



LES CRITÈRES DE MAASTRICHT SONT-ILS TROP SÉVÈRES ?

GYÖRGY SZAPARY *

Huit pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) sont sur le point de rejoindre l'Union européenne en tant qu'États membres à part entière¹. Pour les nouveaux membres de l'UE, adhérer à l'Union économique et monétaire (UEM) n'est pas une option facultative, mais bien une obligation. Les nouveaux membres n'auront pas la possibilité de ne pas participer à la zone euro, contrairement à ce qui a été accordé au Royaume-Uni et au Danemark. Leur seul choix se limitera au calendrier d'adoption de l'euro, étant entendu que l'adhésion à l'UEM requiert le respect des critères de Maastricht. Si le pays candidat ne satisfait pas à ces critères, soit parce qu'il en est incapable, soit parce qu'à l'instar de la Suède - qui n'a pas adhéré au mécanisme de change - il a délibérément choisi de ne pas y répondre, il n'aura pas la possibilité d'adhérer à l'UEM. Dans les milieux universitaires et parmi les responsables politiques, aussi bien dans les pays candidats et que dans les pays membres, un débat est en cours pour savoir à quel moment il serait opportun pour les nouveaux membres de rejoindre l'UEM. Parmi les critères de Maastricht, on trouve l'obligation pour un pays de rester au moins deux ans au sein du mécanisme de change après son adhésion à l'UE. En prenant comme hypothèse une adhésion des nouveaux membres en mai 2004, un pays candidat ne pourrait rejoindre l'UEM qu'en janvier 2007 au plus tôt.

Dans cet article, je souhaiterais brièvement passer en revue les conditions préalables d'une participation à une union monétaire, afin d'analyser les raisons économiques qui permettraient aux PECO de rejoindre l'UEM plus tôt et non plus tard. La décision d'accepter les règles de

* Vice-président de la Banque Nationale de Hongrie.

Cet article a été publié, en anglais, en août 2002 dans la Revue *Central Banking*.

discipline budgétaire, monétaire et salariale qu'implique le Traité de Maastricht n'est pas, bien entendu, uniquement une question de calcul économique. Des considérations sociales sont à prendre en compte et les contraintes politiques ont également un rôle à jouer dans la décision d'adhésion à l'UEM. Dans l'analyse finale, cependant, la décision d'adhésion à l'UEM devra être guidée par la conviction qu'il y a suffisamment de bonnes raisons économiques pour faire partie de l'Union monétaire. Cet article s'articule comme suit : la première partie examine dans quelle mesure les PECO présentent les caractéristiques d'une zone monétaire optimale ; dans la seconde section, j'analyserai les principaux avantages et principaux risques d'une participation à l'Union monétaire ; la troisième section étudie la situation de la Hongrie - le pays qui m'est le plus familier - au regard des critères de Maastricht ; la quatrième section aborde les craintes qui semblent exister au sein de l'UEM à propos de l'élargissement de l'Union monétaire aux PECO. Pour finir, je conclurai par quelques suggestions.

ZONE MONÉTAIRE OPTIMALE : LES TESTS

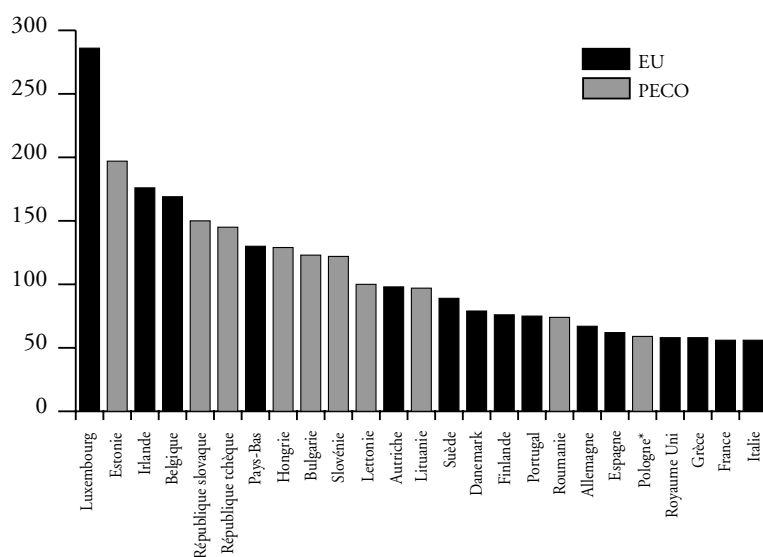
Les fondements théoriques des unions monétaires ont été développés dans la littérature relative aux zones monétaires optimales (ZMO), dont le pionnier a été le lauréat au prix Nobel Robert Mundell, auteur d'un travail fructueux, en 1961. Depuis lors, de nombreux auteurs ont réfléchi à la question, affinant la théorie et la testant de manière empirique². Selon la théorie des ZMO, les avantages et les coûts de l'intégration monétaire dépendent dans quelle mesure des caractéristiques ZMO sont partagées ou non par les pays candidats à l'union monétaire. Ces caractéristiques comprennent l'ouverture économique, l'intégration commerciale et la similarité des structures économiques, l'intégration des marchés financiers, la flexibilité des prix et des salaires et la mobilité de la main-d'œuvre et des autres facteurs de production.

Degré d'ouverture

Le degré d'ouverture est important, parce que plus l'ouverture est grande, plus le taux d'inflation domestique est déterminé par les prix des biens échangés internationalement. Une politique de taux de change indépendante devient alors un instrument de politique moins utile dans l'affectation des changements liés aux prix relatifs et à la compétitivité. L'ouverture est généralement mesurée par la part des exportations et des importations de biens et de services dans le PIB. Il ressort du graphique n° 1 que le degré d'ouverture des PECO est aussi élevé que celui des États membres de l'UE. L'ouverture est généralement plus faible pour les grands pays et vice versa. Ceci explique que la Pologne occupe un

rang proche des grands États membres de l'UE, tandis que les petits PECO sont plus proches des petits États membres de l'UE.

Graphique n° 1
Degré d'ouverture dans l'UE et dans les PECO
 (exportations et importations de biens et de services en % du PIB en 2000)



* 1999
 Source FMI : Statistiques financières internationales

Intégration commerciale

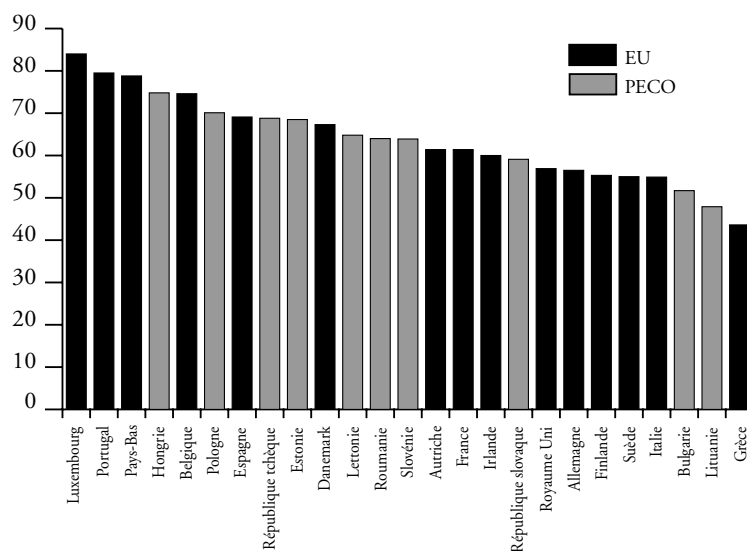
Si le commerce est intégré et les structures économiques sont similaires dans un groupe de pays, ces pays sont moins susceptibles de faire face à des chocs asymétriques - ou à des effets asymétriques de chocs similaires - et leurs cycles commerciaux ont davantage de chance d'être synchronisés. Dans ces conditions, une politique monétaire et de taux de change commune est mieux à même de servir les intérêts de tous les pays dans le groupe. Ainsi, le maintien de l'indépendance d'une politique monétaire a moins de sens. L'intégration commerciale peut se mesurer à travers la part qu'occupe l'UE dans les exportations de chaque pays. Comme l'indique le graphique n° 2, cette part est pour les PECO aussi importante, voire plus importante, que celle des États membres de l'UE eux-mêmes. Pour tous les PECO, à l'exception de trois d'entre eux, la part des exportations vers l'UE est supérieure à 60 % ; preuve de la remarquable réussite de la réorientation des exportations des pays de

l'ancien bloc soviétique vers les marchés compétitifs de l'UE. À cet égard, le flux des investissements directs à l'étranger (IDE) en faveur des industries exportatrices a joué un rôle clé dans cette évolution.

La similitude des structures économiques peut se juger à l'aune de la contribution au PIB et à l'emploi des différents secteurs de l'économie. Les données contenues dans les tableaux n° 1 et 2 nous révèlent que les structures économiques des trois pays candidats qui sont membres de l'OCDE (la République tchèque, la Hongrie, la Pologne) sont sensiblement similaires à celles que l'on observe au sein de l'UEM. En ce qui concerne la contribution des principaux secteurs économiques au PIB, dans presque tous les cas, les valeurs rattachées aux trois pays candidats se situent dans la fourchette entre les valeurs les moins élevées et les plus élevées de l'UEM et sont généralement proches de la moyenne de l'UEM. Cependant, la part de l'industrie est plus élevée et la part des services est plus faible dans les PECO que dans l'UEM. La ventilation de l'emploi parmi les principaux secteurs économiques donne une image largement comparable, bien que les différences soient plus marquées. En particulier, la part de l'emploi dans l'industrie est plus élevée dans les pays candidats que dans l'UEM et l'emploi dans l'agriculture est sensiblement plus élevé en Pologne.

4

Graphique n° 2
Part de l'UE dans les exportations
(en %)



Source : FMI - Direction des statistiques commerciales

Tableau n° 1
Contribution des principaux secteurs au PIB
 (en %)

	République tchèque	Hongrie	Pologne	UEM12 ¹	UEM min.	UEM max.
Agriculture, chasse et sylviculture ; pêche	5,3	4,4	6,4	2,9	0,8	8,9
Industrie, y compris énergie	36,8	28,0	33,4	23,2	15,2	32,8
Construction	4,6	4,8	7,9	5,5	4,2	7,9
Commerce de gros et de détail ; réparations ; hôtels et restaurants ; transport	25,2	22,3	28,1	21,4	17,7	28,3
Intermédiation financière ; immobilier ; activités de location et commerciales	18,0	20,9	8,3	26,2	17,9	38,6
Autres activités de service	10,1	19,2	15,9	21,0	17,0	23,9

1/ Moyenne pondérée du PIB

Remarque : toutes les données concernent 1999, à l'exception de la Hongrie (2001) et de l'Irlande (1998).
 Sources : Base de données Comptes nationaux annuels de l'OCDE, et Bureau central des statistiques de Hongrie.

Tableau n° 2
Ventilation de l'emploi parmi les principaux secteurs
 (en %)

	République tchèque	Hongrie	Pologne	UEM12 ¹	UEM min.	UEM max.
Agriculture, chasse et sylviculture ; pêche	5,1	5,9	18,8	5,3	1,9	18,1
Industrie, y compris énergie	30,2	28,1	23,8	20,4	13,9	23,7
Construction	9,3	6,4	7,0	7,3	6,0	10,5
Commerce de gros et de détail ; réparations ; hôtels et restaurants ; transport	25,6	24,5	23,4	25,0	22,3	28,2
Intermédiation financière ; immobilier ; activités de location et commerciales	10,6	7,2	7,7	13,0	7,0	23,5
Autres activités de service	19,2	27,9	19,3	29,1	22,0	36,3

1/ Moyenne pondérée du PIB

Remarque : toutes les données concernent 1999, à l'exception de l'Irlande (1997), du Portugal (1998) et de la Hongrie, de la Pologne et de la République tchèque (2000).
 Sources : Base de données Comptes nationaux annuels de l'OCDE ; les données concernant la République tchèque et la Pologne sont issues des rapports réguliers 2001 de la Commission européenne ; et le Bureau central des statistiques de Hongrie.

Intégration des marchés financiers

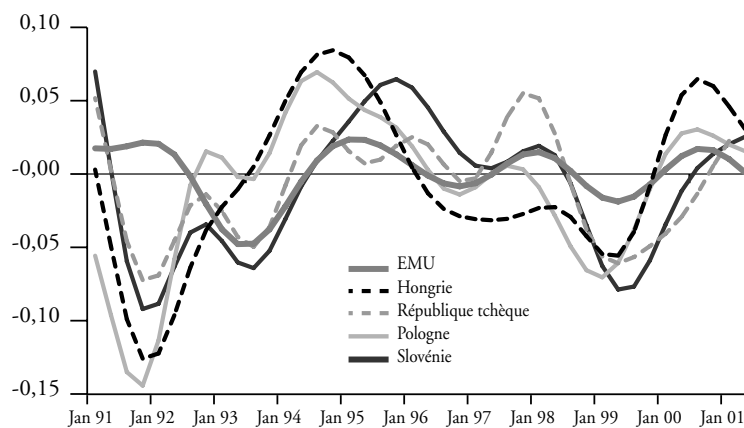
Dans la perspective d'une union monétaire, l'intégration des marchés financiers revêt une dimension importante. En facilitant la propriété d'actifs transnationale, l'intégration des marchés financiers peut atténuer l'impact des chocs asymétriques, assouplissant ainsi la contrainte ZMO qui dit que de tels chocs doivent être évités. En ouvrant la voie à un partage des risques plus grand entre les pays, l'intégration financière autorise des marges de déficit des comptes courants plus importantes. Le degré d'intégration financière est évalué en référence à différents aspects des marchés financiers, par exemple, le volume des flux de capitaux transnationaux et la similarité des institutions financières. Mesurer l'intégration financière des PECO dans les marchés mondiaux pourrait faire l'objet d'une étude intéressante. Permettez-moi de citer simplement quelques chiffres pour illustrer la bonne intégration des marchés financiers hongrois ; 20 % environ des titres d'État hongrois sont détenus par des non-résidents, qui comptent également pour 70 % de la capitalisation boursière de la Bourse des valeurs de Budapest. La valeur des investissements directs étrangers à la fin de l'année 2001 représentait approximativement 50 % du PIB, l'une des plus élevées parmi les PECO. En ce qui concerne la similarité des institutions financières, une caractéristique parlante est que, sur les 31 banques commerciales opérant en Hongrie, seule une grande banque et quatre petites banques ne sont pas étrangères. La plupart des propriétaires étrangers sont de grandes banques de l'UE.

Synchronisation des cycles commerciaux

Lorsque les cycles commerciaux sont synchronisés, la nécessité d'une politique monétaire indépendante pour atténuer les cycles est moins criante. Étant donné leur degré élevé d'ouverture économique, leur intégration commerciale bien avancée dans la zone euro et la similarité de leurs structures économiques avec celles de l'UEM, on peut s'attendre à un degré raisonnable de synchronisation des cycles commerciaux entre les PECO et la zone euro. Une étude préparée par la Banque Nationale de Hongrie³ indique en effet que ceci est le cas depuis le milieu des années 1990 pour les quatre pays candidats étudiés dans le graphique n° 3. Parallèlement, ces pays présentent une plus grande volatilité dans leurs cycles que la zone euro. Cette situation va, *prima facie*, dans le sens du maintien d'une indépendance de la politique monétaire, étant donné qu'une politique monétaire commune pourrait ne pas être optimale pour tous les pays si les degrés de volatilité divergent fortement. Un examen plus attentif du graphique n° 3 révèle cependant que la plus forte baisse et le plus fort redressement consécutif dans les pays candidats à la fin des années 1990 étaient associés à la crise

financière russe, qui a affecté les pays candidats bien plus lourdement que la zone euro, étant donné leurs liens commerciaux plus étroits avec la Russie à cette époque. La réorientation des exportations vers l'UE doit s'accompagner d'une diminution de cette volatilité. Autre aspect encore plus important, en ce qui concerne les petites économies ouvertes dépendantes des exportations vers l'UE, la volatilité n'est pas un argument très fort en faveur du maintien d'une indépendance de la politique monétaire, étant donné que l'efficacité de la politique monétaire dans l'atténuation des cycles est relativement limitée lorsque la volatilité est due aux fluctuations de la demande externe.

Graphique n° 3
Éléments cycliques de la production industrielle de la zone euro et des quatre pays adhérents*



* Logarithme d'écart par rapport à la tendance.
Source : Banque Nationale de Hongrie (2002).

Flexibilité des prix et des salaires

Lorsque les prix et les salaires nominaux sont flexibles, on a moins besoin du taux de change comme un mécanisme d'ajustement aux chocs. Afin d'évaluer la flexibilité des prix et des salaires, on peut regarder le résultat d'une étude de l'OCDE qui a fait une estimation des indicateurs de régulation des marchés des biens et de protection de l'emploi dans les pays membres de l'OCDE⁴. La régulation des marchés des biens a été évaluée sur la base de facteurs tels que le contrôle de l'État sur les entreprises commerciales, y compris les contrôles des prix ; les obstacles à la création d'entreprise ; et les obstacles au commerce et aux investissements internationaux. Selon l'étude, le marché des produits en Hongrie - présentant un indice de 1,6 - est

moins régulé que les marchés en Italie (2,3), en Grèce (2,2), en France (2,1), en Belgique (1,9), au Portugal et en Finlande (chacun avec un indice de 1,7). Les indicateurs de la République tchèque (2,9) et de la Pologne (3,3) sont moins bons dans ce domaine. L'étude de l'OCDE a également établi un indice de l'état de la législation sur la protection de l'emploi ; cet indice s'appuie sur les lois et réglementations existantes, qui affectent l'embauche des travailleurs. Dans ce domaine, les pays en transition sont bien mieux lotis : pour la Hongrie, la République tchèque et la Pologne, l'indice est de 1,4, 1,7 et 1,9 respectivement, à comparer avec les indices suivants : 3,7 au Portugal, 3,5 en Grèce, 3,2 en Espagne, 3,1 en France et 2,8 en Allemagne. Les niveaux d'indice plus bas dans les pays en transition sont le reflet de réglementations généralement moins rigides en matière de protection de l'emploi.

Mobilité de la main-d'œuvre

Lorsque les salaires nominaux et réels présentent une rigidité à la baisse, la mobilité de la main-d'œuvre peut contribuer à l'ajustement aux chocs. Dans les PECO, comme ailleurs en Europe, la mobilité transnationale de la main-d'œuvre est entravée par des facteurs tels que les barrières culturelles et linguistiques, la faible transférabilité de la protection sociale d'un pays à l'autre, les coûts élevés d'obtention du statut de résident légal et autres restrictions administratives⁵. Cependant, dans une perspective d'union monétaire, l'importance de la mobilité de la main-d'œuvre ne doit pas être exagérée. Il ne serait pas pratique, ni même souhaitable pour des raisons sociales, de compter sur la mobilité de la main-d'œuvre pour contribuer à l'ajustement aux chocs temporaires, qui est le type d'ajustement auquel pourrait contribuer une politique monétaire indépendante. Par contre, la politique monétaire est pratiquement impuissante à pouvoir contribuer à l'ajustement aux chocs permanents auxquels la mobilité de la main-d'œuvre pourrait apporter une contribution. Au final, c'est la mobilité du capital qui peut compenser la faible mobilité de la main-d'œuvre ; c'est ce que l'on a d'ailleurs observé de manière croissante.

Transmission monétaire : similaire, mais différente

Il existe d'autres aspects, à côté du partage des caractéristiques ZMO, qui sont importants dans la perspective d'une adhésion à l'Union monétaire. Un de ces aspects concerne le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Si ce mécanisme présente des divergences de fonctionnement très importantes entre les pays, la réponse aux mesures de politique monétaire prises par la Banque centrale commune peut varier. L'un des facteurs affectant le mécanisme de transmission est la



portée du développement financier, qui est basse dans les pays candidats à cause du faible niveau du crédit intérieur aux entreprises et aux ménages. Ceci s'explique en partie par le fait que les filiales étrangères jouent un rôle important dans les économies de la plupart des PECO. Ces sociétés ont tendance à emprunter auprès de leurs sociétés mères ou de banques situées dans leurs pays d'origine, contournant ainsi le système bancaire domestique. C'est un signe d'intégration financière qui contribue à la similarité des mécanismes de transmission. Le même argument ne peut pas s'appliquer au crédit aux ménages, qui est également faible dans les PECO, du fait des bas niveaux de revenus et des risques élevés rattachés à ce crédit. La situation évolue néanmoins rapidement. En Hongrie, par exemple, les prêts aux ménages ont augmenté de 136 % entre la fin de l'année 1999 et mai 2002, même si ce type de crédit reste faible dans une comparaison internationale⁶. D'autres facteurs susceptibles d'avoir une influence sur le mécanisme de transition sont l'échéancier de la dette, les structures légales et le financement alternatif sur les marchés des capitaux. Les écarts sont grands dans ces domaines entre les PECO et l'UEM, mais des divergences importantes existent aussi parmi les membres actuels de la zone euro. Des ouvrages récents estiment que, malgré ces différences, les effets des modifications de taux d'intérêt à court terme sur la production et les prix sont sensiblement identiques⁷.

Modération budgétaire

Une fois la souveraineté de la politique monétaire et des taux de change abandonnée, la politique budgétaire reste pratiquement le seul instrument macroéconomique sous le contrôle des autorités nationales afin d'atténuer les cycles économiques. Généralement, on estime qu'il est préférable de laisser cette atténuation s'effectuer par le biais des stabilisateurs automatiques plutôt que d'avoir recours à des mesures budgétaires discrétionnaires. L'effet dépend principalement de la composition des recettes et des dépenses, ainsi que du degré d'ouverture de l'économie. Une étude réalisée pour le compte de l'UE a révélé d'importantes divergences entre les pays en ce qui concerne l'effet des stabilisateurs automatiques⁸, celui-ci étant généralement plus faible dans les pays plus ouverts. Je n'ai pas connaissance d'études comparables en ce qui concerne les pays candidats mais, leurs économies étant plus ouvertes, l'effet des stabilisateurs automatiques tendrait à être plus faible. Dès lors, les divergences importantes entre les pays plaideraient en faveur du maintien du contrôle sur les budgets nationaux jusqu'à la réalisation d'une plus grande harmonisation budgétaire. Étant donné que la politique budgétaire est toujours du ressort des autorités nationales dans l'UEM, les PECO ne seront pas, après avoir adhéré à l'Union moné-

taire, confrontés à une situation différente de celle à laquelle font déjà face la plupart des petits États membres de l'UEM.

Pour résumer, on peut dire que les pays candidats les plus développés possèdent les caractéristiques ZMO vis-à-vis de l'UEM de la même façon que les actuels États membres de l'Union monétaire.

LES AVANTAGES DE L'OUVERTURE

Les avantages et les coûts induits par une union monétaire ont fait l'objet de nombreuses études dans la littérature, provoquées en partie par les discussions ayant ouvert la voie à la création de l'UEM⁹. C'est pourquoi je ne mentionnerai que les plus importants d'entre eux. Les principaux avantages d'une zone monétaire commune sont liés à l'élimination de l'incertitude autour des taux de change nominaux, ce qui a pour effet de réduire les coûts de transaction et les risques d'investissement et d'encourager le commerce. Un débat existe dans la littérature quant à la portée de l'effet de développement du commerce généré par les unions monétaires. Certaines recherches empiriques démontrent un très large effet, tandis que d'autres indiquent un impact plus réduit, voire nul. L'opinion la plus largement admise est qu'il existe bel et bien un effet positif, dont l'importance dépend de la portée de l'intégration du commerce avant la mise en place de l'Union monétaire : plus l'intégration antérieure était importante, plus l'impact est faible. L'effet du développement des échanges commerciaux sur la croissance de la production, ce qui est la finalité suprême, est d'autant plus important que l'économie est ouverte. Or, les PECO étant des économies très ouvertes, l'accroissement de la production lié à une participation à l'UEM pourrait être significatif¹⁰.

De même, l'élimination des incertitudes entourant les taux de change réduit la prime de risque sur les taux d'intérêt domestiques, permettant au pays, *ceteris paribus*, de bénéficier de taux d'intérêt réels plus bas. De plus, la participation à l'UEM se traduira par des gains de crédibilité pour les PECO et rapprochera les différentiels de taux d'intérêt sur leurs emprunts. Un tel rapprochement a pu être observé dans le cas de la Grèce immédiatement après son entrée dans le mécanisme de change, c'est-à-dire avant même son adhésion à l'Union monétaire. Parmi les autres avantages procurés par la participation à l'UEM, citons le besoin réduit de réserves de change en devises, une plus grande transparence au niveau des prix qui stimulera la concurrence, et les avantages associés à des marchés financiers plus larges et plus liquides.

Le risque lié à la période de transition

Le principal risque d'adhésion à l'UEM pour les PECO provient tout d'abord de l'abandon d'une politique monétaire et de taux de change

indépendante. Comme je l'ai mentionné précédemment, ce risque est atténué par le partage des caractéristiques ZMO avec les actuels États membres de l'UEM. De plus, la marge de manœuvre laissée à la conduite d'une politique monétaire indépendante est déjà amputée par de nombreuses contraintes dans beaucoup de pays candidats, y compris la Hongrie, au regard de la libéralisation pratiquement achevée des flux de capitaux et de l'intégration financière poussée qui en résulte et qui se reflète, *inter alia*, à travers le large endettement du secteur des entreprises en devises. En comparaison avec la taille de leurs marchés financiers, de vastes montants de capitaux affluent dans certains des PECO les plus avancés en prévision de la convergence des taux d'intérêt ou des gains sur le marché boursier. Ceci pousse le taux de change nominal à s'apprécier, ce qui contribue à accélérer l'entrée de capitaux. En même temps, les flux peuvent s'inverser facilement lorsque le marché change d'avis à cause d'événements survenant sur les marchés mondiaux. Ces mouvements de capitaux compliquent considérablement la tâche des banques centrales consistant à poursuivre une politique monétaire stable et prévisible. La période de préparation à l'entrée dans l'UEM n'est pas une situation stable du point de vue de la poursuite d'une politique monétaire et de taux de change optimale. De mon point de vue, il y a un intérêt à raccourcir cette période plutôt qu'à l'allonger. Dès que les pays candidats seront devenus membres à part entière de l'UEM, leur exposition à la contagion financière diminuera considérablement. Dès lors, la participation à l'UEM contribuera à diminuer la volatilité des cycles et à réduire l'utilité d'une politique monétaire indépendante. Ce phénomène, lorsque la participation à une union monétaire contribue à renforcer les caractéristiques ZMO, est parfois appelé « caractère endogène » du paradigme ZMO.

Le plus tôt sera le mieux

Une autre source de risque potentiel est liée à la vitesse de la désinflation et de l'ajustement budgétaire. Si cette vitesse est excessive, il y aura un coût qui se traduira par un ralentissement de la production et de l'emploi. Certains font valoir que les PECO auront un avantage à planifier l'ajustement budgétaire sur une plus longue période, parce qu'ils ont un besoin de financement supplémentaire dans l'infrastructure, l'environnement, l'éducation et la santé. Ce sont certainement des domaines prioritaires, mais il existe une marge de manœuvre pour effectuer des économies ailleurs, par exemple en coupant les subventions aux entreprises publiques déficitaires, en améliorant l'efficacité et en rationalisant l'administration. Un meilleur recouvrement de l'impôt permettra également d'augmenter les recettes. L'ajustement budgétaire ne doit pas nécessairement se faire au détri-

ment des dépenses essentielles. En fait, il peut se traduire par une allocation des ressources plus efficace, comme le montrent les expériences faites par plusieurs États membres de l'UE.

LES CRITÈRES DE MAASTRICHT SONT-ILS TROP SÉVÈRES ?

Afin de répondre à la question « Les critères de Maastricht sont-ils trop sévères ? », il est utile d'examiner la position actuelle d'un pays candidat vis-à-vis des critères de Maastricht et de la comparer à celle des États membres actuels de l'UEM au moment où ils étaient eux-mêmes tenus, dans un intervalle de temps comparable, de respecter ces critères. Le tableau n° 3 examine le cas de la Hongrie, comparé aux trois pays ayant rejoint le plus récemment l'UE : la Grèce, le Portugal et l'Espagne. Si nous prenons 2007 comme date à laquelle la Hongrie est susceptible au plus tôt de rejoindre l'UEM, compte tenu du temps requis pour l'examen par la Commission européenne et la BCE de la position hongroise, les critères de Maastricht seraient à respecter d'ici 2005, c'est-à-dire d'ici 3 ans (t-3). Ce délai de 3 ans pour le respect des critères de Maastricht correspondait à 1994 pour l'Espagne et le Portugal et 1996 pour la Grèce.

12

Tableau n° 3
Comparaison de la Hongrie et de l'Espagne, du Portugal
et de la Grèce au cours de l'année t-3¹

	Inflation (moyenne annuelle en %)	Taux d'intérêt à dix ans (moyenne annuelle en %)	Déficit budgétaire (en % du PIB)	Dettes publiques (en % du PIB)
Espagne (1994)	4,7	10,0	-6,1	60,2
Portugal (1994)	5,4	10,5	-5,9	62,7
Grèce (1996)	8,2	14,8	-7,8	111,3
Hongrie (2002)	4,52	7,1 ²	-6,0 ³	53,3 ⁴
Critères de Maastricht (2001)	3,05	6,9 ⁵	-3,0	60,0

1/ t = Année de respect des critères de Maastricht

2/ = Mai 2002

3/ = Estimation faite sur la base de la méthode ESA 95

4/ = En 2002

5/ = Pour la période se terminant en avril 2002

Étudier les chiffres

Les critères de Maastricht prévoient des seuils maximums pour le taux d'inflation (qui ne peut excéder le taux d'inflation moyen des trois États membres de l'UE présentant l'inflation la plus basse de plus de 1,5 point



de pourcentage) ; le taux d'intérêt à dix ans (qui ne peut excéder le taux d'intérêt moyen des trois États membres de l'UE présentant l'inflation la plus basse de plus de 2 points de pourcentage) ; le déficit budgétaire (3 % du PIB) ; et la dette publique (60 % du PIB ; en cas de dépassement de ce seuil, une tendance à la baisse est à démontrer). En ce qui concerne les critères d'inflation, la Hongrie est dans une situation plus critique que le Portugal et l'Espagne en 1994, mais meilleure que la Grèce en 1996. S'agissant des critères de taux d'intérêt, la Hongrie est dans une bien meilleure situation que les autres pays à t-3. L'existence de l'UEM semble avoir amélioré la confiance des marchés dans le processus de désinflation en Hongrie et ses chances d'adhésion à l'Union monétaire. Pour ce qui est des critères de déficit budgétaire, la Hongrie occupe une position équivalente à celle du Portugal et de l'Espagne en 1994, et elle fait mieux que la Grèce en 1996. Enfin, en Hongrie, la dette publique est en-dessous du seuil de 60 %, ce qui constitue de manière significative une meilleure performance que les autres pays dans la période de référence. Globalement, dès lors, la Hongrie fait mieux que la Grèce et aussi bien que le Portugal et l'Espagne, trois ans avant l'obligation de respect des critères de Maastricht.

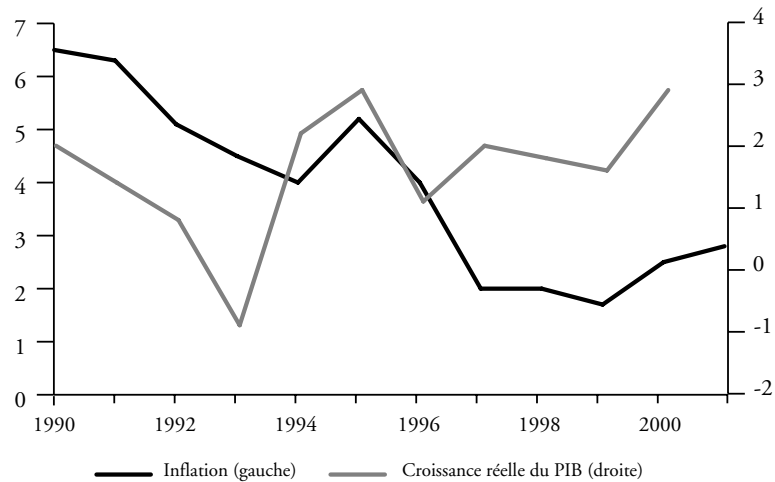
Jouer le rattrapage

Il est bien connu que l'inflation tend à être plus importante durant le processus de rattrapage ; ce phénomène est dû à l'augmentation de la productivité et aux hausses de salaire dans le pays où le taux de croissance économique est plus élevé. On appelle cela l'effet Balassa-Samuelson (BS), qui implique que les prix des biens non échangés augmentent plus rapidement dans l'économie à croissance plus rapide que dans l'économie à croissance plus lente. Il s'agit d'un phénomène d'équilibre qui ne doit pas nécessairement affecter la compétitivité. Ceux qui soutiennent l'idée d'un report de l'adhésion à l'UEM craignent que le critère de Maastricht en matière d'inflation ne laisse pas suffisamment de marge pour supporter l'effet BS au début du processus de rattrapage lorsque le différentiel de croissance de la productivité est toujours significatif. Dès lors, contraindre l'inflation à la baisse afin de répondre à l'exigence de Maastricht comporterait un coût important.

Les estimations publiées de l'effet BS pour les pays candidats varient en fonction des données et de la méthodologie utilisées. Dans un effort commun, les Banques centrales de la République tchèque, de la Hongrie, de la Pologne, de la Slovaquie et de la Slovénie ont établi des estimations de l'effet BS dans leurs pays respectifs sur la base de données et d'une méthodologie comparables¹¹. Ces estimations fixent l'effet BS à 1-2 % par an pour ces cinq pays. En d'autres termes, l'inflation dans ces pays devrait être, *ceteris paribus*, plus élevée de 1 à 2 % par an par

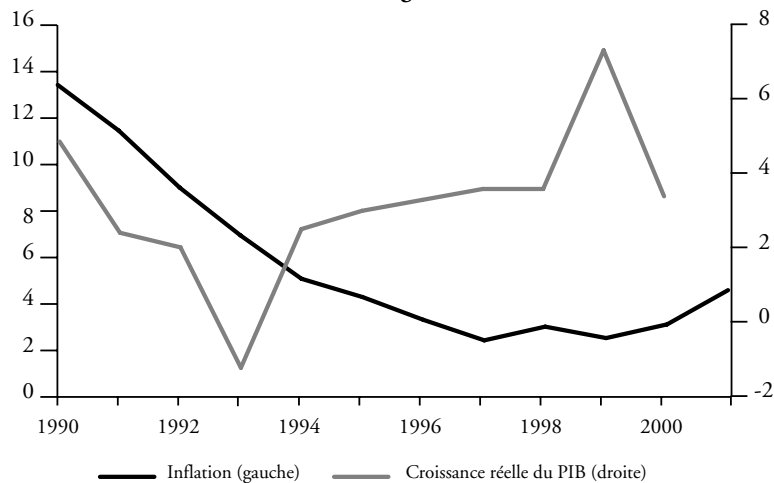
rapport à l'UEM, à cause du taux plus élevé de croissance de la productivité. Ces calculs faisant l'objet d'incertitudes, nous avons effectué une estimation similaire à l'aide de la même méthodologie pour la Grèce durant la période préparatoire (1995-1998) d'adhésion à l'Union monétaire. Selon ce calcul, l'effet BS était de 1 % par an pour la Grèce, ce qui ne diffère pas sensiblement des valeurs obtenues pour les cinq pays candidats considérés.

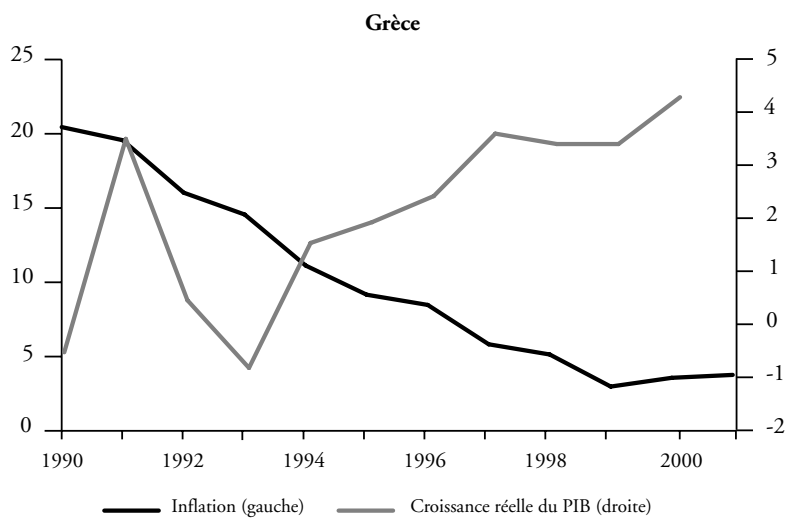
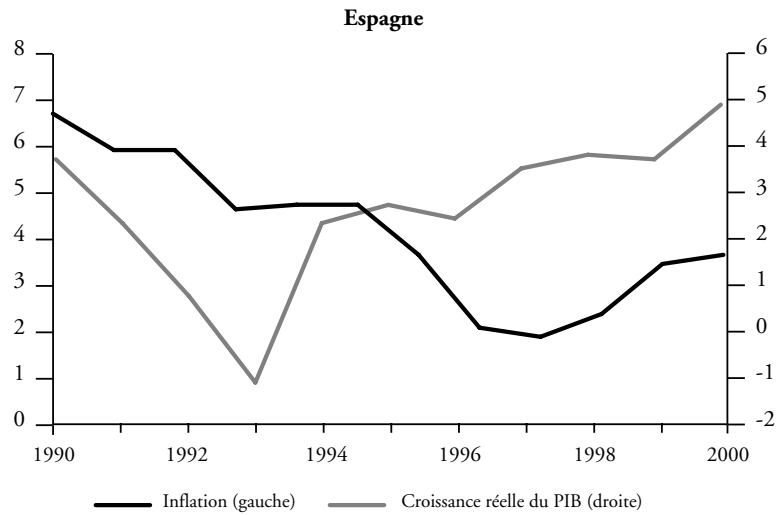
Graphique n° 4
Inflation et croissance
Italie



14

Portugal





Source : FMI, Statistiques financières internationales

Pas nécessairement de sacrifice

Les observations précédentes suggèrent que le respect des critères de Maastricht ne devrait pas être plus compliqué pour les PECO plus avancés que ce n'était le cas pour les pays les moins développés de l'UEM. Cependant, ceci ne répond pas à la question de savoir si les efforts consentis pour satisfaire aux critères de convergence nominaux stipulés par Maastricht ne retardent pas la croissance et donc la conver-



gence réelle ; autrement dit, le ratio de sacrifice n'est-il pas excessif à court terme ? Mesurer le ratio de sacrifice est une question complexe sur laquelle la littérature économique et la recherche empirique peuvent donner des indications, sans toutefois donner de réponses fermes et définitives. L'aspect le plus difficile est de présenter une estimation fiable de la production potentielle par rapport à laquelle le ratio de sacrifice devrait être mesuré. Dans les pays de transition, la tâche est même rendue plus compliquée et les calculs plus incertains en raison des mutations rapides que connaissent leurs structures économiques. À titre indicatif, observons les expériences de la Grèce, de l'Italie, du Portugal et de l'Espagne dans leur préparation à l'UEM. Ces quatre pays étaient dans l'obligation de réduire leur inflation afin de satisfaire au critère d'inflation de Maastricht. Il ressort du graphique n° 4 que la diminution du taux d'inflation dans ces pays dans le courant de la seconde moitié des années 1990 ne s'est pas accompagnée d'un ralentissement, mais au contraire d'un regain du taux de croissance. Cette observation n'est certes pas une preuve qu'il n'existe pas d'arbitrage entre inflation et croissance, mais elle indique du moins que la désinflation ne doit pas nécessairement s'accompagner d'un ralentissement de la croissance, même à court terme.

CRAINTES DE L'ÉLARGISSEMENT HORS DE PROPORTION

Dans tout dialogue constructif, il y a lieu de prendre en considération les craintes pouvant accompagner l'élargissement de l'UEM. Une de ces craintes est que prendre à bord les pays candidats augmentera la pression inflationniste dans la zone euro à cause des mécanismes de l'effet BS. L'impact sur l'inflation de la zone euro devrait être négligeable, étant donné que le PIB des dix pays candidats ne représente que 5 % du PIB de la zone euro élargie par les pays candidats (4 % si le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède sont ajoutés à la zone euro). Mais ceci n'est qu'un argument statistique. Un argument économique est que l'inflation, par exemple en Allemagne, ne devrait pas être affectée par l'augmentation plus rapide des prix des biens non échangés, typiquement les services, par exemple en Grèce ou en Hongrie. La question est alors de savoir si l'objectif d'inflation fixé par la BCE offre suffisamment de marge pour admettre les différentiels d'inflation d'équilibre liés aux écarts d'augmentation de productivité à travers la zone euro - sans imposer de sacrifice injustifié. Le jugement final n'est pas encore possible sur cette question, bien qu'elle ait son importance. D'un point de vue économique, il n'y aurait pas beaucoup de sens à ce que, afin d'atteindre un objectif d'inflation dans toute la zone euro qui aurait pu être fixé trop bas, les prix dans certains pays doivent baisser parce que les



prix des biens non échangés progressent plus rapidement dans d'autres pays ou régions moins développés. Étant donné la taille relativement petite des pays candidats, il se peut que ceci ne devienne jamais une question pratique, mais la question mérite qu'on y prête attention.

Un euro affaibli ?

En relation peut-être avec la crainte d'une inflation plus élevée, on trouve aussi la croyance populaire erronée que l'euro s'affaiblira à cause de l'élargissement. Il est bien connu que l'inflation anticipée n'est pas le seul facteur influençant le taux de change euro-dollar. Ce dernier est également influencé par beaucoup d'autres facteurs, tels que les positions cycliques relatives Union européenne/États-Unis, la croissance économique anticipée et les opportunités d'investissement, les perceptions de la soutenabilité des comptes courants américains, les considérations de liquidité et de partage des risques, ainsi que les événements politiques mondiaux. Ces facteurs influenceront le taux de change différemment à des moments différents. Si l'élargissement de l'Union monétaire devait relever le potentiel de croissance de la zone euro dans son ensemble, il devrait contribuer à renforcer l'euro à moyen ou à long terme.

Pas de message mou

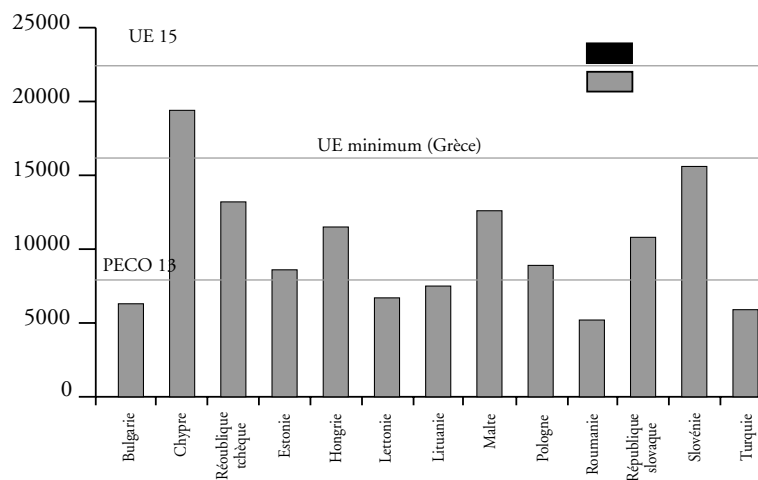
17

Permettez-moi de conclure en partageant certaines réflexions avec vous sur la direction dans laquelle je suggère que nous devrions aller. Dans le débat public en cours au sujet de l'élargissement, nous tendons à considérer les avantages de l'Union monétaire comme acquis et nous insistons sur les risques de l'adhésion. Nous devrions plus parler des avantages - environnement plus stable, efficacité accrue et croissance plus rapide pour les nouveaux pays membres et pour la zone euro dans son ensemble - et encourager les pays candidats à prendre toutes les mesures nécessaires qui les mettront sur la voie de l'adhésion à l'UEM. Le message qui dit : « Ne vous hâtez pas », parce que les pays candidats ont besoin d'une inflation plus élevée et de plus grands déficits budgétaires afin de disposer d'une marge de manœuvre, est un mauvais message. Le Traité de Maastricht a été nécessaire pour apporter la discipline requise et l'enjeu reste le même pour les pays candidats. N'envoyons pas de message mou. La pression des pairs pour adopter les meilleures pratiques est préférable à celle du marché qui peut être brutale et destructrice.

La convergence réelle est également essentielle et il est bon de le souligner lorsque cette expression recouvre le degré de concurrence de marché et les infrastructures économiques, institutionnelles et financières mentionnées dans les critères de Copenhague. Lorsque ces critères

sont satisfaits, ils renforcent la résistance d'un pays aux chocs, ce qui est une condition essentielle pour être un membre à part entière de la zone euro. Cependant, la notion de convergence réelle est parfois étendue - pas explicitement cependant - pour couvrir les niveaux de revenu par personne. Il convient de souligner qu'il n'existe pas de preuves empiriques sur la base desquelles le différentiel de revenus maximum tolérable dans une union monétaire peut être défini. Il y a eu des unions monétaires réussies ou des systèmes de taux de change fixe - ce qui revient à peu près à la même chose - entre des pays ou régions présentant des niveaux de revenus très différents et donc des niveaux de prix et de salaire différents. Des différences importantes existent d'ailleurs encore à l'intérieur même de l'UEM. Comme l'indique le graphique n° 5, le PIB par personne en normes de pouvoir d'achat dans les PECO les plus avancés est déjà, ou n'est plus très loin d'être, au niveau minimum de l'UE, qui est celui de la Grèce. Étant donné la croissance plus rapide dans les PECO, la différence est en train de fondre et le processus sera encore accéléré par l'adhésion à l'UEM.

Graphique n° 5
PIB par tête en normes de pouvoir d'achat, 2000 (en euros)



Source : Eurostat

Le taux d'inflation erroné

Permettez-moi de faire un dernier point. Le critère de Maastricht concernant le taux d'inflation est fixé en référence aux trois pays membres de l'UE où l'inflation est la plus basse. Lorsque ce critère a été formulé, l'Union monétaire européenne n'existait pas encore et il était



normal de fixer la norme au niveau des meilleurs. À présent que l'UEM existe et qu'une politique monétaire unique est en place, il n'est pas très logique de lier le taux de référence à la performance des pays individuels, y compris, le cas échéant, les pays qui sont en dehors de l'Union monétaire. Étant donné l'intégration commerciale avancée des pays candidats avec l'UEM, le taux d'inflation de référence logique et le plus approprié serait l'indice HICP, c'est-à-dire le taux d'inflation moyen dans l'UEM. J'ai fait valoir dans un précédent article que le fait d'imposer un critère d'inflation illogique pourrait contraindre les pays candidats à adopter une attitude de « pesage » : à l'instar du boxeur qui se retient de manger pendant les heures qui précèdent le pesage, seulement pour avoir un repas copieux lorsque le pesage est terminé, les pays pourraient recourir à des mesures excessivement restrictives et artificielles afin de répondre aux critères d'inflation pour finalement relâcher la politique monétaire après leur entrée dans l'UEM. Ceci pourrait entraîner des cycles de type « gonflement et dégonflement » inutiles¹².

Je terminerai par une citation de Robert Mundell¹³ :

« Le Royaume-Uni a maintenant une politique monétaire commune pour la Cornouaille, l'Exeter, le Pays de Galles, l'Écosse, l'Irlande du Nord et toutes les autres régions du Royaume-Uni, et ce, malgré des différences bien connues de salaires et de niveaux de vie. Les différences sont inévitables, cependant, et l'idée de diviser le Royaume-Uni en nombreuses entités séparées, chacune d'elle ayant une monnaie séparée, ne résoudrait pas les problèmes, mais au contraire les exacerberaient ».

NOTES

1. Estonie, République tchèque, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Slovaquie, Slovénie.
2. Mongelli (2002) fournit une synthèse complète de la littérature en matière de ZMO.
3. Voir Banque Nationale de Hongrie (2002).
4. Voir Nicoletti et al (2002).
5. La littérature existante sur la mobilité de la main-d'œuvre est présentée dans Mongelli (2002).
6. Mongelli (2002).
7. La BCE possède un compte rendu relatif au secteur financier des PECO (2001). À propos de la réforme du secteur financier en Hongrie, voir Szapáry (2002).
8. Voir Buti et Sapir (1998).
9. Voir, en particulier, Emerson et al. (1992) et De Grauwe (2000).
10. À l'aide de modèles développés dans la littérature, le personnel de la Banque Nationale de Hongrie a effectué des calculs de l'effet d'accroissement de la production générée par le développement du commerce

pour la Hongrie. L'effet estimé du canal commercial résultant d'une participation à l'UEM s'élève à 0,55-0,76 % de supplément de croissance du PIB par an. Les incertitudes habituelles entourant pareilles estimations s'appliquent également dans ce cas-ci. Voir Banque Nationale de Hongrie (2002).

11. Voir Kovács et al (2002).

12. Voir Szapáry (2000).

13. Mundell (2002).

BIBLIOGRAPHIE

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (2001), « Financial Sector Development and Convergence in Accession Countries : An Overview », document d'information pour le séminaire euro-système avec les banques centrales des pays d'accèsion, Berlin, décembre.

BANQUE NATIONALE DE HONGRIE (2002), « Cost, Benefits and Optimal Timing of The Introduction of The Euro in Hungary », *Occasional paper* 124.

BUTTER, WILLEM H. et GRAFE C. (2002), « Anchor, Float or Abandon Ship : Exchange Rate Regimes for Accession Countries », BERD.

BUTI, SAPIR M. ET A. (1998), *Economic Policy in EMU*, Clarendon Press, Oxford.

DE GRAUWE P. (2002), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, quatrième édition.

EMERSON M., GROS D., ITALIENER A., PISANI-FERRY J. et REICHENBACH H. (1992), *One Market, One Money*, Oxford University Press.

KOVACS, Mihály András, ed. (2002), « On the Estimated Size of the Balassa-Samuelson Effect in Five Central and Eastern European Banque Nationale Countries », Banque Nationale de Hongrie, *Working Paper*, n° 20.

MONGELLI, Francesco Paolo (2002), « New Views on the Optimum Currency Area Theory : What is EMU Telling Us ? », BCE, *Working Paper*, n° 138.

MUNDELL R. (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review* 51 (4) septembre, pp 657-65.

MUNDELL R. (2002), « Interview with Robert Pringle », *Central Banking*, Volume XII, n° 4, Mai, pp 23.

NICOLETTI G., SCARPETTA S. et BOYLAND O. (2002), « Summary Indicators of Product Market Regulation With an Extension to Employment Protection Legislation », OCDE, Economics Department, *Working Paper*, n° 226.

SZAPARY G. (2000), « Maastricht and The Choice of Exchange Rate Regime in The Transition Countries During The Run-up to EMU », CEPS, *Working Paper*, n° 153.

SZAPARY G. (2002), « Banking Sector Reform in Hungary : What Have We Learned and What Are The Prospects ? », *Comparative Economics Studies*, XLIV, N° 1.