire. Les données de l'UN/ECE (tableau 1), montrent que les PECO sont bénéficiaires net en terme d'investissements, provenant pour la plupart des pays de l'Euroland. Notons que malgré les crises de 1997 et 1998, ces flux ne se sont pas inversés. L'analyse des données de commerce et de flux financiers justifie donc un ancrage à l'euro, plutôt qu'à une autre monnaie. La Lettonie et la Lituanie ont respectivement un ancrage sur le SDR et un Currency Board sur le dollar, la République slovaque et la Bulgarie ont mis en place des Currency Board s basés sur l'euro de manière à stabiliser leur économie. Dans la plupart des PECO, le choix d'un ancrage à l'euro n'a pas été fait, en raison des coûts liés aux taux de change fixe.

Tableau 1. Flux d'investissements nets dans les PECO (IDE et investissements de portefeuille)

PECO (dont pays Baltiques)			
Compte en Capital et financier	1996	1997	1998*
Total	17.3	23.4	27.8
IDE	8.1	9.4	13.6
Investissement de portefeuille	2.0	3.5	3.8
Flux à moyen et long terme	3.9	5.3	4.4
Flux de court terme	1.3	2.3	2.2
Erreurs et omissions	1.5	2.7	3.5

*1998 est une estimation et les données utilisées pour les états baltiques s'arrêtent en septembre.

Source: calculs de l'auteur à partir du UN/ECE, 1999, Economic Survey for Europe, No. 1

2.3 Les coûts de la fixation à l'euro :

Plusieurs problèmes découlent d'un système de change fixe. Premièrement, nombre de PECO sont endettés auprès de l'étranger et leurs dettes sont libellées en dollars et non en euros. Par conséquent, les PECO fortement endettés devraient faire face à un risque de change qui ne serait pas supprimé pas la fixité de leurs devises par rapport à l'euro. En effet, la possibilité que l'euro se déprécie par rapport au dollar existe, ce qui serait très coûteux, les dettes étant libellées en dollar. Benassy-Quere et Lahreche-Revil (1998) ont contrebalancé l'argument des relations commerciales dans lesquelles l'euro est principalement utilisé, avec l'argument de la dette étrangère (libellée en dollar). Pour ces auteurs, la solution optimale serait de se fixer sur une monnaie panier composée à 80% d'euros, et à 20% de dollars. Cela implique que les PECO devraient augmenter la place de l'euro dans leur panier actuel. Il convient toutefois de nuancer le problème des dettes libellées en dollars. D'abord, les pays endettés peuvent réaliser des opérations financières pour se couvrir des fluctuations entre euro et dollar (swap des obligations en dollar contre obligations en euro). Ensuite, les fondamentaux économiques

suggèrent une appréciation à long terme de l'euro vis à vis du dollar². Néanmoins, l'évolution actuelle du cours de l'euro montre que la relation entre taux de change et fondamentaux est difficilement prévisible, fortement volatile, et que la menace d'un découplage est tout à fait réaliste.

Le deuxième risque provient du fait que les flux de capitaux vers les PECO à court terme sont souvent forts et volatiles (Masson 1999), rendant difficile la défense du change fixe. La crise asiatique de 1997 a été liée, pour une large part, au renversement soudain des investissements de court terme - les raisons de ce changement étant les déficits des balances courantes, le mauvais état du système financier intérieur et la discordance entre les emprunts à court terme en dollar et l'investissement domestique à long terme. Les deux premiers facteurs sont également présents dans les PECO. En Asie, ils ont entamé la crédibilité du système de change. L'effondrement du taux de change fixe a été très coûteux pour ces économies car personne n'était couvert contre le risque de change.

Enfin, la mise en place d'un système de change fixe a un troisième coût. Les parités fixes n'ont d'effet que si elles sont crédibles, c'est à dire que si elles peuvent être défendues par des interventions directes de la Banque Centrale. Dès lors, l'installation d'un système de change fixe implique que la Banque Centrale ait pu constituer des réserves en devises et qu'elle soit prête à augmenter ses taux à court terme. Les différentes crises financières (en Europe (1993), Asie (1997), Russie (1998) ou Brésil (1999) ont comme principales caractéristiques une chute des réserves officielles et une augmentation des taux d'intérêt. Cela implique des coûts élevés pour ces pays qui de toute façon doivent abandonner leur système de change fixe. Dans le long terme, tout système de parités fixes est voué à l'échec, " un accident qui n'attend que de se produire " (Buiter, 1999).

Un quatrième coût, spécifique aux PECO est décrit par Kopits (1998), Masson (1999), Bratkowski et Rostowski (1999). Du fait de la restructuration de leurs économies, de leur ouverture à l'ouest et de l'achèvement de leur transition, la productivité des PECO doit croître plus rapidement que celle de l'UE. L'augmentation de la productivité des biens échangeables doit à terme élever les prix des biens non-échangeables. En conséquence, les pays en transition auront des taux de croissance et d'inflation plus importants qu'en UE, ce qui entraînera une appréciation du taux de change réel. C'est l'effet Balassa-Samuelson. Notons qu'il n'y aura pas de détérioration de la compétitivité du secteur des biens échangeables consécutive à l'appréciation réelle en raison de l'augmentation de la productivité du travail de ce secteur. Pour autant, l'appréciation réelle du taux de change est incompatible avec un faible taux d'inflation et une stabilité du taux de change nominal, qui sont deux conditions nécessaires à l'adhésion à l'UEM. Tant que les PECO ne seront pas entièrement restructurés et stabilisés, l'adoption de parités fixes vis-à-vis de l'euro ne semble pas une solution appropriée. Remarquons que le critère sur les taux de changes fixé par le traité de Maastricht interdit seulement les dévaluations, alors que les réévaluations sont autorisées. Si un PECO a réévalué sa monnaie de manière à atteindre le critère d'inflation, sa compétitivité externe risque d'être sérieusement affectée, comme le montrent Bratkowski et Rostowski (1999).

2.4 Que s'est-il passé jusqu'à présent ?

Comme le montre le tableau 2, un certain nombre de PECO ont lié leur taux de change aux monnaies européennes. Les seules exceptions sont l'Albanie, la Lettonie, la Lituanie et la

² L'Euroland a un surplus de sa balance courante, alors que les Etats-Unis ont des déficits importants ; on prévoit que la croissance de l'Euroland sera tirée par l'UEM ; La demande d'euro devrait augmenter car il va devenir graduellement un concurrent du dollar comme monnaie internationale

Roumanie. Les deux économies baltes ont déjà annoncé qu'elles réfléchissaient à un rapprochement avec l'euro, à condition qu'il s'avère être une devise stable et fiable. L'Albanie a certes un régime flexible, mais son économie, étant donné l'état de dégradation du système financier et la volatilité de la monnaie, est fortement DM-isée. La guerre au Kosovo est venue accentuer ce phénomène : au mois de septembre, B. Kouchner a annoncé que le DM serait désormais la monnaie légale au Kosovo. L'usage de l'ancienne monnaie yougoslave n'est pas réellement interdit, mais on s'attend à ce que son utilisation cesse rapidement. Ce qui ressort clairement du tableau ci-dessous, c'est que les PECO sont déjà fortement influencés par l'euro.

Tableau 2 : Historique des régimes de changes dans les PECO

Pays	Période	Régimes de changes	Monnaie panier/ devise cible	Bande
Albanie		Flottement indépendant	DM-é en pratique	
Bosnie-Herzégovine	20/06/97 - 31/12/98 01/01/99 - ?	Currency Board Currency Board	DM Euro	0%
Bulgarie	02/91 - 31/06/97 01/07/97 - 31/12/98 01/01/99 - ?	Flottement administré Currency Board Currency Board		0% 0%
Croatie		Flottement administré	DM cible, bande <i>de facto</i>	
République Tchèque	12/90 - 27/05/97 27/05/97 - ?	fixe Flottement administré	DM(65%), USD(35%)	7.5%
Estonie	06/92 - 31/12/98 31/12/98 - 01/01/99	Currency Board Currency Board	DM Euro	3%
Hongrie	03/95 - 31/12/98 01/01/99 - ?	Crawling Peg Crawling Peg	DM(70%), USD(30%) Euro(70%), USD(30%)	2.25% 2.25%
Lettonie	02/94 - aujourd'hui	Peg	SDR	
Lituanie	10/92 - 03/94 04/94 - ?	Flottement Currency Board	USD	0 %
Macédoine		Flottement administré	DM cible	
Pologne	16/05/95 - 01/01/99 01/01/99 - ?	Crawling Peg Crawling Peg	USD(45%), DM(35%) BP (10%), FF (5%), SWF (5%) Euro(55%), USD(45%)	7% 7%
Roumanie		Flottement		
République Slovaque	Juillet 1995- 31/12/98 01/01/99 - ?	fixes Flottement	DM (60%), USD(40%)	7%
Slovénie		Managed Float	DM shadow + real exchange rate rule	

Yougoslavie		Fixes	DM	
-------------	--	-------	----	--

Sources : IMF, Exchange Arrangements & Exchange Restrictions (1997), Kopits (1999), Temprano-Arroyo and Feldman (1998), différentes sources nationales.

Si tous les PECO adoptaient le même régime de change vis-à-vis de l'euro, les parités croisées entre PECO seraient indirectement stabilisées, ce qui bénéficierait à un commerce essentiellement réalisé vers la zone euro et les autres PECO (voir le tableau 5).

3. L'Euroisation

En cas d'euroisation, les différents gouvernements abandonnent leur monnaie (le moyen le plus efficace et le plus irréversible d'effectuer ce changement dépend du cadre légal de chaque PECO). Les monnaies nationales disparaissent, comme c'est le cas depuis janvier 1999 pour les devises de l'UEM. Tous les comptes en banque sont libellés en euros. Les nouveaux contrats sont exprimés en euros ; les contrats existants échangés en euros. Tous les paiements et les opérations de change impliquant l'ancienne devise sont interdits. Dès que possible, les billets de banques et les pièces sont échangés contre de l'euro, on puise dans les réserves internationales pour acheter la monnaie européenne. Après avoir retiré la monnaie nationale de la circulation, introduit l'euro, les anciennes pièces et billets peuvent être détruits, comme en Euroland. Enfin, l'euroisation implique qu'un pays renonce à sa politique de change et à sa politique monétaire.

La principale différence avec un Currency Board est qu'une monnaie euroisée ne peut plus faire l'objet d'attaque spéculative pour la bonne raison que la monnaie intérieure n'existe plus. Par ailleurs, un Currency Board peut être supprimé si la situation devient insoutenable, ce qui signifie que le risque de change n'est pas totalement nul : la devise nationale est alors dévaluée. Avec l'euroisation cette situation ne peut survenir. Bien entendu, tout cela ne veut pas dire que l'euroisation est un phénomène irréversible : même une union économique et monétaire est réversible, comme l'ont montré les événements récents en Union Soviétique, en Yougoslavie et en Tchécoslovaquie. Dans le cas où un pays choisirait de rétablir sa propre monnaie, tous les comptes et contrats restent en euros, car constitutionnellement, la dénomination des contrats et des comptes ne peut être modifiée rétroactivement. Ainsi, sortir de l'euroisation nécessite un changement constitutionnel, procédé relativement long et prévisible³. Si ce changement survient, les contrats internationaux libellés en euros qui relèvent de lois internationales ne sont pas concernés. Concrètement, cela signifie que les contrats internationaux sont pleinement protégés des risques de change. En résumé, le degré d'irréversibilité et désormais de crédibilité de l'euroisation est plus important que celui observé dans un Currency Board. Frankel (1999) montre que les bénéfices sont substantiels.

Remarquons enfin les parallèles existant entre l'euroisation et la dollarisation officielle. S'il existe une littérature importante sur les dollarisations non officielles, les substitutions officielles de devises sont moins bien connues. Tardivement, c'est avec les propositions d'officialiser la dollarisation en Argentine que l'on s'est intéressé à la question (Bogetic et Schuler, 1999; Borensztein et Berg, 1999; Calvo, 1999; Hanke et Schuler, 1999). Le sujet est assez nouveau, des travaux fondamentaux restent à faire.

³ Le changement constitutionnel peut néanmoins se produire assez rapidement s'il y a un large consensus dans la société.

3.1 Les bénéfiques

Tout d'abord, l'euroisation possède les avantages classiques d'une union monétaire. Les coûts de transactions pour le commerce, l'investissement et les services sont réduits. Les coûts d'information liés aux transactions économiques diminuent. Les primes de risque disparaissent. Les risques de défaillance persistent mais deviennent très faibles. Frankel (1999) mentionne que le risque de défaillance n'est pas indépendant du risque de change. Si les investisseurs s'attendent à une dévaluation (risque de change), ils anticipent que les banques intérieures, les entreprises et le gouvernement auront plus de difficultés à honorer leurs dettes extérieures après la dévaluation (risque de défaillance). La crise asiatique de décembre 1997 ainsi que la crise russe d'août 1998 en sont les plus récents exemples. En conséquence, si le risque de change disparaît, le risque de défaillance diminue substantiellement, donnant ainsi une impulsion au commerce, à l'investissement et à la croissance.

Le deuxième avantage de l'euroisation est la stabilisation macro-économique et le renforcement de la crédibilité qui en découle. Adopter l'euro signifie en effet que les gouvernements renoncent à la politique monétaire et à la politique de change pour adopter celles qui sont conduites par la BCE, supposées non inflationnistes. De là devraient découler des taux d'intérêt et des taux de changes plus stables. Les politiques budgétaires sont plus disciplinées, les déficits ne pouvant plus être monétisés. Pour certains pays, comme l'Albanie, la Bulgarie et la Roumanie, cet avantage est très substantiel, et devance très largement les avantages micro-économiques de l'euroisation.

Un autre gain important est l'accès instantané aux marchés des capitaux de l'Euroland pour les gouvernements et les entreprises, qui réduit considérablement les risques de liquidité.

La combinaison supprimant risque de change, de défaillance et de liquidité assure un financement moins coûteux dans les PECO pour tous les agents économiques. Les gouvernements sont capables de financer des déficits budgétaires soutenables à faibles coûts.

Les entreprises peuvent financer leur croissance à des coûts plus bas en émettant des bons ou des actions sur le marché des capitaux européen. La qualité et l'évaluation de la firme en question ainsi que ses projets de portefeuille, déterminent le taux d'intérêt (plutôt que le risque de change et de liquidité comme c'était le cas auparavant). Cet avantage peut être considérable pour des pays relativement stables qui ont en général des taux d'intérêt réels élevés pour l'emprunt intérieur, et une prime de risque non négligeable pour les emprunts étrangers. Un financement moins coûteux rendra la restructuration plus aisée, et favorisera la croissance.

Par ailleurs, la pression sur la balance courante sera relâchée. En effet, en cas de parité fixe, un déficit persistant de la balance courante affecte la crédibilité du régime de change. Cela conduit à de plus fortes primes de risque, les investisseurs anticipant une possible dévaluation. Or, dans le cas où plusieurs pays partagent la même devise, le déficit ou le surplus courant devient moins significatif. A terme, ils ne sont probablement plus calculés car ils reflètent simplement l'intérêt qu'ont les autres pays à financer la consommation présente du pays déficitaire, par des entrées de capitaux.

Du reste, de soudains renversements de flux de capitaux n'affectent pas le taux de change, celui-ci étant supprimé. Par conséquent, ces renversements ont peu de chance de se produire. Les changements plus graduels se reflètent automatiquement dans des revirements progressifs de la balance courante.

Enfin, un pays aura besoin de beaucoup moins de réserves de devises. En effet, celles-ci sont nécessaires pour deux principales raisons : défendre le taux de change et assurer le paiement des importations et de la dette extérieure. En cas d'euroisation, la première disparaît totalement, et la deuxième est considérablement réduite, la majorité des importations étant libellées en euros. Seuls les pays qui ont des dettes émises en dollars devront maintenir leurs réserves à un certain niveau qui peut être diminué en changeant la monnaie de dénomination de leur dette.

L'ampleur de ces bénéfices est liée positivement au degré d'instabilité du pays. Plus un pays est instable, plus les coûts de transactions et d'information sont élevés, et plus il gagne à l'euroisation. Remarquons que les bénéfices liés à l'euroisation sont plus importants que ceux découlant d'un système de changes fixes, le risque de change disparaissant totalement, et le risque de défaillance étant fortement réduit.

3.2 Les coûts

Les coûts de l'euroisation des PECO se résument aux coûts d'opportunité liés à la perte d'autonomie de la politique monétaire et de la politique de change. Pour évaluer ces coûts, trois critères sont utilisés. Le premier est inspiré de la littérature sur les zones monétaires optimales - ZMO - (Mundell, 1961, McKinnon, 1963, Masson et Taylor, 1992) et indique que les coûts sont étroitement liés à la présence de chocs asymétriques ainsi qu'aux instruments disponibles permettant d'absorber ces chocs. Le deuxième suggère que les coûts d'opportunité dépendent de l'efficacité avec laquelle les gouvernements utilisent les politiques monétaires et de politique de change pour absorber ces chocs. Enfin, abandonner la création monétaire implique la perte du seigneurage.

La vraisemblance des chocs asymétriques entre deux pays dépend à la fois de la structure et de la taille de leurs économies⁴, mais également du degré d'ouverture commerciale. Le tableau 3 propose une comparaison relative des PECO et de l'Euroland.

Le tableau 3 montre que la taille des PECO est relativement petite, si l'on compare à celle de l'UE, à l'exception de la Pologne et de la Roumanie en terme de population. La plupart des PECO sont assez ouverts à l'UE, en particulier la République tchèque, la Hongrie et la Pologne. Pourtant, l'intégration commerciale n'est pas la seule chose qui importe. Imaginons que les exportations des PECO vers l'UE soient très spécialisées sur un secteur. Si l'Euroland subit un choc défavorable, ce secteur en sera affecté, et cela aura un impact asymétrique sur les PECO concernés. Il est par conséquent important de tenir compte de la diversification du commerce PECO/UE. Le tableau 3 donne une estimation approximative de la diversification des exportations des PECO vers l'UE. Encore une fois, la République tchèque, la Hongrie et la Pologne sont les mieux placées. L'Estonie, la Roumanie et la Slovénie semblent moins diversifiées. La comparaison entre les données de 1996 et de 1989 montrent que la diversification des exportations vers l'UE s'accroît⁵.

Tableau 3. Quelques indicateurs fondamentaux des PECO qui permettent d'évaluer le coût de l'euroisation :

⁴ Ceteris paribus, les chocs dans les petits pays seront relativement plus symétriques avec les chocs de leur voisins de plus grande taille.

⁵ Une partie de cet effet provient probablement des progrès dans la collecte de statistiques du commerce extérieur.

	Part du commerce avec l'UE (1996)		Ouverture commerciale	Product coverage of export to EU** (diversification)		PNB par habitant (USD)	Population en milliards
	Importations	Exportations		1989	1996		
			1997	1989	1996	1997	
Bulgarie	39 %	40 %	48.9%	51.09%	66.18%	1224	8.31
République Tchèque	59 %	58 %	48.1%	73.49%	89.94%	5052	10.30
Estonie	65 %	53 %	84.3%	NA	60.79%	2319	1.46
Hongrie	60 %	63 %	60.0%	77.11%	85.67%	3611	10.15
Lettonie	49 %	44 %	40.1%	NA	43.08%	2282	2.47
Lituanie	43 %	33 %	49.7%	NA	49.36%	2584	3.71
Pologne	64 %	66 %	26.3%	74.54%	89.69%	3509	38.65
Roumanie	52 %	56 %	27.0%	47.38%	68.19%	1544	22.57
République Slovaque	37 %	41 %	54.9%	73.91%	73.49%	3615	5.38
Slovénie	68 %	65 %	48.3%	NA	76.09%	9147	1.99

* défini comme (importations de biens + exportations de biens) / (2*PNB)

** défini comme la part //////////four digit SITC product classes with positive exports to EU

Il existe plusieurs méthodes pour mesurer l'asymétrie des chocs économiques (voir entre autres Bayoumi et Eichengreen (1994), Forni et Reichlin (1997)). Des études empiriques récentes ont montré que dans la première vague de PECO, la symétrie des chocs avec ceux de l'Allemagne (alors monnaie pivot du SME), était plus importante que dans d'autres pays qui sont aujourd'hui devenus membres de l'UEM (voir Boone et Maurel 1999). Ainsi, du point de vue de l'asymétrie des chocs, les plus avancés des PECO ne sont pas forcément dans une mauvaise situation. Mais de plus amples recherches empiriques sont nécessaires pour pouvoir conclure sur cette question.

Parallèlement, nous devons analyser les instruments susceptibles d'absorber les chocs en l'absence de politique monétaire et de politique de changes autonomes. Les plus cités sont la mobilité des capitaux, du travail⁶, une plus grande flexibilité des salaires nominaux et des transferts fiscaux. Si, de ce point de vue, les PECO ne sont pas très bien placés, leur position n'est pas forcément plus mauvaise que celle des membres de l'UEM.

La mobilité du capital peut être interprétée comme un instrument d'absorption des chocs asymétriques. Les modèles théoriques indiquent que les capitaux s'enfuient de la région qui subit le choc pour s'installer dans le pays épargné par la crise. Les déplacements de capitaux permettent de maintenir leur rentabilité, augmentant ainsi l'efficacité économique, mais entraînent un coût, au moins à court terme, en termes d'augmentation du chômage, qui peut mettre dans l'embarras les décideurs politiques du pays atteint. L'afflux de capitaux en réponse à un choc positif (par exemple une hausse de la croissance polonaise), est en général perçu de manière positive⁷ (voir tableau 1). Quelques restrictions (inutiles) subsistent sur les flux de capitaux à long terme dans certains PECO et dans certains secteurs pour satisfaire les intérêts industriels (mineurs). Par exemple, le système bancaire polonais est resté longtemps relativement fermé aux banques étrangères. Concernant les capitaux à court terme, des

⁶ Voir à cet égard la contribution de Jan Fidrmuc (2000) dans ce même numéro.

⁷ Ce n'est pas vraiment le cas pour tous les pays de la CEI.

restrictions doivent être maintenues de manière à limiter l'exposition excessive à des mouvements de marché de court terme. Au total, l'ajustement aux chocs par la mobilité des capitaux pose un certain nombre de problèmes.

La mobilité du travail entre les PECO et l'UEM est très faible, mais comparable à celle observée entre les pays membres. Du reste, on peut se demander si la mobilité du travail est susceptible d'absorber des chocs cycliques. Si un choc est cyclique, la mobilité du travail est un instrument coûteux, compte tenu des coûts de commutation. Si un choc est structurel, alors une forte mobilité du travail est utile (voir le cas de l'état du Michigan décrit par De Grauwe, 1992). Dans ce cas, on peut d'ailleurs remarquer que la mobilité du travail est un meilleur instrument d'absorption que la dévaluation. Les politiques nominales n'ont de sens que si la mobilité du travail n'est pas parfaite. Pour autant, comme nous l'avons déjà souligné, le manque de mobilité du travail n'est pas un argument suffisant contre l'entrée des PECO dans l'UEM car ils ne diffèrent pas de ce point de vue des membres de l'UEM.

La flexibilité nominale des salaires est par contre un instrument important d'absorption des chocs. Dans les PECO, la rigidité nominale est due à l'indexation des salaires. Sur ce point, on peut s'attendre à quelques difficultés. Kopitz (1998) fournit une bonne vue d'ensemble de ces problèmes qui sont par ailleurs présents dans certains pays membres de l'UEM. Un certain nombre d'observateurs, au sein de la BCE notamment, s'inquiètent de l'existence d'évolutions économiques différentes dans les états membres, et soulignent la difficulté de conduire une politique monétaire unique. L'activité économique et l'évolution des prix semblent plus divergentes au sein de l'UEM qu'elles ne sont aux Etats-Unis, où la poursuite d'une politique monétaire unifiée ne pose pas de problèmes : les ajustements structurels réalisés par le biais d'évolutions des prix et des salaires sont donc plus facilement réalisables aux Etats-Unis qu'en Europe. Doit-on en tirer des leçons pour les PECO ? En les observant durant leur période de transition, on s'aperçoit que les salaires réels ont manifesté une plus grande flexibilité à la baisse qu'en Europe. Ainsi, même si les rigidités nominales au sein des PECO sont susceptibles d'augmenter le coût de l'euro-isation, la comparaison avec les états membres nuance la gravité de la situation.

En comparaison avec l'UEM, les Etats-Unis ont une autre caractéristique qui facilite la politique monétaire unique : le fédéralisme budgétaire, qui permet en effet d'absorber les chocs asymétriques. Il n'y a pour l'instant aucun mécanisme budgétaire entre les PECO et l'UEM, ni même au sein de l'Euroland, qui pourrait assurer ce rôle de stabilisateur. Bayoumi et Masson (1993) ont cherché à savoir si les politiques budgétaires pouvaient être considérées comme un instrument de stabilisation aux Etats-Unis et au Canada. Pour cela, ils ont décomposés les transferts fiscaux en deux : une composante redistributive et une composante liée à la stabilisation, et ont montré que la première n'était pas corrélée aux variations économiques. Buiter (1999) pense que le fédéralisme budgétaire n'est pas nécessaire car la stabilisation peut être directement obtenue par l'alternance de déficits et d'excédents budgétaires. Celle-ci serait toutefois limitée par le pacte de stabilité et de croissance. En revanche, si les PECO décident unilatéralement d'adopter l'euro, ils peuvent conserver une certaine flexibilité du point de vue budgétaire qu'ils perdraient en cas d'adhésion totale.

Un autre coût réside dans la perte du seignuriage pour le gouvernement. Le seignuriage est le revenu lié à la création monétaire⁸, et représente une source significative de revenus pour les PECO (voir Gros et Vandille, 1994). Le seignuriage est maximum pour des niveaux intermédiaires d'inflation. Il est plutôt bas dans les pays de la première vague, et pourrait en revanche représenter une perte importante pour ceux qui ont un taux d'inflation encore élevé.

Des coûts existent pour tous les pays qui souhaitent adopter l'euro. *Ceteris paribus*, ces coûts sont plus faibles pour les pays déjà stabilisés et restructurés car leurs économies sont plus comparables à celles des pays membres. Les chocs économiques sont donc de nature plus symétrique avec l'Euroland. En revanche, plus un pays doit stabiliser et restructurer, plus il est susceptible de faire face à des chocs asymétriques, et plus l'inflation est élevée. La relation positive entre les coûts de l'euroisation et l'inflation (ou l'instabilité en général) est inversée pour les pays très instables, qui conduisent des politiques monétaires si néfastes qu'elles deviennent source de chocs au lieu de jouer un rôle d'absorption. Dans ce cas, la perte de l'autonomie de la politique monétaire ne représente plus un coût, bien au contraire. Le coût de l'euroisation est non linéaire : d'abord croissant puis décroissant selon le degré d'instabilité du pays (il peut être représenté par une fonction de forme quadratique de l'inflation).

Cette fonction tient également compte du seignuriage. Dans des pays instables, avec un système fiscal relativement faible ou sous-développé, le taux de seignuriage et la taxe d'inflation sont plus hauts que dans les pays plus stables. En conséquence, les pays les plus instables auront plus à perdre en abandonnant leur droit de seignuriage. Mais l'inverse est aussi vrai si la taxe d'inflation devient trop élevée. Dans ce cas, l'effet Tanzi entre en jeu, et les revenus réels d'imposition diminuent sur le long terme du fait de l'adaptation des agents économiques au fort taux d'inflation. Au bout du compte, le coût lié à la perte du seignuriage est croissant dans un premier temps, puis diminue en fonction du degré d'instabilité du pays en question. Cet argument n'est valable que pour l'hypothèse de l'euroisation, car, en cas de changes fixes, les revenus liés au seignuriage sont maintenus.

3.4 une comparaison des coûts et des bénéfices de l'euroisation : la possibilité d'équilibres multiples.

Dans la figure 1, on a représenté les coûts (courbe C) et les avantages (courbe B) liés à la fixation du taux de change à l'euro en fonction du degré d'instabilité et de restructuration du pays. On retrouve les conclusions de la partie 2 : des parités fixes ne sont avantageuses que pour les pays instables.

Tous les pays situés à la droite du point A gagnent aux changes fixes qui permettent de stabiliser leur économie. A gauche du point A, il est préférable d'adopter un système de change plus flexible. Cette situation correspond à la réalité : les pays instables, comme la Bulgarie par exemple, choisissent de mettre en place un Currency Board, tandis que d'autres, plus stables, ont choisi (Pologne), ou ont été forcés (République tchèque), d'abandonner leur régime de change fixe. Cela nous amène à nous interroger sur le sort de l'Estonie : doit-elle conserver son Currency Board ou bien adopter un système plus flexible ?

⁸ Alors que la taxe inflationniste est la taxe implicite que paient les agents économiques détenant des encaisses dans un environnement inflationniste.

Figure 1 : Coûts-Avantages d'un système de changes fixes

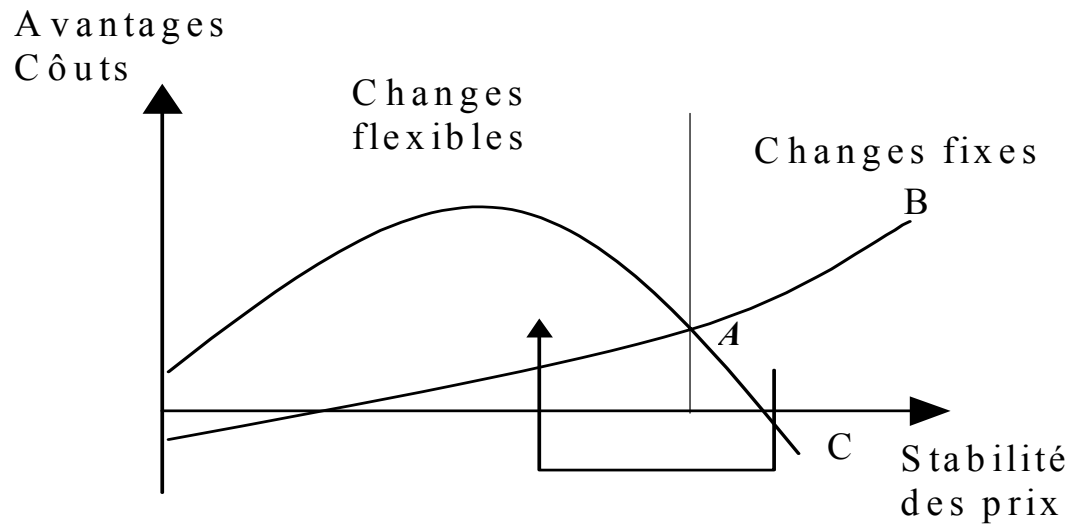
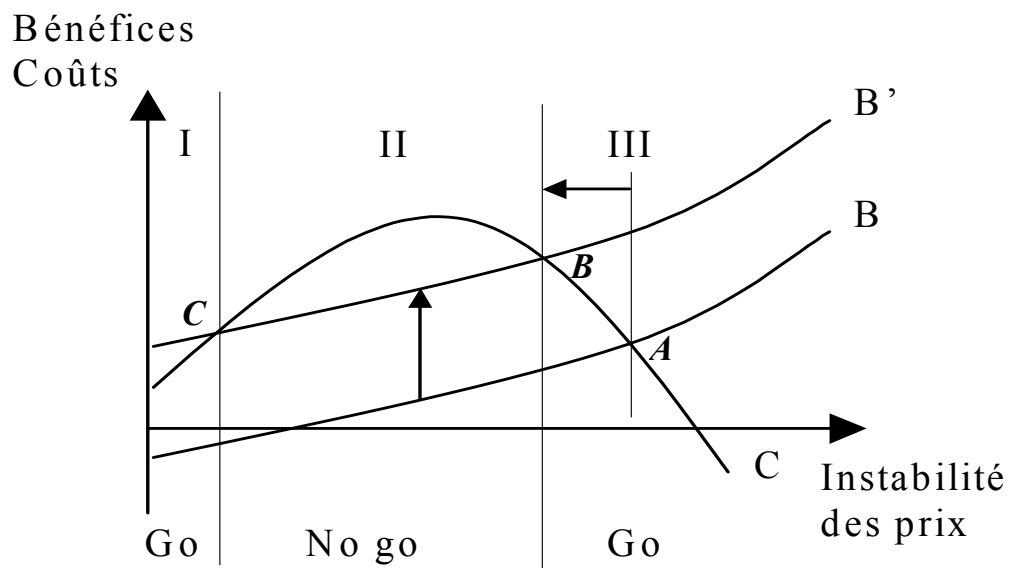


Figure2 : Coûts avantages *ex ante* de l'euroisation des PECO :



La figure 2 montre ce qu'il arrive avec l'euroisation. Les bénéfices augmentent en comparaison avec la situation précédente, mais les coûts restent inchangés⁹. Cela signifie que la situation devient plus complexe, des équilibres multiples peuvent apparaître. Cependant, trois zones se distinguent.

La première (I) correspond aux pays qui ont mené leur restructuration et stabilisation quasiment jusqu'à terme. L'euroisation est alors avantageuse pour eux, alors qu'un système de changes fixes l'est moins. Cela s'explique par les bénéfices micro-économiques de l'euroisation (baisse des coûts de transaction, d'information et abolition du risque de change). Même le taux d'intérêt le plus stable des PECO sera toujours plus haut qu'en Euroland en raison de la plus grande liquidité des marchés financiers européens.

Vient ensuite la zone II qui représente les pays n'ayant pas encore restructuré suffisamment leur économie. Pour cette raison, le coût lié à la perte de leur devise comme instrument d'ajustement est supérieur aux bénéfices de l'euroisation.

Enfin, dans la zone III, les gains liés à l'adoption de l'euro sont à nouveau plus importants que les coûts. Ici, les avantages découlent essentiellement de la stabilisation permise par l'euroisation de l'économie. Nous pouvons remarquer que cette zone s'est élargie, l'intersection des coûts et des bénéfices s'étant déplacé vers la droite, du point A au point B.

Il est probable que la plupart des PECO appartiennent à la seconde zone.

3.5 Le financement de la stratégie d'euroisation unilatérale

L'estimation des coûts et bénéfices économiques de l'euroisation n'est pas suffisante, il importe aussi d'en évaluer la faisabilité financière. L'euroisation nécessite que les réserves de changes soient suffisamment importantes pour pouvoir d'une part échanger le stock de monnaie intérieure en circulation contre des euros, et d'autre part couvrir les obligations extérieures n'étant pas libellées en euros. On comprend qu'en pratique, le frein principal à un processus d'euroisation peut-être l'insuffisance de réserves extérieures.

Dans le tableau 4, nous observons que les pays qui gagnent à s'euroiser sont dans l'incapacité de le faire par leurs propres moyens (Albanie, Roumanie). L'initiative de l'UE est alors souhaitable, mais nous discuterons de ce point dans la prochaine section. Au contraire, d'autres pays auraient les possibilités de réaliser l'euroisation de manière autonome, mais ils sont situés dans la région intermédiaire, où l'euroisation n'est pas forcément souhaitable ex ante. Ils pourraient alors parier ex post sur la soutenabilité de leur euroisation, ce sera le thème des sections 3.7 et 3.8.

⁹ Il y a deux différences importantes dans les courbes de coûts de l'euroisation et les courbes de coûts des parités fixes. Premièrement, l'euroisation implique une perte du seigneurage, contrairement à la mise en place d'un système de changes fixes. Cela devrait décaler la courbe des coûts de l'euroisation vers le haut. D'un autre côté, les changes fixes doivent être défendus au prix de la perte de réserves extérieures, de taux d'intérêt plus élevés, ce qui peut avoir des conséquences négatives sur la croissance. De ce point de vue, les coûts de l'euroisation sont plus bas que les coûts de l'adoption d'un système de changes fixes. Nous posons qu'approximativement, ces deux coûts distincts se compensent parfaitement. L'analyse sera moins complexe, et le résultat final sera le même.

Tableau 4 : Qui a assez de réserves pour l'euroisation ?

	Réserves extérieures	Monnaie en circulation	Base monétaire	Taux de couverture de la monnaie en circulation	Taux de couverture de la monnaie de base
	US\$ (en millions)	US\$ (en millions)	US\$ (en millions)		
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1)/(2)	(5) = (1)/(3)
Albanie	287.4	485.99	639.42	0.59	0.45
Bulgarie	2755.0	1039.94	1425.23	2.65	1.93
Croatie	2584.4	917.11	1593.20	2.82	1.62
Rep. Tchèque 1997	12345.0	4015.90	14621.86	3.07	0.84
Hongrie	9239.0	3360.27	5300.19	2.75	1.74
Pologne	26316.6	8625.86	15312.79	3.05	1.72
Roumanie	2866.0	1052.42	2350.29	2.72	1.22
Rep. Slovaque 1997	3204.0	1401.30	2841.01	2.29	1.13
Slovénie	3572.9	580.96	1064.70	6.15	3.36
Estonie	810.5	338.45	676.38	2.39	1.20
Lettonie	727.9	597.87	826.22	1.22	0.88
Lituanie	1392.9	700.18	1065.13	1.99	1.31

Note : données pour 1998.

Source: calculs de l'auteur, basés sur IFS, et the Annual report of the National Bank of Hungary

3.6 Une stratégie de premier rang : la perspective d'un statut d'observateur de l'UEM

Les pays de la zone III peuvent avoir intérêt à l'euroisation, comme le montre la figure 2. Approximativement, les nations du sud-est de l'Europe appartiennent à cette zone. On constate d'ailleurs qu'elles ont en pratique déjà lié leurs monnaies à l'euro. La Bulgarie a un Currency Board centré sur l'euro. Le DM est légalement utilisé au Kosovo et en Bosnie-Herzégovine, et ces pays seront totalement euroisés dès l'arrivée des liquidités de la monnaie européenne. Plus récemment, des projets de Currency Board basés sur l'euro ont vu le jour au Monténégro (voir le Financial Times du 30/10/99). Pourtant, la fixation à l'euro a été lente et saccadée, en raison d'une insuffisance de structures institutionnelles soutenant cette tendance, et de réserves de changes trop faibles pour assurer une euroisation unilatérale. On note qu'au fur et à mesure que l'économie se stabilise, elle se déplace vers la gauche sur l'axe

de l'instabilité et rejoint la zone II, dans laquelle l'euroisation devient plus coûteuse¹⁰. Un système de parités fixes peut alors être préférable.

L'UE a intérêt à ce que ses voisins les plus proches soient dans une situation stabilisée, ne serait-ce que pour des raisons de sécurité. Le coût de la récente instabilité dans la région a été très important, aussi bien sur le plan économique que social. Les différentes guerres qui ont opposé les états successeurs de l'ex-Yougoslavie ont été très destructrices pour l'ensemble de la région. L'UE a donc intérêt à proposer des plans audacieux pour le développement futur de ces pays (de telles propositions sont actuellement émises¹¹). Ces programmes doivent être centrés sur l'acquisition d'un système monétaire stable et non inflationniste. Pour y parvenir, un excellent moyen serait de proposer aux pays de la zone III un statut d'observateur de l'UEM. Cela signifierait que les états de cette zone seraient invités à partager l'environnement monétaire de l'Euroland, avec des droits et devoirs limités. Concrètement, les statuts de l'observateur devraient inclure que :

1. Les pays observateurs abandonnent leur propre monnaie ainsi que l'autonomie de leur politique monétaire, ils adoptent l'euro et la politique monétaire menée par la BCE.
2. Les pays observateurs reçoivent leur part de seigneurage de la BCE, comme tout pays membre. Avec l'introduction de l'euro, la monétisation augmentera initialement ce qui entraînera une hausse des revenus de seigneurage. Le coût pour l'UE, l'impression d'euros supplémentaires, est relativement faible, étant donnée la taille des économies concernées..
3. Les pays observateurs rejoignent le SBCE, et y ont un représentant. Mais, dans le conseil des gouverneurs (qui met en place la politique monétaire), ils n'ont pas de droit de vote. Ainsi, ils ne peuvent pas influencer la politique monétaire.
4. Les banques de ces pays peuvent avoir accès à la fenêtre de liquidité de la BCE s'ils acceptent un contrôle prudentiel et une autorité de supervision de la BCE sur leurs banques. La BCE peut transférer son pouvoir à un agent local (la banque centrale) si elle le souhaite.
5. Contrairement aux pays membres, il doit y avoir une option de sortie pour les pays observateurs. Cela ne signifie pas que les coûts de sortie soient nuls, mais simplement que le SBCE ne doit pas punir une sortie. Cela est nécessaire car la stabilisation déplace les pays de la zone III à la zone II, dans laquelle le statut d'observateur devient très coûteux. Dans ce cas de figure, la BCE devra aider le pays en question à mettre en place sa propre monnaie qui sera liée de façon plus flexible à l'euro. Cela peut être fait en leur proposant une sorte de statut ERM III, s'appliquant pays appartenant à la zone euro sans être membres de l'UEM, c'est à dire les pays qui ont le statut d'observateur, mais qui ne souhaitent pas , ou n'ont pas reçu l'autorisation de devenir membre de l'UEM.
6. D'un autre côté, il doit y avoir un ensemble de règles et critères bien définis qui permettent le passage du statut d'observateur au statut de membre à part entière. Même si

¹⁰ Cette incompatibilité temporelle peut faire reculer un pays de la zone II à la zone III. L'euroisation fonctionne parce que la banque centrale a les mains liées, toute politique discrétionnaire est exclue. Si un pays stabilisé réintègre la possibilité d'appliquer des politiques discrétionnaires, l'inflation peut réapparaître, et le pays retourner en zone III.

¹¹ Voir par exemple le programme du CEPS pour le sud-est de l'Europe.

la perspective d'accès au statut de membre peut inciter les pays observateurs à respecter les critères de Maastricht, ceux-ci ne sont pas nécessairement adaptés à la situation des PECO : pour passer de la zone III à la zone I des figures précédentes, ils doivent transiter par la zone intermédiaire, caractérisée par des taux d'inflation modérés, procurant un revenu de seigneurage significatif. Celui-ci pourrait être compensé par le fait que les pays observateurs reçoivent leur part de seigneurage contrairement au cas d'euroisation unilatérale. Le cas de l'Estonie est sur ce point très instructif. Elle a mis en place un Currency Board quelques années auparavant, et fait désormais partie de la première vague de pays susceptibles de devenir membres. Ils sont passés de la zone III à la zone I.

Tableau 5. Intégration commerciale dans la zone Euro

PECO	Importations en provenance de			Exportations vers		
	CEE	UE	zone Euro	PECO	UE	zone Euro
Bosnie	51.9%	37.9%	89.7%	47.7%	51.0%	98.7%
Bulgarie	7.3%	49.0%	56.3%	6.8%	55.7%	62.5%
Croatie	17.4%	60.0%	77.4%	33.6%	48.9%	82.6%
Rép. Tchèque	13.9%	66.7%	80.6%	24.6%	59.5%	84.1%
Estonie	5.7%	60.2%	66.4%	12.4%	69.2%	81.6%
Hongrie	7.9%	72.1%	79.9%	13.0%	70.2%	83.2%
Lettonie	12.2%	70.0%	82.2%	6.7%	68.7%	77.5%
Lituanie	15.2%	40.2%	55.4%	6.2%	51.3%	57.5%
Macédoine	34.6%	33.2%	67.8%	12.7%	46.5%	59.2%
Pologne	6.9%	67.6%	74.5%	11.8%	63.7%	75.5%
Roumanie	13.8%	56.3%	70.1%	5.0%	62%	67.0%
Rép. Slovaque	30.4%	45.4%	75.9%	39.8%	51%	90.8%
Slovénie	14.1%	76.9%	91.0%	21.3%	63.3%	84.6%
Yugoslavie	11.7%	85.4%	97.1%	29.8%	70.2%	100%

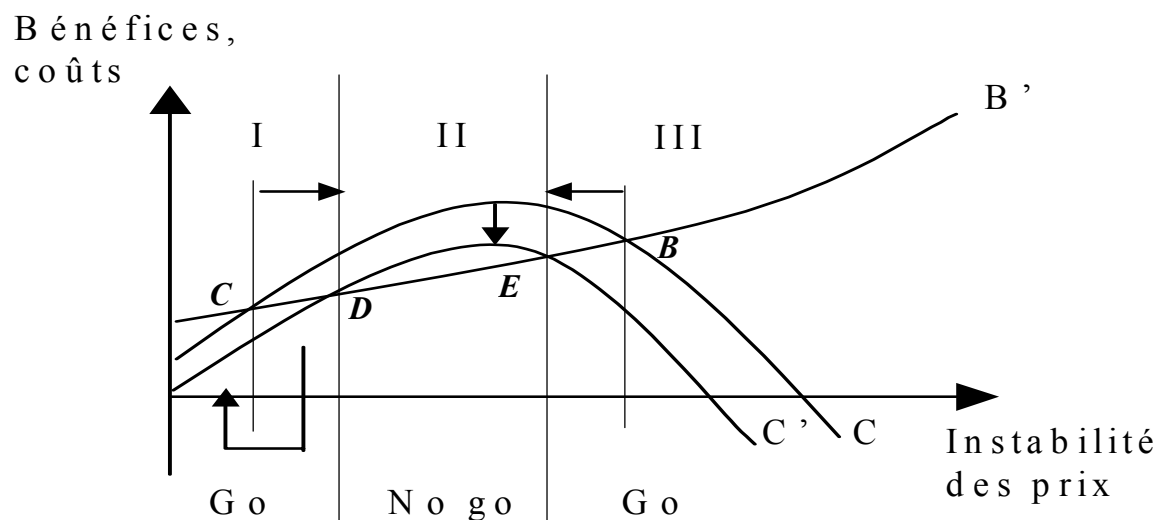
Sources: calculs de l'auteur à partir des statistiques de la direction du commerce du FMI.

Proposer ce statut d'observateur donnerait une impulsion à la stabilisation de l'Europe du sud-est, et on peut penser que le coût global serait relativement modeste dans la mesure où les bénéfices des pays observateurs sont élevés comparés aux coûts supportés par l'UE. Dans cette stratégie d'élargissement, où tous les PECO sont liés à l'euro, une zone économique hautement intégrée serait créée (voir tableau 5). La menace des dévaluations compétitives serait complètement écartée, ce qui plaide en faveur de cette forme extrême de changes fixes. Or, pour le moment, nous n'en sommes pas là. Que se passera-t-il si l'UE ne propose pas de forme organisée d'euroisation ? Ce sera le sujet de la prochaine section.

3.8 Ex post versus ex ante : le pari d'une euroisation soutenable pour la zone II.

Une des principales faiblesses de la littérature sur les ZMO provient de sa vulnérabilité à la critique de Lucas. L'entrée dans une union monétaire modifie les comportements économiques ainsi que la structure économique des pays participants, ce qui a comme effet pour les pays qui ne formaient pas *ex ante* une ZMO de se rapprocher *ex post* des conditions optimales. Les raisons de ce changement sont évidentes. La politique monétaire commune au sein de l'union monétaire et l'intégration croissante des relations commerciales entraînent une meilleure synchronisation des cycles des affaires. Parallèlement, l'intégration commerciale de pays à structures économiques différentes doit diminuer l'amplitude des cycles, les phases d'expansion des uns étant compensées par les phases de récession des autres. Cela signifie que les chocs économiques sont moins prononcés et plus synchronisés avec l'intégration. Ces deux facteurs réduisent par conséquent les risques de chocs asymétriques ; il devient moins coûteux d'abandonner sa politique monétaire et sa politique de change. Cette affirmation est pourtant l'objet d'une controverse. Eichengreen (1992) et Krugman (1993) avancent que les unions monétaires entraîneront une plus grande spécialisation régionale. Dans ce cas, une intégration commerciale plus forte s'accompagnera d'une plus faible corrélation des revenus et de chocs asymétriques plus fréquents. Il s'agit en fait de l'hypothèse inverse : les pays qualifiés *ex ante* pour la ZMO ne le seraient plus *ex post*. Frankel et Rose (1997, 1998) et Frankel (1999) ont montré qu'empiriquement, les pays proches d'un point de vue commercial ont des cycles plus étroitement corrélés, et en déduisent que l'intégration économique réduit les possibilités de chocs asymétriques. Nous utilisons ce point de départ dans la figure 3.

Figure 3. Coûts et bénéfices *ex post* de l'euro-isation des PECO



Dans la figure 3, C' représente le coût *ex post* de l'euroisation. On peut remarquer qu'il est inférieur au coût *ex ante* C. Sur le graphique, le point C se déplace au point D, et le point B devient le point E. Les zones I et III deviennent plus larges, tandis que la zone de non euroisation (II) s'amenuise. Les pays qui se situent *ex ante* dans la zone II appartiennent *ex post* à la première zone, dans laquelle les pays sont assez stables pour mettre en place l'euroisation. Ainsi, certains pays peuvent parier sur une euroisation soutenable *ex post*. Si ils

peuvent supporter le prix de l'euroisation pendant une période suffisamment longue, les coûts de l'euroisation tombent ensuite à C', grâce à une meilleure intégration au sein de l'union monétaire. Le pays entre dans un état plus stable, son économie est mieux restructurée ; sur le graphique, il se déplace vers la gauche. L'euroisation peut être soutenable *ex post*, sur le long terme. Cette stratégie est qualifiée de pari pour une euroisation soutenable en raison de l'incertitude qui pèse sur l'ampleur du changement (de C à C').

3.8 Les bénéfices stratégiques de l'euroisation unilatérale de la zone II : la mauvaise route vers l'UEM ?

Ce pari d'une euroisation soutenable est particulièrement intéressant pour les pays de la zone II qui ont l'intention de rejoindre l'UEM. Le processus normal de convergence à la participation à l'UEM (les critères de Maastricht) sera probablement assez coûteux pour les PECO concernés, et la parité à laquelle ils pourront échanger sera largement déterminée par l'UE et non par les PECO. Dans ce cas, plusieurs bénéfices stratégiques peuvent être tirés de l'euroisation.

Tout d'abord, le critère de Maastricht concernant la stabilité des taux de changes nominaux est incompatible avec des déficits de balances courantes. Dans la plupart des PECO, les déficits courants vont de pair avec des appréciations réelles du taux de change. On peut s'attendre à ce que cette appréciation se prolonge dans les prochaines années : la productivité devrait augmenter plus vite dans les PECO que dans l'UE. Mais dans le cas où d'importants gains de productivité sont réalisés, les déficits des balances courantes sont financés par l'entrée de capitaux. Néanmoins, un taux de change nominal fixe peut déplacer le taux de change réel de son niveau d'équilibre de long terme pour diverses raisons. En voici deux exemples.

1. Supposons que les prix augmentent plus rapidement que la productivité dans les deux années précédant l'accession. Si le taux de change nominal est fixe, le taux de change réel dévie de son niveau d'équilibre. L'adhésion à l'UEM peut alors affecter structurellement la compétitivité future du pays. Les deux solutions évidentes sont de laisser se déprécier la monnaie, ou dévaluer le taux de change pour ajuster le taux de change réel et restaurer la compétitivité internationale du pays (c'est précisément ce qui s'est passé en République Tchèque en 1997 et en Russie en 1998). Dans notre cas, ni la dévaluation ni le recours à l'inflation ne sont envisageables car elles ne respectent pas le traité de Maastricht. En conséquence, le seul instrument restant pour contrôler la balance courante est la politique budgétaire. Soutenir des changes fixes et une stabilité des prix nécessite une politique budgétaire restrictive durant l'accession à l'UEM. Les coûts économiques de l'accession à l'UEM en terme de chômage et de croissance sont importants. Par ailleurs, même une politique budgétaire stricte n'améliore pas automatiquement la situation de la balance courante, et une partie de la pression sur le taux de change est maintenue (pour ce dernier argument, voir Bratkowski et Rostowski, 1999).
2. Imaginons une bulle spéculative sur les taux de change ayant des effets persistants : le traité de Maastricht interdit la dévaluation au dessous de la parité centrale du SME au moment de l'entrée dans l'UEM, mais rien n'est précisé en ce qui concerne la réévaluation. Cela conduit à la possibilité d'une bulle sur les taux de changes persistante, avec des effets défavorables. Supposons en effet, que le taux de change d'un PECO

s'apprécie fortement de telle sorte qu'il y ait une réévaluation du taux de change nominal à l'intérieur du SME II. Plus tard, la croissance de la productivité diminue, et le taux de change réel d'équilibre nécessite soit un taux de change nominal entre l'ancienne et la nouvelle parité, soit de l'inflation. La surévaluation du taux de change réel ne peut être remédiée car la dévaluation nominale ainsi que l'inflation sont interdites par les critères de Maastricht. Ceux-ci sont probablement mal adaptés à la situation des PECO.

L'euroisation unilatérale permet un plus large degré d'autonomie pour déterminer la parité. Les PECO peuvent choisir de mettre en place un sentier optimal de long terme pour les taux de changes réels, en fonction de leurs prévisions des niveaux futurs des prix et de l'évolution de la productivité.

L'euroisation unilatérale facilite l'adhésion aux critères de Maastricht (inflation, taux d'intérêts réels, déficits budgétaires et dette publique). Les principales raisons en sont : 1) l'accès aux marchés des capitaux de la zone euro, sans risque de change ni de défaillance 2) la politique monétaire menée par la BCE qui, moins inflationniste, diminue le coût du service de la dette.

Dans le cas où l'UE ne propose pas le statut d'observateur aux pays candidats de la zone II, les bénéfiques stratégiques de l'euroisation unilatérale peuvent conduire certains PECO à parier sur une euroisation soutenable, et à rendre le chemin vers l'UEM plus facile. Il y a des chances que lorsqu'un PECO euroisé accède à l'UE, il réponde plus facilement aux critères de Maastricht que sans euroisation, et devienne automatiquement membre de l'UEM. L'euroisation unilatérale, qui est un moyen relativement peu coûteux pour les pays de la zone II d'adhérer à l'UEM, a de fortes chances de faire des émules. Du côté de l'UE, il n'y a aucune raison apparente de s'opposer à une euroisation unilatérale qui génère des revenus de seigneurage supplémentaires, et diminue les coûts de transactions pour les agents économiques de l'UE sans requérir d'efforts. La solution négociée du statut d'observateur est une solution de premier rang, mais qui demande un long et difficile processus de négociation (à la fois entre les membres de l'UE et entre l'UE et les pays candidats). Il n'est donc pas impossible qu'une euroisation unilatérale se mette en place, sous le consentement tacite de la Commission. Les candidats pour le pari d'une euroisation soutenable pourraient être la République Tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Pologne et la Slovénie. Notons que l'euroisation unilatérale n'est pas une chimère : l'Estonie a déjà officiellement annoncé qu'elle adopterait l'euro en 2001, dès que les liquidités seraient disponibles. Dans la mesure où l'Estonie a déjà opté pour un Currency Board, les coûts de l'euroisation sont extrêmement limités.

3.9 Perdre la fonction de prêteur en dernier recours : qui a peur des crises systémiques ?

Lorsqu'une économie s'euroise, sa banque centrale perd la possibilité d'émettre la monnaie de base. Cela n'entraîne pas seulement la perte du seignuriage, mais aussi le fait que la banque centrale ne peut plus assurer la stabilité du secteur bancaire intérieur. Dans le cas d'un statut d'observateur, ce problème peut être résolu en donnant aux banques centrales de ces pays un accès aux liquidités de la BCE en échange d'un contrôle prudentiel et une supervision de leurs banques par la BCE.

Pourtant, dans le cas d'une euroisation unilatérale, un problème important peut subsister. Les banques domestiques ne pourront pas se tourner vers la BCE en cas de difficultés systémiques, car seules les banques de l'Euroland ont accès aux facilités de crédit de la BCE.

En regardant le secteur bancaire des PECO, on s'aperçoit que dans beaucoup de ces pays, un montant important d'actifs est détenu par les banques de l'Euroland. On peut alors imaginer que ces créanciers retirent leurs dépôts vers des banques de l'Euroland, lorsqu'ils se rendent compte qu'il n'y a plus de prêteur en dernier ressort. Ils auraient d'ailleurs toutes les raisons de le faire si le niveau de risque systémique du secteur bancaire restait inchangé :

1. En raison de l'euroisation, le déplacement des dépôts en provenance des banques nationales, libellés en monnaie domestique, vers des dépôts en euro dans les banques de l'Euroland n'entraîne aucun risque de change¹².
2. Le coût de transfert est très faible dans une zone monétaire intégrée.
3. Les dépôts en euros dans les banques domestiques ne sont pas garantis par un prêteur en dernier ressort, tandis que ceux des banques de l'Euroland sont implicitement garantis par la BCE.

Si l'implication des banques de l'Euroland est très importante dans certains PECO, les dépôts iront des banques intérieures vers les banques de l'Euroland, mais sans remettre en cause la stabilité du système bancaire intérieur. Cela reviendra à laisser la direction des actifs intérieurs aux banques de l'Euroland. Remarquons que c'est ce qu'il se passe déjà dans certains pays. L'ouverture à la concurrence avec les banques de l'UE requise par traités avec l'UE, a contraint récemment la Pologne, un des pays les plus protectionnistes vis-à-vis de son secteur bancaire, à liquider certaines banques qui n'étaient pas suffisamment compétitives. La dimension politique de ces transferts ne peut néanmoins pas être sous-estimée.

La perte de la fonction de prêteur en dernier ressort pose un réel problème si les banques de l'Euroland impliquées dans le pays euroisé sont peu nombreuses. Dans ce cas l'euroisation est un facteur déclenchant de la fuite des capitaux. Les pays de la zone III sont particulièrement concernés par ce problème.

¹² La plupart des PECO risquent de subir une appréciation réelle de leur taux de change en raison de la croissance relativement plus importante de leur productivité liée à la restructuration industrielle, et à la convergence économique.

On peut faire face à ces problèmes de plusieurs manières :

1. Un pays peut délibérément transférer ses actifs domestiques aux banques de l'Euroland, en privatisant à grande échelle les banques ou en accordant des licences aux banques de l'Euroland. C'est ce qui s'est passé en Hongrie, en République Tchèque et en Pologne. On préconise plus fortement encore cette solution pour les petits pays instables (le Kosovo et l'Albanie, par exemple euroisés en pratique, et faisant face à d'énormes problèmes de fuite des capitaux), dans lesquels la part des banques de l'Euroland dans l'actif intérieur est faible. Les banques de l'Euroland seraient invitées à s'établir dans le système bancaire pour éviter la fuite des capitaux résultant de l'euroisation.
2. Le gouvernement crée une nouvelle agence qui combine le rôle de banque de supervision et de contrôle avec un rôle de prêteur en dernier ressort. Ceci est en accord avec l'observation que dans nombreux exemples, les crises de solvabilité à long terme du système bancaire ont été résolues, non pas par l'émission de monnaie par la banque centrale, mais par les contribuables. En cas de crises structurelles, la fonction de stabilité de la banque centrale a souvent été assurée par le gouvernement¹³. Une autre possibilité est que l'ancienne banque centrale dote cette nouvelle agence de supervision bancaire d'une partie de ses réserves étrangères qui pourraient être utilisées en cas d'imprévu. C'est une stratégie appropriée pour un pays comme la Hongrie, la Pologne ou la Slovaquie, qui disposent de réserves suffisantes pour mettre en place une telle agence. La faisabilité d'un tel schéma dépend de la qualité de la banque de contrôle et de supervision et de la disponibilité de réserves étrangères.
3. Les fusions entre banques étrangères dans l'Euroland étant susceptibles d'être de plus en plus nombreuses dans un futur proche, il est fort possible que les pouvoirs de supervisions, et de contrôle soient déplacés au niveau européen. Si cela se produisait, un pays euroisé pourrait alors négocier un accès direct à la BCE comme fournisseur de liquidités, en échange de céder la supervision et le contrôle bancaire à l'agence de l'Euroland.

En résumé, nous pensons qu'un pays peut s'euroiser sereinement si son secteur bancaire est totalement stable. Si ce n'est pas le cas, le risque de fuites des capitaux et de perte de contrôle, de la gestion des actifs domestiques sont élevés. Les différentes mesures que nous avons préconisées permettraient de limiter ces risques.

¹³ Voir la crise S&L aux Etats-Unis, ainsi que les récentes crises bancaires au Japon, France, Norvège et Espagne.

4 . Conclusions

On s'attend à ce que la plupart des PECO orientent leurs taux de changes vers l'euro. Ceux dont l'inflation est encore forte, comme la Bulgarie ou la Roumanie et certains pays du sud-est de l'Europe bénéficieront de la mise en place d'un régime de changes fixes. Les autres s'orienteront vers l'euro, sans pour autant adopter des parités fixes.

Pour analyser les bénéfices d'une stratégie d'euroisation, on a distingué trois zones. Une première zone stable (I), dans laquelle les pays ont intérêt à l'euroisation. *Ex ante*, cette zone risque d'être vide, mais dans un futur proche, un pays comme la Slovénie devrait y entrer. La zone III, représente des pays encore instables, mais qui tirent des bénéfices immédiats d'une euroisation. Ces pays manquent de réserves étrangères pour réaliser l'euroisation de manière unilatérale. Par ailleurs, au fur et à mesure que la stabilisation s'effectue, l'euroisation devient plus coûteuse, les pays se déplaçant vers la gauche sur l'axe de la stabilisation, pour atteindre la zone II. L'euroisation dans cette zone ne peut être considérée comme crédible et les marchés sont conscients de cette incompatibilité temporelle. Les pays qui appartiennent à cette zone sont l'Albanie, la Bosnie-Herzégovine, le Kosovo et probablement la Bulgarie. Enfin, il existe une zone intermédiaire II dans laquelle aucun pays n'a intérêt à l'euroisation *ex ante*.

Nous portons ensuite notre attention sur la possibilité que l'UE joue un rôle plus actif. La meilleure solution, à la fois pour les PECO et l'UE est d'adopter une stratégie d'élargissement qui offre aux PECO un statut d'observateur-UEM impliquant que:

1. Les pays observateurs abandonnent leurs devises et adoptent l'euro.
2. Les pays observateurs reçoivent une part de seigneurage de la BCE.
3. Les pays observateurs rejoignent le SBCE, avec des représentants au Conseil Général et au mieux une place d'observateur au Conseil des Gouverneurs.
4. Si les pays observateurs laissent la supervision bancaire à la BCE, leurs banques doivent avoir accès aux liquidités de la BCE.
5. L'UE doit permettre une option de sortie aux pays observateurs pour qui ce statut deviendrait trop coûteux.
6. L'UE doit également proposer une évolution bien définie vers le statut de membre à part entière de l'UEM. Dans ce cas, les pays devraient passer du stade III à I, avec un passage très bref en zone II, compensé par les revenus de seigneurage qui seraient absents en cas d'euroisation unilatérale. Cela stimulerait les pays de la zone II à poser leur candidature au le statut d'observateur.

Que se passera-t-il si l'UE ne propose aucun plan d'euroisation ?

Certains pays de la zone III s'euroiseront spontanément, car les agents économiques préfèrent utiliser l'euro plutôt que leur monnaie intérieure. Or, au fur et à mesure de leur stabilisation, la situation s'inverse et la part de monnaie domestique créée augmente au dépend de l'utilisation d'euros. Une euroisation unilatérale décidée par un gouvernement semble

impraticable du fait de la faiblesse des réserves extérieures, et de la conscience qu'ont les marchés financiers que cette stratégie sera remise en cause au moment de la stabilisation. Par conséquent, les gouvernements des pays de la zone III doivent choisir de ne pas réaliser unilatéralement l'euroisation, ou alors d'inverser l'euroisation plus tard, quand ils auront été " victimes " de leur succès.

Pour les pays de la zone II, la situation est assez différente. L'un des principaux apports de ce papier est que les pays de la zone II, relativement stables, qui, selon des critères *ex ante* ne devraient pas s'euroiser, peuvent miser sur une euroisation soutenable *ex post*. Une euroisation réussie diminue *ex post*, les coûts de l'euroisation, grâce au plus grand degré d'intégration économique avec l'Euroland, ainsi qu'à une meilleure corrélation des revenus entre les deux régions, avantages qui découlent de l'accession à l'union monétaire. Ce pari pour une euroisation soutenable concerne plus particulièrement les PECO qui ont l'ambition de devenir membres de l'UE et de l'UEM. L'euroisation est certainement le meilleur moyen de parvenir à l'UEM pour des pays comme la Hongrie, la Pologne la république Tchèque ou la Slovaquie. Cette stratégie est plus un raccourci que la " sale route " à laquelle on fait souvent allusion.

Un problème majeur reste cependant en suspens. Il provient de la perte du statut de prêteur en dernier ressort. Les PECO euro-isés doivent en effet faire face soit à des risques importants de fuite des capitaux, et éventuellement accepter de céder la gestion des actifs domestiques aux banques de l'Euroland. Si le PECO en question est très instable (il appartient à la zone III), la privatisation bancaire reste la meilleure solution. Pour les PECO plus stables (zone I on peut envisager la création d'une agence qui combine les fonctions de supervision et de contrôle bancaire avec celle de prêteur en dernier ressort. En tout état de cause, un système bancaire stable est la condition nécessaire pour la mise en place une euroisation unilatérale réussie.

Pour résumer, nous proposons que l'UE profite de l'avènement de l'euro pour mettre sur pied un large programme d'élargissement qui propose aux PECO candidats un statut d'observateur de l'UEM. La création d'une Europe plus stable et mieux intégrée, relève de l'intérêt collectif. Mais, si ce programme n'est pas lancé, les PECO s'orienteront d'une manière ou d'une autre vers l'euro. Les pays instables de la zone III s'euroiseront, tout en conservant leur propre monnaie, et d'autres, plus avancés dans la stabilisation s'engageront dans une euroisation soutenable, qui est la stratégie la moins coûteuse pour devenir membre de l'UEM. L'UE devrait donner sans difficultés son consentement car l'euroisation unilatérale semble bénéficier aux deux parties en présence.

Références

Backe, P., 1997, "Interlinkages Between European Monetary Union and a Future EU Enlargement to Central and Eastern Europe", *Review of Economies in Transition*, No. 2/97, Bank of Finland.

Backe, P., Radzyner, O., 1998, "The Introduction of the Euro: Implications for Central and Eastern Europe. The Case of Hungary and Slovenia", *Focus on Transition*, Oesterreichische Nationalbank, Vienna, No. 1/98.

Bayoumi, B., Eichengreen, B., 1992, "Is there a conflict between EC enlargement and European monetary unification?", *CEPR Discussion Paper*, No. 646, May 1992.

Bayoumi, B., Eichengreen, B., 1993, "Shocking aspects of European monetary integration", in Giavazzi F. and Torres F., eds., *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Cambridge University press, Cambridge, pp. 193-230.

Bayoumi, B., Eichengreen, B., 1994, "One Money or Many? Analyzing the prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World", *Princeton Studies in International Finance*, No. 76, September 1994, Princeton.

Bayoumi, B., Masson, P., 1995, "Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe", *European Economic Review*, Vol. 39, pp. 253-274.

Bekx, P., 1998, "The Implications of the Introduction of the Euro for non-EU countries", *European Commission euro papers*, No. 26, July 1998.

Benassy-Quere, A., Lahreche-Revil, A., 1998, "Pegging the CEEC's Currencies to the Euro", *CEPII Document de Travail*, No. 98-04.

Berg, A., Borensztein, M., 2000, "The Pros and Cons of Full Dollarization", *IMF Policy Discussion Paper*, No. WP/00/50, March 1, 2000.

Boone, L., Maurel, M., 1999, "Economic Convergence of the CEECs with the EU", *CEPR Discussion Paper*, No. 2018, London.

Boone, L., Maurel, M., 1999a, "An OCA perspective of the EU enlargement to the CEEC's", Paper presented at the EEA Congress, September 1999, Santiago de Compostela.

Boone, L. Maurel, M., 1999b, "L'Ancrage de l'Europe centrale et orientale à l'Union européenne", *Revue Economique*, à paraître.

Bogetic, Z., Schuler, K., 1999, "Official Dollarization", IMF, April 20, mimeo.

Borensztein, E., Masson, P.R., 1993, "Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe, Part II: Exchange Arrangements of Previously Centrally planned Economies", IMF Occasional Paper, No. 102, February 1993.

Bratkowski, A., Rostowski, J., 1999, "Unilateral adoption of the Euro by EU applicant countries: the macroeconomic aspects", CASE-CEU Working Papers, No. 26.

Buiter, W.H., 1999, "The EMU and the NAMU: what is the case for North American Monetary Union?", CEPR Discussion Paper, no. 2181, London, 1999.

Calvo, G., 1999, "Argentina's Dollarization Project: A Primer, available online: www.bsos.edu/econ/ciecalvo.htm.

Canzoneri, M., Valles, J., Vinals, J., 1996, "Do Exchange Rates Move to Address International Macroeconomic Imbalances?", CEPR Discussion Paper, No. 1498, London, October 1996.

Chamie N., De Serres A., et Lalande R., 1994, "Optimum currency areas and Shock asymmetry: a comparison of European and the United States", Bank of Canada Working Paper, No 94/1, January 1994.

De Grauwe, P., 1992, *The economics of Monetary Integration*, Oxford University Press.

Eichengreen, B., 1992, "Should the Maastricht Treaty Be Saved?", *Princeton Studies in International Finance*, No. 74, Princeton University, December.

European Commission, 1997, "Economic Policy in EMU. Part B: Specific Topics", Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic papers, No. 126, November 1997.

European Commission, 1998a, *The Euro: Explanatory Notes*, Directorate General II, Economic and Financial Affairs, February 1998.

Forni, M., Reichlin, L., 1997, "National Policies and local economies: Europe and the United States", CEPR Discussion Paper, No. 1632.

Frankel, J., Rose, A.K., 1997, "Is EMU More Justifiable *Ex post* Than *Ex ante*?", *European Economic Review*, Vol. 41, No. 3-5, April 1997, 753-60.

Frankel, J., Rose, A.K., 1998, "The endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *Economic Journal*, Vol. 108, No. 449, 1009-1025.

Frankel, J., 1999, "No single currency regime is right for all countries or at all times", NBER Working Paper, No. 7338, September 1999.

Freudenberg, M., Lemoine, F., 1999, "Central and Eastern European Countries in the international division of labour in Europe", CEPII Document de Travail, No. 99-05.

Grassinger, R., 1999, "From EMS to EMU, The cost of relinquishing nominal exchange rates", paper presented at the EEA-congress, Santiago de Compostela, September 1999.

Gros, 2000, Who needs an external anchor?, manuscript non publié, May 2000.

Hanke, S. H., Schuler, K., 1999, "A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization," *Cato Journal*, Vol. 18, No. 3, pp. 405-19.

IMF, 1996, "Progress Toward EMU - Developments and Selected Issues", Staff Paper, No. SM/96/41, Washington D.C., February 1996.

IMF, 1997, *World Economic Outlook*, Washington D.C., October 1997.

Institut für Europäische Politik, 1998, *Enlargement/ Agenda 2000 - Watch*, Pilot Issue, October 1998, Bonn.

Kohler, H., Wes, M., 1999, "Implications of the euro for the integration process of the transition economies in central and eastern Europe", EBRD Working Paper, No. 38, March 1999.

Kopits, G., 1999, "Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe", IMF Working Paper, No. WP/99/9, January 1999.

Krugman, P., 1993, "Lessons from Massachusetts for EMU", in F. Giavazzi and F. Torres, eds., *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press, New York, pp. 241-261.

Lamdany, R., Dorlhac, J., 1987, "The Dollarization of a Small Economy", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 89, No. 1, pp. 91-102.

Lane, T., 1991, "Inflation Stabilization and Economic Transformation in Poland: The First Year", IMF Working Paper, No. WP/91/70, July 1991.

Masson, P.R., Taylor, M.P., 1992, "Common Currency Areas and Currency Unions: An analysis of the Issues", CEPR Discussion Paper, No. 644.

Masson, P.R., 1999, "Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU", IMF Policy Discussion Paper, No. PDP/99/5, July 1999.

Mc Kinnon, R.I., 1963, "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 717-725.

Mundell, R.A., 1961, "A Theory of Optimum Currency Areas's", *American Economic Review*, Vol. 51, pp. 657-675.

Temprano-Arroyo, H., Feldman, R., 1998, "Selected Transition and Mediterranean Countries: An Institutional Primer on EMU and EU Relations", IMF Working Paper, No. WP/98/82, June 1998.