

LES PECO SONT-ILS LES BIENVENUS DANS LA ZONE EURO ?

Catherine MATHIEU et Henri STERDYNIAK*

Les pays entrés dans l'Union européenne (UE) en mai 2004 ont vocation à rejoindre la zone euro¹. C'était leur souhait, l'adoption de l'euro garantissant de bas taux d'intérêt, une certaine stabilité monétaire et facilitant l'obtention de financements extérieurs. Contrairement au Royaume-Uni et au Danemark, ils n'ont constitutionnellement pas le droit de choisir de rester en dehors de la zone. Ils sont tenus à se préparer à intégrer la zone euro le plus rapidement possible.

L'entrée dans la zone euro suppose de remplir les critères de Maastricht, dont la justification peut être discutée après huit ans de fonctionnement de la zone. Faut-il imposer aux entrants des règles que les membres actuels ne vérifient pas toujours ? Ces critères ne sont guère appropriés aux déséquilibres spécifiques des NPM-8. Mais la rigidité institutionnelle de l'UE rend toute réforme impossible. Enfin, les institutions européennes ont pris conscience du risque de l'effet pesée où les pays font un effort

insoutenable pour vérifier les critères à la date T, quitte à les enfreindre par la suite. Elles savent maintenant qu'elles n'ont plus guère de pouvoir une fois le pays admis, de sorte qu'elles sont enclines à être plus rigoureuses pour l'admission. Malgré une croissance vigoureuse, les NPM-8 sont loin d'avoir achevé leur rattrapage ; leur stabilité macroéconomique peut sembler trop récente et fragile. Le risque est que les autorités européennes choisissent une interprétation stricte des critères et que les nouveaux membres refusent de faire des efforts compromettant leur croissance, sans garantie d'être récompensés par une adhésion rapide. En 2007, seule la Slovaquie entrera dans la zone euro. Si le fonctionnement de la zone euro n'est pas satisfaisant, faut-il le faire payer aux pays candidats en retardant leur entrée ou faut-il profiter de leur entrée pour l'améliorer ?

Une croissance vigoureuse

En 2005, le PIB des NPM-8 atteint 7 % de celui de la zone euro (12,7 % en parité de pouvoir d'achat, PPA). La Pologne en représente 45 %, la République tchèque 19 %, la Hongrie 15 %, la Slovaquie 7 %, la Slovaquie 5 %, les trois pays baltes 9 %. En PPA, leur PIB par tête est de 52,9 % de celui de la zone euro (contre 41,4 % en 1995), allant de 44 % pour la Lettonie à 76 %

* Cette lettre s'inspire de l'étude : « Convergence and Integration of the New Member States to the Euro Area », *EUROFRAME-EFN Report*, printemps 2006 et des travaux présentés à la conférence EUROFRAME : *Towards an Enlarging European Monetary Union: Challenges for New and Old Member States*, Berlin, juin 2006. Ceux-ci sont disponibles sur : <http://www.euroframe.org>.

1. Nous nous limitons ici aux pays d'Europe centrale et orientale (PECO), les NPM-8 (huit nouveaux pays membres).

TABLEAU I : CROISSANCE ET TAUX DE CHÔMAGE

	Croissance du PIB, moyenne annuelle, en %		Surplus de croissance requis*	PIB relatif par tête (PPA) 2005	Part de l'emploi agricole 2004	Taux de chômage, en % 2006
	1996-2000	2001-2005				
UE-12	2,7	1,4		100	4,5	8,4
NPM-8	4,2	3,8	2,4	52,9	12,0	12,0
Pologne	5,4	3,0	2,9	46,7	19,2	16,2
Hongrie	4,0	4,0	2,2	58,3	5,1	7,7
Rép. tchèque	1,5	3,6	1,4	69,1	4,2	7,7
Slovaquie	3,7	4,9	2,6	51,1	3,9	15,5
Slovénie	4,4	3,4	1,2	76,3	10,5	6,3
Estonie	5,6	7,6	2,6	52,4	5,7	7,0
Lettonie	5,4	8,1	3,0	44,1	12,7	8,4
Lituanie	4,2	7,6	2,9	48,1	15,8	7,1

* Pour rattraper le PIB par tête de l'actuelle zone euro en 25 ans.

Sources : Commission européenne, estimations des auteurs.

pour la Slovénie. Ces pays ont une croissance vigoureuse depuis une dizaine d'années : 4,2 % l'an de 1996 à 2000 ; 3,8 % de 2001 à 2005, soit 2,4 points de plus que la zone euro (tableau 1). À ce rythme, un rattrapage du PIB par tête de la zone euro est envisageable en vingt-cinq ans (sauf peut-être pour la Pologne). Deux pays — Pologne et Slovaquie — connaissent des taux de chômage élevés, bien que sur une tendance baissière. La Pologne, la Lituanie et la Lettonie ont encore un nombre important d'agriculteurs. La convergence des cycles avec ceux de la zone euro est délicate à évaluer ; elle serait forte pour la Slovénie, la Hongrie et la Pologne, mais resterait limitée pour les pays baltes et la République tchèque.

Inflation : malgré Balassa-Samuelson

Cinq des NPM-8 ont actuellement un taux d'inflation supérieur au critère d'entrée (tableau 2), mais c'est aussi le cas de la Grèce, de l'Espagne, du Luxembourg². Selon l'effet Balassa-Samuelson (BS), un pays a un niveau de prix d'autant plus bas qu'il est peu développé. En effet, l'égalisation des prix des produits échangeables nécessite que les salaires soient plus faibles dans les pays à faible productivité ; ceci induit des prix plus bas pour les biens non échangeables. Ainsi, le niveau des prix en Pologne est actuellement de 53 % de celui de la zone euro (selon Eurostat).

TABLEAU 2 : INFLATION ET TAUX D'INTÉRÊT

En juillet 2006	Inflation	Taux court	Taux long
UE-12	2,4	3,1	4,1
Pologne	1,4	4,2	5,6
Hongrie	3,2	6,9	7,6
Rép. tchèque	2,4	2,3	4,0
Slovaquie	5,0	4,9	5,4
Slovénie	1,9	3,3	3,9
Estonie	4,5	3,2	4,2
Lettonie	6,9	4,4	4,3
Lituanie	4,4	3,1	4,3
Critère d'entrée	< 3,05		< 6,55

Sources : BCE, estimations des auteurs.

En contrepartie, les prix augmentent plus rapidement dans les pays en rattrapage économique. Si l'on suppose que celui-ci prendra vingt-cinq ans, l'effet BS justifie 2,4 points par an de hausse du niveau des prix des NPM-8 par rapport à celui de la zone euro. En changes flexibles, cette hausse peut être obtenue par appréciation du taux de change ; en changes fixes, elle requiert une inflation plus forte. Aussi, si les anciens pays de la zone euro visent une inflation de 1,8 % l'an, une inflation de 4 % serait acceptable pour les pays candidats. Le critère d'entrée est donc trop rigide. Les postulants sont contraints à faire un effort artificiel pour entrer (report de hausses de prix administrés, surévaluation du taux de change, baisse des impôts indirects), quitte à relâcher l'effort après. C'est ce qu'ont fait l'Italie (1,8 % d'inflation en 1998, 3,4 % en 2000) et l'Espagne (1,9 % d'inflation en 1998, 3,7 % en 2000). Le chiffrage de l'effet BS est cependant

2. La limite — 1,5 point au-dessus de la moyenne des trois pays de l'UE ayant l'inflation la plus faible — fluctue au mois le mois : 1,6 % en février 2004 ; 3,1% en juin 2006. L'entrée de la Lituanie a été repoussée car l'inflation (2,7%) dépassait la limite (2,6%) calculée à partir de l'inflation de la Suède, Finlande et Pologne, soit trois pays dont deux ne sont pas dans la zone euro.

3. Par définition, le taux du marché monétaire est le même et l'expérience de la zone euro montre que les taux longs nationaux sont très peu différenciés (en juillet 2006, de 4,0 à 4,3%).

délicat : il sera difficile aux autorités communautaires de distinguer les pays qui ont plus d'inflation en raison de cet effet structurel de ceux qui perdent de la compétitivité. L'entrée des NPM-8 induirait une hausse de 0,2 % de l'inflation de la zone. Il faudrait donc que la Banque centrale européenne (BCE) augmente quelque peu son objectif d'inflation ou que les anciens membres abaissent quelque peu le leur.

Des taux d'intérêt trop faibles

Tous les pays, sauf la Hongrie, vérifient actuellement le critère de taux d'intérêt de long terme. Toutefois, le problème est ailleurs. Une fois entrés dans la zone, ces pays auront les mêmes taux nominaux³ que les membres actuels, mais un taux réel corrigé de la croissance plus bas de 4,8 points si l'effet rattrapage joue pour les prix comme pour les volumes. On risque de voir se reproduire le phénomène espagnol : une forte croissance impulsée par un boom du crédit permis par un taux d'intérêt très bas, en particulier pour l'immobilier. Le phénomène serait cumulatif puisque la hausse de la croissance et de l'inflation rend l'endettement encore moins coûteux. Face à cette surchauffe nationale, la politique monétaire globale est impuissante. Ce serait à la politique budgétaire d'agir, par exemple en décourageant l'endettement par la fiscalité. Mais les instances communautaires n'ont guère le moyen de contraindre les pays à agir, d'autant que la surchauffe s'accompagne d'un excédent budgétaire, comme en Irlande en 1999-2000 ou en Espagne depuis 2000. Le problème n'a pas ouvertement été posé pour l'Espagne... Faut-il le faire payer aux NPM-8 ?

Globalement, l'entrée des NPM-8 devrait induire une hausse du taux d'intérêt de l'ordre de 0,4 % en moyenne, si la BCE fixe son taux d'intérêt selon une règle de Taylor, en raison d'une croissance et d'une inflation plus fortes en moyenne. L'effet ne serait pas négligeable pour les anciens pays membres. Une autre crainte est que l'élargissement renforce le poids, dans le Conseil de la BCE, de gouverneurs qui, ne regardant que la situation de leur pays, souhaitent un taux d'intérêt élevé par rapport à ceux qui préfèrent un taux faible : du fait du poids des petits pays, les choix du Conseil seraient biaisés vers des taux trop forts. En fait, même si tous les NPM-8 entraient dans la zone, ces gouverneurs seraient douze sur vingt-six membres du directoire, au lieu de quatre sur dix-huit actuellement : le décideur médian resterait les membres du directoire, qui votent en principe selon la situation moyenne de la zone. Il n'est pas certain, de plus, que les gouverneurs votent selon la situation de leur pays et non de la zone. La réforme récente de la composition du Conseil de la BCE vise précisément à éviter que les petits pays aient une trop forte influence : les gouverneurs des pays à fortes croissance et inflation auraient entre huit à dix droits de vote sur vingt-et-un.

Déficits et dettes publics

La question des déficits et des dettes publics ne se pose pas avec acuité pour la plupart des NPM-8. La vigueur de leur croissance leur permet d'avoir un déficit et une dette relativement limités (tableau 3). Ils bénéficient de subventions de l'UE, mais en contrepartie doivent construire des infrastructures et entreprendre des réformes coûteuses. Le solde des transferts n'est positif que pour les pays les plus pauvres et les plus agricoles. Compte tenu de leur croissance, stabiliser leur dette publique à 50 % du PIB (soit un niveau qui permet de ne pas courir le risque

de se heurter à la limite de 60 %) est compatible avec un déficit de l'ordre de 4,4 % du PIB et un déficit structurel primaire de 2,1 % du PIB. Seules la Hongrie et la République tchèque dépassent ce niveau en 2006. Dans le cas tchèque, ceci se justifie par un effort important d'investissements publics.

Certains pays (Pologne, Hongrie, Slovaquie, Slovénie) ont entrepris des réformes de leurs systèmes de retraite, des fonds de pensions remplaçant en partie des systèmes par répartition. Il en résulte une hausse du déficit de l'ancien système compensé par un excédent des fonds de pensions. Jusqu'à présent, Eurostat acceptait que les fonds de pensions publics restent dans le secteur public, de sorte que leur excédent venait en déduction du déficit public. Ceci prendra fin en 2007 et fera augmenter d'1 à 2 points de PIB le déficit public de ces pays (tableau 3)⁴. Il sera alors particulièrement difficile pour la Hongrie, la Pologne et la Slovaquie de remplir le critère de 3 % pour le déficit public. Ces pays devraient donc faire un effort important de réduction de leur déficit. Le risque est que ce nouvel obstacle ne les décourage.

Quelles politiques de change ?

Les stratégies de change des NPM-8 ont été extrêmement diverses depuis 1992 (tableau 4). Ceux-ci ont arbitrés entre le souci de la compétitivité et de la croissance, qui les incitait à maintenir un taux de change bas, et celui de la lutte contre l'inflation et la surchauffe économique, qui les incitait à pratiquer des taux d'intérêt élevés et donc un taux de change surévalué. La Pologne, la Lituanie, la Slovénie et la Lettonie ont plutôt maintenu un taux de change réel stable, ce qui leur assure des gains de compétitivité, en raison de l'effet Balassa. Au contraire, la Hongrie, la République tchèque et la Slovaquie ont laissé leur taux de change réel s'apprécier, ce qui leur a permis de réduire leur inflation. L'Estonie a choisi une stricte stabilité de son taux de change par rapport à l'euro.

Avant de pouvoir entrer dans la zone euro, les pays doivent adhérer au mécanisme de change européen 2 (MCE2), rester proche d'une valeur pivot pendant au moins deux ans sans dévaluer et sans tensions⁵. En fait, les trois pays qui ont adhéré en juin 2004 ont maintenu un change fixe. La Lettonie a dévalué de 7 % avant d'entrer, puis est restée en change fixe. La monnaie

4. Toutefois, la Commission permet une période transitoire de cinq ans après la mise en place de la réforme. Son coût peut être soustrait du déficit pour 100 % la première année, 80 % la seconde, puis 60 %, 40 %, 20 %. Ceci oblige les pays concernés à un jonglage délicat entre la réforme des retraites et leur candidature à la zone euro.

slovaque reste fluctuante. La difficulté est de choisir la bonne parité d'entrée, qui sera la parité définitive. Chaque pays a connu de fortes fluctuations de son taux de change réel depuis 1992 de sorte qu'il est difficile de définir un taux de change d'équilibre, si tant est que cette notion ait un sens. La Pologne, la République tchèque et surtout les pays baltes et la Hongrie ont sans doute un taux de change surévalué en raison des entrées d'investissements directs étrangers (pays baltes, République tchèque) ou de taux d'intérêt élevés (Pologne, Hongrie).

Durant la période transitoire, la stabilité obligée du taux de change laisse jouer à plein l'effet Balassa-Samuleson et fait donc courir le risque de manquer l'objectif d'inflation. Dévaluer avant d'entrer pour corriger la surévaluation renforce ce risque. Entrer après une appréciation du taux de change fournit une impulsion anti-inflationniste, mais fait courir le risque d'être durablement dans une situation de compétitivité dégradée. À court terme, celle-ci peut être masquée par la croissance de l'endettement et du déficit courant que permet précisément l'entrée dans l'euro. Mais, à moyen terme, l'ajustement sera nécessaire et passera par une phase douloureuse de faible croissance, chômage élevé et stagnation des salaires.

Durant ces deux années probatoires, le pays doit pratiquer une politique budgétaire restrictive et souffrir d'un certain manque de compétitivité tout en pratiquant une stratégie suffisamment crédible pour que son entrée dans la zone ne soit pas mise en doute par les marchés. C'est un délicat exercice d'équilibriste : par exemple, un pays peut faire tout pour avoir une faible inflation en 2007, en diminuant ses impôts indirects et en bénéficiant d'une surévaluation de son change. S'il est refusé, il ne pourra rééditer le même effort avant un certain temps, n'ayant plus les marges budgétaires nécessaires. On comprend que certains pays répugnent à s'y lancer, préférant effectuer d'abord les réformes nécessaires ou assurer leur croissance.

Cinq des NPM-8 ont déjà un déficit extérieur courant dépassant 5 % de leur PIB. Ils s'ajouteraient ainsi à l'Espagne (déficit de 6,5 % du PIB), au Portugal (7,9 %) et à la Grèce (7,7 %). Certes, le total des déficits extérieurs des NPM-8 ne représente que 20 milliards d'euros, contre 98 pour les trois pays du Sud, de sorte qu'il n'aurait guère d'impact au niveau de la zone. Pour beaucoup de ces pays, le déficit courant est compensé par les entrées d'IDE. Mais ceux-ci sont instables,

5. La BCE précise dans ses rapports de convergence (2004, 2006) que ce critère est plus rigoureux que le respect des marges de fluctuations de 15 % du MCE2.

TABLEAU 3 : SOLDES ET DETTES PUBLICS

En % du PIB	Solde public *	Dettes publiques	Solde structurel primaire	FBCF publique	Transferts nets de l'UE/Impact budgétaire de l'accession**
UE-12	- 2,4	70,5	1,0	2,5	
Pologne	- 3,0 (-2,0)	45,5	- 0,8	4,0	0,5/- 0,8
Hongrie	- 6,7 (-1,4)	59,9	- 2,9	2,7	- 0,1/- 1,6
Rép. tchèque	- 3,2	31,5	- 2,2	6,5	- 0,1/- 2,6
Slovaquie	- 2,7 (-1,4)	34,3	- 0,7	1,9	0,3/- 2,0
Slovénie	- 1,9 (-1,0)	47,6	- 0,3	3,4	0,0/- 1,3
Estonie	1,4	3,6	1,3	4,0	1,0/- 0,7
Lettonie	- 1,0	11,3	- 0,6	2,7	1,8/- 0,3
Lituanie	- 0,6	18,9	- 0,3	3,5	1,6/- 0,4
Critère d'entrée	> - 3	< 60			

* Entre parenthèses : effet de l'exclusion des fonds de pension ; ** Moyenne 2004-2006.

Sources : Commission européenne, EUROFRAME-EFN (2006) pour la colonne 5.

souvent motivés par des incitations fiscales injustifiables (pays baltes) et pourraient se tarir. La situation est préoccupante pour la Slovaquie et surtout pour la Lituanie et la Hongrie, qui conjuguent fort déficit extérieur et faible taux d'épargne national (tableau 4).

Grands et petits pays

Les trois plus grands pays (Pologne, Hongrie, République tchèque) ne sont pas encore entrés dans le MCE2, préférant une longue période de transition, en changes flottants, pour faire plus librement des réformes de structures éventuellement coûteuses. Ils pourraient ainsi conserver un déficit public qui ne se cristalliserait pas en une dette trop forte, grâce à la croissance et à l'inflation. Les autres pays, plus petits, espèrent entrer rapidement. La plupart ont encore une inflation supérieure à celle de la zone euro, inflation qu'ils ne peuvent plus guère résorber par une appréciation de leur taux de change ou une baisse des impôts indirects. Les instances européennes se méfient des risques d'instabilité économique et financière des pays baltes, qui ont de forts déficits extérieurs et une forte croissance du crédit. Aussi, seule la Slovaquie a-t-elle été acceptée en 2006 ; l'entrée a été refusée à la Lituanie, qui dépassait de peu la limite d'inflation, le mois de l'examen. Les trois autres pays sont confrontés à une question délicate : faut-il maintenir l'effort ou le relâcher temporairement (pendant deux ou trois ans) pour se donner des marges de manœuvre ?

Élargir sans approfondir ?

L'UE a été élargie sans accord sur l'approfondissement. Le risque est que l'élargissement de la zone euro se fasse de même. Ce serait une nouvelle occasion perdue. Quatre points cruciaux ne sont guère abordés ouvertement :

— Les NPM-8 ont tendance à faire de la concurrence fiscale, en particulier en réduisant leur taux d'impôt sur les sociétés. La Slovaquie et les pays baltes ont introduit un taux unique d'imposition et réduit fortement les prestations sociales. Peut-on progresser vers l'intégration économique sans accord sur la coordination fiscale et le modèle social ?

— Les niveaux de salaires sont très différents : les salaires polonais, hongrois ou tchèques représentent 18 % des salaires allemands en valeur nominale (35 % en PPA). Globalement, l'écart se justifie par des différences de productivité. Mais celles-ci sont beaucoup plus faibles quand une entreprise de l'Ouest

s'installe à l'Est ou quand un travailleur de l'Est s'installe à l'Ouest. Aussi, les écarts de salaires entraînent des phénomènes de délocalisation, qui sont globalement souhaitables pour la convergence, et d'immigration, qui ne le sont pas, car l'objectif doit être un développement harmonieux de chaque pays. La convergence des salaires devrait s'effectuer par la hausse des salaires de l'Est (et non par des pressions à la baisse sur les salaires de l'Ouest). Depuis 2000, la plupart des pays de l'Est jouent le jeu, autorisant de fortes hausses des salaires réels. Par contre, l'Espagne, l'Autriche et surtout l'Allemagne, ont des politiques salariales trop restrictives.

— L'Union monétaire suppose que les pays aient à peu près le même cycle économique et les mêmes besoins en termes de taux de change et de taux d'intérêt. Or les NPM-8 ont structurellement besoin d'un taux d'intérêt plus élevé et d'une appréciation de leur taux de change réel. Surtout, leur stabilité économique n'est pas encore assurée. À certains moments, ils pourront avoir besoin de taux d'intérêt élevés pour freiner la surchauffe ; à d'autres, d'une dévaluation parce qu'ils auront perdu en compétitivité. Doivent-ils s'enfermer rapidement dans le corset de l'euro ?

— L'élargissement accroîtra fortement l'hétérogénéité de la zone, ce qui repose la question de l'organisation des politiques économiques, sachant que les spécificités nationales ne peuvent être traitées que par les politiques budgétaires. La coordination communautaire de la politique économique dans la zone euro s'est jusqu'à présent polarisée sur le contrôle des politiques budgétaires, ce qui lui a fait perdre efficacité et crédibilité. Elle n'a guère tenu compte des spécificités nationales, des différences de besoin de croissance ; elle n'a pas essayé de gérer les différentiels de compétitivité ou d'éviter que certains pays ne connaissent des booms économiques fragiles, grâce à de bas taux d'intérêt réels, au prix de forts déficits extérieurs.

L'UE a le choix entre trois stratégies. La facilité serait de maintenir des critères d'entrée peu adéquats (en espérant décourager les NPM) et de les accueillir dans l'ambiguïté (sans réformes). Elle pourrait fermer la porte de la zone tant que les nouveaux membres n'ont pas atteint un niveau de développement et de stabilité suffisants ; ceux-ci pourraient se polariser sur leur stratégie de rattrapage et oublier les critères de convergence nominale ; mais ils ne bénéficieraient pas de faibles taux d'intérêt et courraient des risques d'instabilité : inflation, fluctuations du taux de change. Ouvrir la porte à grand battant serait préférable, mais ceci suppose un accord sur les coordinations fiscale, sociale et salariale, et sur les principes de gestion des politiques économiques nationales : l'UE en est loin ■

TABLEAU 4 : RÉGIMES DE CHANGE, SOLDES EXTÉRIEURS ET TAUX D'ÉPARGNE

	Régime de change en septembre 2006	Évolution du change depuis 2000 *	Solde extérieur (IDE) en % du PIB en 2005	Taux d'épargne national en 2005
Pologne	Flottant	3,0/3,3	- 1,5 (2,1)	17,5
Hongrie	Flottant avec bande	- 6,9/14,0	- 7,3 (4,8)	15,2
Rép. tchèque	Flottant géré	26,2/30,2	- 2,0 (8,3)	24,1
Slovaquie	MCE2- nov. 2005	13,2/27,0	- 8,6 (4,1)	23,3
Slovénie	MCE2- juin 2004	- 13,8/1,1	- 1,1 (- 0,2)	25,1
Estonie	MCE2- juin 2004	0,0/13,7	- 11,0 (18,2)	25,2
Lettonie	MCE2- juin 2005	- 19,6/- 2,7	- 12,4 (3,2)	21,2
Lituanie	MCE2- juin 2004	7,0/7,0	- 6,9 (2,7)	18,8

* Par rapport à l'euro ; nominal/réel (basé sur les prix du PIB).

Sources : Commission européenne, FMI.