



BANQUE CENTRALE ET CHOIX DE RÉGIMES DE CHANGE POUR LES PAYS CANDIDATS À L'ADHÉSION

WILLEM H. BUITER*

CLEMENS GRAFE**

Cet article étudie les évolutions institutionnelles des Banques centrales ainsi que les régimes de change des anciennes économies centralisées des pays de l'Est, devenues candidates à l'adhésion à l'Union européenne. On compte dix pays dans le groupe des pays « candidats officiels » sur les treize pays retenus en mars 1998 par le processus qui rendra l'élargissement de l'Union européenne possible (la Bulgarie, la République tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, la Roumanie, la République slovaque et la Slovénie)¹.

Cet ensemble de pays était constitué de plusieurs groupes suivant leur degré d'avancement à l'adhésion. La République tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Pologne et la Slovénie étaient supposées rejoindre l'Union européenne (UE) les premières (le groupe 1). Un second groupe contenait la Bulgarie, la Lettonie, la Lituanie, la Roumanie et la République slovaque (le groupe 2)². Depuis le sommet d'Helsinki de novembre 1999, ce classement a été abandonné et remplacé par un système de « file d'attente » non-officielle. Chaque candidat pourra désormais progresser ou reculer vers l'adhésion, selon sa capacité à intégrer les « acquis communautaires » et satisfaire aux autres conditions d'adhésion. Il n'y a plus de doute que ces pays entreront par groupe. De plus, des pays comme la Croatie, qui ne sont actuellement pas sur la liste des « candidats officiels », mais qui, compte tenu de l'état d'avancement de leur transition, sont susceptibles de devenir membres à part entière de l'Union, avant certains candidats officiels, comme la Roumanie dont la position s'est dégradée en 2000 au regard des « acquis ».

* Chef économiste de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement.

** Économiste à la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement.

La traduction en français de cet article a été effectuée par Nicolas Boitout, Université d'Orléans. Les opinions exprimées ici sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la BERD.



Si l'on considère les dates d'adhésion probables, aucun des pays faisant parti du peloton de tête ne pourra vraisemblablement rejoindre l'Union le 1^{er} janvier 2003, la date anticipée, ou souhaitée par quelques-uns d'entre eux. Il existe une possibilité pour que les premières adhésions aient lieu en janvier 2004, mais le 1^{er} janvier 2005 semble être un pari plus sûr.

Des délais supplémentaires sont certainement possibles, puisque effectivement l'élargissement est contingent au succès de réformes internes dans l'Union européenne. Les réformes institutionnelles clés requises, incluent des contentieux tels que l'étendue du veto national, les règles (y compris le poids des votes nationaux), le vote à la majorité qualifiée, et la taille de la Commission. Au nombre des réformes substantielles et critiques, on compte la Réforme de la Politique agricole commune. La Conférence Intergouvernementale de Nice de décembre 2000 a échoué dans sa réforme des institutions européennes en vue d'une union élargie à 25 membres. Les prochaines tentatives sérieuses pour créer des institutions communautaires adaptées sont repoussées à 2004.

La signification exacte du pays candidat à l'adhésion est devenue moins claire au fil du temps. Il est possible de permettre des périodes de transition plus ou moins longues sur des dossiers comme la mobilité de la main d'œuvre et les acquis environnementaux. Récemment, on a observé quelques suggestions telles que : comme au sein d'une Union à plusieurs vitesses, différents membres pourraient traiter les nouveaux venus inégalement ; ou encore, que chaque membre pourrait accorder un traitement différent à chaque nouveau membre. Comme Berglof et Roland (2000) le remarquent : «..., l'adhésion est devenue plus graduelle et sa signification de plus en plus vague ».

Être membre de l'Union n'implique pas l'adhésion immédiate à l'Union économique et monétaire (UEM). Il est, toutefois, vrai que pour l'ensemble des candidats à l'adhésion, toute dérogation, comme ce fut le cas pour le Royaume-Uni et le Danemark, ne sera plus possible. L'obligation de rejoindre l'Union monétaire, une fois les critères de Maastricht satisfaits, fera partie des « acquis communautaires » que les candidats à l'adhésion devront prendre en considération.

Cependant, apprécier quand et si les critères de Maastricht sont satisfaits restera, dans une certaine mesure, à la discrétion des candidats. La Suède, par exemple, n'avait pas de dérogation pour l'UEM, mais en ne respectant pas le critère de participation au Système monétaire européen, elle a évité de devoir rejoindre l'UEM (ce critère stipule que deux années de participation au mécanisme de changes sont nécessaires pour pouvoir candidater).

Les critères macroéconomiques de Maastricht pour l'adhésion à l'UEM sont les suivants : *deux critères financiers*- un rapport déficit public sur PIB

maximum de 3 %, et un ratio endettement public sur PIB maximum de 60 % ; *un critère de taux de l'intérêt* - les taux d'intérêt nominaux à long terme (dix ans) sur la dette publique ne doivent pas dépasser de plus de 2 points la moyenne des taux longs des trois pays les moins inflationnistes ; *un critère de l'inflation* - le taux d'inflation annuel ne doit pas dépasser de plus de 1,5 point la moyenne des trois pays les moins inflationnistes ; et enfin, *un critère de change* - les candidats à l'UEM devront avoir (presque sûrement) adhéré au Mécanisme de change ERM 2. Dans la zone de fluctuations autorisées de +/- 15 %, le taux de change devra avoir été stable (sans contrôle des capitaux ou du change...) pendant les deux années précédant l'adhésion à l'UEM. On notera aussi la contrainte institutionnelle concernant l'indépendance de la *Banque centrale*³.

Un point important que l'on doit garder à l'esprit est que, si la satisfaction de chacun des critères de Maastricht individuellement est accessible pour les autorités monétaires ou budgétaires, la satisfaction de l'ensemble de ces critères ne l'est pas. Par exemple, les cibles de taux d'intérêt et d'inflation (nominaux) exercent des contraintes sur les taux d'intérêt réels et les cibles de taux de change nominaux et d'inflation contraignent l'évolution des taux de change réels. Les taux d'intérêt réels ne peuvent être contrôlés par les autorités domestiques s'il existe un fort degré de mobilité internationale des capitaux, bien qu'ils puissent influencer les primes de risque (défauts) domestiques. Le taux de change réel (le prix relatif des biens échangeables sur les biens non-échangeables) est affecté par la politique fiscale et d'autres mesures structurelles, mais dépend aussi de la vitesse d'évolution de la productivité dans les secteurs des biens échangeables et non échangeables vers les standards européens. Ainsi la probabilité et le *timing* d'entrée dépendront du degré et de la vitesse de convergence, des économies des pays candidats à l'adhésion, aux standards européens, mais les critères n'imposent pas de contraintes sévères sur le régime monétaire autorisé au moment de l'adhésion. Le flottement à l'intérieur d'une bande ou une zone cible étroite, une gestion active du change, un régime de change fixe conventionnel, un *currency board* ou une « euroisation » complète et unilatérale, sont compatibles avec les critères de Maastricht pour l'adhésion à l'UEM⁴.

Dans cet article, nous étudions avec quel degré les pays candidats satisfont actuellement les deux critères essentiels à l'adhésion à l'UEM : les critères d'inflation et de change, ainsi que la probabilité et le désir de voir ces critères respectés dans les 5 à 10 prochaines années^{5/6/7}.

RÉGIME DE CHANGE ET POLITIQUE MONÉTAIRE DES PAYS CANDIDATS : LES PRATIQUES ACTUELLES

Avant de s'interroger sur ce que sera ou devrait être la politique de change des pays candidats, passons en revue les pratiques actuelles. Le

tableau n°1 résume les régimes de change de chacun des 10 pays et contient une brève description des restrictions concernant balance courante et balance des capitaux⁸.

Parmi les 10 pays candidats à l'Union, on relève trois *currency board*, la Bulgarie et l'Estonie vis-à-vis de l'euro, et la Lituanie⁹ vis-à-vis du dollar. La Lettonie applique un régime de change fixe avec un ancrage au DTS, la Hongrie, un système de cible d'inflation proche d'une cible de change avec des marges de 15 %, et les cinq autres autorisent le flottement dirigé du change. Ce type de régime couvre un éventail large de possibilités. En l'état, rien n'indique que les changes flottants gérés seraient une « bonne gestion ». Parmi les six changes flexibles gérés, la République tchèque a une cible d'inflation, hors prix administrés, la République slovaque, une cible d'inflation (noyau dur de l'inflation), la Pologne (cible principale d'inflation) et la Slovénie, une règle de croissance pour M3. La Banque centrale de Roumanie (BCR) recherche la stabilité des prix comme objectif principal, mais sans cible d'inflation.

En plus d'avoir des régimes de change différents, les 10 candidats diffèrent quelque peu dans leur appréciation de la mobilité internationale des capitaux. Notons, à l'aide du tableau n° 1, que l'ensemble des pays respectent l'article 8 des statuts du FMI, qui proscriit les contrôles sur les échanges transitant par la balance courante. Aucun pays n'a complètement libéralisé son compte de capital, même si l'Estonie s'en approche. La Pologne a abandonné ses contrôles sur les flux financiers à long terme, mais conserve quelques restrictions sur les flux financiers à court terme, les investissements directs et les transactions foncières.

Les motivations pour imposer des contrôles aux flux de capitaux, diffèrent parmi les pays et les instruments. Les contrôles sur les capitaux à court terme sont souvent justifiés par le désir d'éviter de fortes fluctuations sur les entrées/sorties de capitaux, qui pourraient affecter la stabilité du change et/ou menacer la liquidité ou la solvabilité des institutions financières domestiques. Les restrictions à l'achat de terrains ou d'immobiliers par les étrangers tendent à être motivées par des considérations non-économiques.

Le mot « court terme » dans les capitaux à « court terme » renvoie au temps restant jusqu'à maturité et non à la durée de détention de l'actif par l'investisseur. S'il existe des marchés secondaires liquides pour des actifs financiers à échéances longues, de fréquents revirements dans les flux de capitaux n'impliquent pas la présence de titres de court terme. Même l'investissement direct est, en principe, aisément réversible, s'il existe un marché liquide et intégré pour les titres de propriétés. Même si la part du passif exprimé en devises reste faible (et ce quelle que soit leur maturité), les pressions spéculatives sur la monnaie sont toujours possibles. Ce qui importe est la capacité ou la possibilité d'être court sur la

Tableau n°1

	Cible Nominale / Régime de Change	Restrictions sur la Balance Courante	Restrictions sur la balance des capitaux
Bulgarie	<i>Currency board</i> (taux fixé à 1.955.83 lev par euro)	Art. 8 du FMI adopté en 1998	Il existe de nombreux contrôles de capitaux, par exemple, sur les titres des marchés de capitaux, les instruments du marché monétaire, les dérivés, les opérations de crédit, les transactions dans l'immobilier, les mouvements de capitaux privés...
République tchèque	Flottement géré contre l'euro, cible d'inflation (nette des prix administrés)	Art. 8 du FMI adopté en 1995	Les contrôles de capitaux ont été largement libéralisés en 1999, mais certains contrôles demeurent comme sur les titres des marchés de capitaux, les instruments du marché monétaire, les titres d'investissements collectifs, les transactions immobilières, et les investissements directs.
Estonie	<i>Currency board</i> (taux fixé à 15.69664 EEK par euro)	Art. 8 adopté en 1994	Presque entièrement libéralisé sauf pour quelques restrictions comme l'achat de terrains par les étrangers.
Hongrie	Bandes de fluctuation du change (+/- 15%), cible d'inflation	Art. VIII adopté en 1996	Le contrôle des capitaux de long terme est libéralisé, mais sur les capitaux de court terme et les transactions dans l'immobilier, des contrôles demeurent.
Lettonie	Changes fixes, 0.8 Lats par DTS	Art. 8 adopté en 1994	Presque entièrement libéralisé sauf quelques contrôles sur les investissements directs et l'achat de terre par les étrangers.
Lituanie	<i>Currency board</i> (taux fixé à 4 LTL par dollar US)	Art. 8 adopté en 1994	Presque entièrement libéralisé sauf quelques contrôles sur les investissements directs et l'achat de terre par les étrangers.
Pologne	Flottement dirigé depuis avril 2000, cible principale d'inflation	Art. 8 adopté en 1995	Le contrôle des capitaux de long terme est libéralisé, mais sur les capitaux de court terme et les transactions dans l'immobilier, des contrôles demeurent.
Roumanie	Flottement dirigé	Art. 8 adopté en 1998	Il existe de nombreux contrôles de capitaux, par exemple, sur les titres des marchés de capitaux, les instruments du marché monétaire, les dérivés, les opérations de crédit, les transactions dans l'immobilier, les mouvements de capitaux privés...
République slovaque	Flottement dirigé avec cible noyau dur d'inflation	Art. 8 adopté en 1995	Par exemple, sur les titres des marchés de capitaux, les instruments du marché monétaire, les dérivés, les opérations de crédit, les transactions dans l'immobilier, les mouvements de capitaux privés...
Slovénie	Flottement géré, cible de croissance annuelle de M3	Art. 8 adopté en 1995	Les contrôles de capitaux ont été largement libéralisés depuis septembre 1999, mais certains contrôles demeurent comme sur les titres des marchés de capitaux, les instruments du marché monétaire, les titres d'investissements collectifs, les transactions immobilières, et les investissements directs.

Sources : Economistes-Pays de la BERD; C. Beaumont, R. Corker, R. van Elkan, D. Iakova (2000); FMI, Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions (1999).



monnaie domestique et long en devises sur le spot, et les marchés d'actifs contingents et *forward*.

De façon plus générale, les modalités d'entrées et sorties de capitaux peuvent différer. Prenons par exemple, le cas de la Pologne, qui a récemment financé un déficit de la balance courante à l'aide principalement d'investissements directs et de revenus des privatisations (ce qui signifie donc des mouvements de même amplitude entre balance des capitaux et balance courante). Rien n'empêche un tel pays de subir une attaque spéculative sur sa monnaie au travers de larges sorties d'investissements en portefeuille, qu'ils soient à court ou long termes.

Même si des restrictions demeurent sur l'ensemble des instruments financiers internationaux, celui-ci est suffisamment vaste pour que chacun des pays candidats soit exposé à une menace de revirement brutal et massif des flux de capitaux.

RÉGIMES DE CHANGE ET POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LES PAYS CANDIDATS À L'ADHÉSION : UNE RÉFLEXION EN TERMES DE ZONE MONÉTAIRE OPTIMALE

320

Quel est le régime de change adapté pour chacun des pays candidats ? Dans l'analyse qui suit, nous restreignons notre étude à la comparaison entre deux régimes de change : le *currency board* et le change flottant avec cible d'inflation. L'expérience des 20 dernières années semble soutenir l'idée que seuls les extrêmes dans le spectre des régimes de change sont viables dans un environnement avec mobilité internationale des capitaux (voir entre autres, Fischer, 2001). Ces deux extrêmes sont un régime de change fixe crédible et un change flottant. Tandis que nous nous concentrerons sur ces deux cas de figures, nous considérerons la possibilité de faire de l'euro, une monnaie parallèle avec cours légal dans les transactions domestiques à l'instar de la devise domestique.

Une monnaie commune ou une union monétaire représente clairement le régime de change le plus crédible. Nous considérons l'Union monétaire comme le régime-cible des candidats qui ont déjà intégré l'Union européenne. Bien entendu, l'Union monétaire avec adhésion complète à l'UEM n'est pas une option préalable à l'adhésion à l'Union européenne, bien que l'adoption unilatérale de l'euro comme monnaie nationale le soit.

Le régime suivant le plus crédible est le principe du *currency board*, défini ici comme un régime de change fixe sans croissance du crédit domestique par la Banque centrale, c'est-à-dire que la base monétaire est entièrement garantie par les réserves en devises. Dans le cas le plus simple, ces réserves sont le seul actif financier des autorités monétaires, avec la base monétaire comme unique passif. L'ancrage peut reposer sur

une seule devise ou un panier de devises, comme dans le cas de la Lettonie avec le DTS. Par simplicité nous considérerons que l'euro est la seule devise de l'ancrage. L'euro peut, mais ce n'est pas une obligation, avoir cours légal dans le pays ayant institué un *currency board*.

Plusieurs variations autour du modèle pur du *currency board* ont été mises en place dans la pratique (voir par exemple, Ghosh, Guld et Wolf, 2000). La plupart impliquent une complexification de la structure du passif ou de l'actif de l'autorité monétaire. Par exemple, les banques commerciales domestiques peuvent disposer de lignes de crédits contingentes avec l'autorité monétaire ; l'autorité monétaire pourrait avoir des lignes de crédit contingentes avec des institutions financières étrangères, publiques ou privées, et l'autorité monétaire peut avoir un pouvoir limité pour accroître le crédit du secteur public ou privé. Chaque enrichissement des hypothèses du modèle strict de *currency board* rapproche ce régime du change fixe mais ajustable.

Un régime de changes flexibles est compatible avec un nombre différent d'ancrages nominaux, comprenant un indice des prix ou des taux d'inflation, ou encore des agrégats monétaires. Nous nous intéressons au ciblage d'inflation en raison de son adoption généralisée ces dernières années et des expériences favorables sous ce régime. La définition de l'indice de prix approprié ainsi que la spécification de l'horizon de cette cible d'inflation seront étudiées plus loin.

Les caractéristiques suivantes d'une économie rendent la flexibilité du change nominal souhaitable :

- (1) de fortes rigidités nominales dans les prix domestiques et/ou les coûts ;
- (2) de forts volumes d'échanges extérieurs en biens et services, faible degré d'ouverture ;
- (3) une plus forte incidence des chocs asymétriques (spécifique au pays) par rapport aux chocs symétriques et/ou les différences de structures économiques domestiques ou bien même les mécanismes spécifiques de transmission qui peuvent entraîner des réponses asymétriques à des chocs pourtant symétriques ;
- (4) une structure de demande et de production moins diversifiée ;
- (5) un degré de mobilité internationale plus faible des facteurs réels (en particulier le facteur travail) ;
- (6) l'absence de mécanismes de transferts budgétaires au niveau supranational et international.

Coût nominal et rigidités des prix

S'il n'existe pas de rigidités nominales significatives ni de rigidités des prix, le choix du régime de change est largement insignifiant. Notons que seules les rigidités nominales importent. Un pays peut être contraint par des rigidités réelles (rigidités des salaires réels, prix relatifs

non-flexibles, coûts du travail hors-salaire élevés, productivité stagnante, immobilité des facteurs de production) et sa performance économique réelle sera médiocre, sans que cela ait des implications sur le choix du régime de change. À moins que ces rigidités réelles puissent être traitées effectivement au travers des variations du taux de change nominal, les performances de ce pays seront tout aussi médiocres avec un taux de change fixe crédible, un change flottant, ou un système de troc bilatéral universel.

La sévérité et la persistance des rigidités nominales deviennent par conséquent une problématique politique et empirique clé. Malheureusement, les résultats empiriques disponibles sont extrêmement opaques et difficiles à interpréter. Même si l'information est disponible, sur la rigidité des contrats de salaires nominaux et des prix, et sur la mesure dans laquelle ils sont synchronisés, son interprétation est évidemment sujette à la critique de Lucas. Ces pratiques contractuelles ne sont pas des états de fait, mais les résultats de choix délibérés. Des changements de l'environnement économique conditionnant ces choix, modifieront les pratiques.

Tester la persistance sur des données de prix et de salaires sera probablement peu instructif. L'observation de corrélations entre les données reflète à la fois de véritables retards structurels, invariants quels que soient les changements de l'environnement économique, et des dynamiques d'anticipations qui ne se modifieront que si les règles du jeu sont perçues comme ayant changé. Il n'y a pas de théorie des rigidités nominales digne de ce nom.

Ceci nous place dans une position inconfortable. Nous pensons que le numéraire importe, bien que nous ne puissions expliquer pourquoi (à l'aide des outils économiques conventionnels). Nous pensons que les rigidités nominales des salaires et des prix sont communes et qu'elles influencent les performances économiques réelles, mais nous ne savons pas comment mesurer ces rigidités, ni si elles seront stables suivant les différents régimes de change à l'étude.

Taille, degré d'ouverture et direction des échanges

L'unité de mesure pertinente pour appréhender la « taille » en économie est le pouvoir de marché. Un grand pays a la capacité d'influencer ses termes de l'échange (le prix relatif des exportations et des importations) ou les prix mondiaux des titres financiers qu'il échange (le taux d'intérêt international). Dans cette perspective, même la Pologne, le pays le plus important des 10 candidats à l'adhésion, est petite.

Un petit pays au regard des biens et services réels (un *price taker* sur les marchés mondiaux des importations et exportations) ne peut pas utiliser les fluctuations de son taux de change nominal pour modifier ses termes de l'échange. Bien sûr, tous les biens et services finals et intermédiaires ne se sont pas tous échangés au niveau international, et le

produit de la main d'œuvre est largement non-échangé. Les rigidités nominales des salaires sont par conséquent suffisantes pour donner au taux de change nominal un poids (temporaire) sur l'économie réelle, au travers de sa capacité à influencer les coûts du travail nominaux relatifs et sa rentabilité.

Un thème commun dans la plupart des approches concernant les zones monétaires optimales, est que plus une économie est ouverte aux échanges de biens et services, plus faibles seront ses gains issus de la flexibilité du change nominal (voir entre autres, Mundell, 1961 ; Mc Kinnon, 1963). Il devrait être évident que cette proposition ne peut pas être correcte. Pour une économie complètement fermée aux échanges de biens et services, le régime de changes n'est pas pertinent, du point de vue de la stabilisation macroéconomique. S'il existe une relation entre le degré d'ouverture et le coût de l'abandon de la flexibilité du change, la relation ne peut pas être monotone.

La plupart des pays d'Europe de l'Est sont bien plus ouverts aux échanges que les anciens candidats à l'Union (Grèce, Irlande, Portugal et Espagne) au moment de leur adhésion, comme le montre le tableau n°2.

Tableau n°2
Échanges (en % du PIB)

	% du PIB (prix actuels)		% du PIB (PPA)	
	1986	1998	1986	1998
Groupe des anciens candidats à l'UE				
Grèce	44	40	15	19
Irlande	103	141	88	134
Portugal	63	72	22	44
Espagne	38	56	18	37
Groupe 1				
République tchèque		121		44
Estonie		169		58
Hongrie		102		42
Pologne		56		26
Slovénie		115		67
Groupe 2				
Bulgarie		91		23
Croatie		89		44
Lettonie		109		37
Lituanie		106		40
Roumanie		60		15
République slovaque		139		46
Moyenne des anciens candidats à l'UE	62	77	36	59
Moyenne groupe 1		113		48
Moyenne groupe 2		101		32

Tandis que les échanges s'élevaient à 62 % du PIB en moyenne pour les précédents candidats, ce ratio est presque deux fois plus élevé pour les candidats du premier groupe, et à peine inférieur pour les pays du groupe 2. À comparer les deux plus grands pays, du groupe 1 et des précédents candidats, on constate que la Pologne est nettement plus ouverte que l'Espagne au moment de son adhésion. Même aujourd'hui, la part des échanges de l'Espagne par rapport au PIB ne représente pas une part supérieure à celle de la Pologne. Cette conclusion est maintenue si on évalue le PIB à l'aide de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) plutôt qu'à l'aide des taux de change actuels. Cependant, la part des échanges de l'Espagne en valeur absolue est aujourd'hui supérieure à ceux de la Pologne. Ceci est vrai pour les moyennes du ratio du groupe 1 et des anciens candidats. En outre, en cas d'évaluation à l'aide de taux de change compatibles avec la PPA, la part des échanges dans le PIB est plus élevée chez les anciens candidats au moment de leur adhésion, que dans les pays du groupe 2.

Comme on peut le voir dans le tableau n°3, la part des échanges des pays candidats avec les pays de l'Euroland est importante :

Tableau n°3

	Commerce avec l'UE + groupe 1	Commerce avec l'UE	Commerce avec l'UEM
	% des échanges totaux	% des échanges totaux	% des échanges totaux
Groupe 1			
République tchèque	75	68	59
Estonie	62	60	39
Hongrie	77	73	65
Pologne	73	67	60
Slovénie	76	70	64
Moyenne	73	68	57
Groupe 2			
Bulgarie		58	38
Croatie		54	32
Lettonie		55	30
Lituanie		43	32
Roumanie		72	56
République slovaque		54	49
Moyenne		56	40

Pour les pays du groupe 1, cette part dépasse 50 % et elle s'élève à plus de 70 % si l'on retient tous les pays de l'Union européenne et du groupe 1. Ainsi, la probabilité que ces pays soient fortement affectés par un choc commercial provenant d'un pays ou d'une région extérieure à l'Union, est plutôt faible¹⁰. Même pendant les turbulences des crises

asiatique et russe, les pays du groupe 1, à l'exception de l'Estonie, n'ont pas été plus affectés que les économies de l'Euroland (voir le *Transition Report 1999*).

Selon la théorie des ZMO conventionnelle, cette concentration des échanges suggère que les pays candidats à l'Union trouveraient un ancrage tout à fait naturelle dans l'euro, s'ils choisissaient d'opter pour le principe d'un *currency board*. Cependant, cet argument ne se semble pas robuste. Probablement que de disposer d'un taux de change flexible vis-à-vis de l'un de ces principaux partenaires commerciaux serait souhaitable en présence de fréquents chocs réels significatifs qui requièrent un ajustement des prix relatifs internationaux, puisque, en présence de rigidités nominales des prix et des coûts, un tel ajustement est plus aisément atteint à l'aide d'un ajustement du change nominal plutôt qu'à l'aide de variations des coûts nominaux domestiques et étrangers et des prix, à taux de change nominal donné.

Quels que soient les mérites de l'argument théorique liant flexibilité du change et ouverture, il est clair qu'au travers de la plupart des mesures, les candidats actuels sont plus ouverts que la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne au moment de leur adhésion. En outre, la plupart entretiennent une très forte proportion de leurs échanges avec un seul ensemble monétaire : l'Euroland.

Chocs asymétriques ou transmission

L'encadrement strict des politiques monétaires imposé aux membres d'une union monétaire est plus coûteux si l'État membre est sujet à de forts chocs asymétriques ou si sa structure est telle qu'elle conduit à des réponses asymétriques sur la production et l'emploi à des chocs symétriques. L'idée qu'un taux de change fixe est plus adapté quand la structure de production et de demande est largement diversifiée doit être comprise comme une proposition sur les conditions sous lesquelles les chocs asymétriques sont moins probables.

Des différences dans la structure de production ou dans la composition de la demande peuvent évoquer l'existence de chocs asymétriques potentiels, ou de transmission asymétrique de chocs symétriques. Le tableau n°4 compare les parts du secteur manufacturier et de l'agriculture dans la valeur ajoutée ainsi que l'emploi des pays du groupe 1 en 1997 avec ceux des derniers entrants dans l'UE en 1986.

Alors qu'il serait préférable d'observer la structure du PIB à un niveau plus détaillé, à première vue, la différence entre les économies du groupe 1 et de l'Union européenne ne semble pas supérieure à celle entre les derniers candidats entrés et la moyenne de l'Union (au moment de leur adhésion). Les deux données du tableau qui se démarquent, sont, la part de l'emploi masculin dans l'agriculture de la Pologne qui s'élève à 21%

Tableau n°4
Structure sectorielle des économies

	Industrie		Agriculture		Agriculture	
	% de la valeur ajoutée		% de la valeur ajoutée		Emploi masculin*	
	1986	1995	1986	1997	1990	1997
Moyenne UE 85	22		4	2,4**	5,6	4,5
Moyenne des derniers entrants	23	18	9	6,1**	17,4	14
Grèce	15	10	13	11,2**	20,5	18
Irlande			9	6,3**	20,7	15
Espagne	26	18	7	3,0**	12,6	10
Portugal	29	25	6	4,0**	15,6	12
Moyenne UE 95		19		3,7**		8
Moyenne groupe 1		23		5		13
République tchèque				4		7
Estonie		18		7		
Hongrie		24		6		11
Pologne		21		5		21
Slovénie 2		9		4		12

* % de la population active

** données de 1994

326

en 1997, et la part de l'agriculture polonaise dans la valeur ajoutée globale qui représente seulement 5 %. Ces deux chiffres soulignent le fossé important entre la productivité agricole et celle de l'économie dans son ensemble en Pologne, un fossé plus conséquent que pour les autres pays du groupe 1.

Identifier et mesurer les chocs ayant affecté par le passé les candidats à l'adhésion, est un exercice réservé aux courageux. L'hypothèse retenue selon laquelle les exemples observés dans les données historiques resteront valables dans le futur, pré- et post-adhésion, est difficile à justifier. Nous nous limiterons à une description statistique très simple. Le tableau n°5 montre comment les évolutions des stocks ont été corrélées durant la période 1994-1998 avec ceux de la France et de l'Allemagne.

Statistiquement, les fluctuations du cycle des affaires peuvent être mesurées par le cycle des stocks. De façon surprenante, on observe dans le tableau n°5, une corrélation négative faible entre l'Allemagne et les Pays-Bas, en dépit du « deutschemark standard » maintenu par les Pays-Bas durant toute la période. Cela suggère que soit les chocs communs sont peu nombreux, soit que la réponse de l'économie hollandaise à ces chocs, que cela soit au travers de mécanismes de régulation de marché ou de la politique, neutralise la plupart de ces chocs symétriques. Le tableau n°5 suggère aussi une corrélation positive plus faible entre le cycle des stocks allemands et celui des pays du groupe 1, qu'entre l'Allemagne et les autres membres de l'Union.

Tableau n°5
Corrélation dans les variations annuelles des stocks entre pays
(1994-1998)

	Corrélation avec la France	Corrélation avec l'Allemagne
Autriche	-0,34	0,95
Belgique	0,72	-0,77
Danemark	0,44	0,02
Finlande	0,66	0,16
France	1,00	-0,11
Allemagne	-0,11	1,00
Grèce	0,96	-0,38
Italie	-0,10	0,29
Irlande	0,62	0,71
Luxembourg	0,67	0,28
Pays-Bas	-0,05	-0,02
Portugal	0,68	-0,03
Espagne	0,45	-0,88
Suède	0,89	0,34
Royaume-Uni	0,92	-0,46
Moyenne	0,46	0,01
République tchèque	-0,62	0,21
Estonie	-0,45	0,84
Hongrie	-0,55	0,31
Pologne	-0,14	0,16
Slovénie	0,87	-0,28
Moyenne	-0,18	0,25

327

La corrélation entre, d'une part, le taux d'intérêt décidé à Frankfort, et d'autre part, les taux fixés par les Banques centrales en Hongrie, République tchèque, Estonie, et Pologne, entre janvier 1998 et septembre 2000, est reportée dans le tableau n°6. Cette corrélation est cohérente avec la proposition selon laquelle seule la politique monétaire polonaise serait largement influencée par, tout d'abord, la Bundesbank, puis la BCE.

Tableau n°6
Corrélation des taux d'intérêt des Banques centrales
(janvier 1998 - septembre 2000)

	Hongrie	Rep. tchèque	Estonie	Pologne	UK
Euro / Allemagne	-0,879991526	-0,879991526	-0,0566075	0,872335	0,852456

Deux considérations supportent la proposition selon laquelle les chocs asymétriques rendent désirables le maintien de la flexibilité du taux de change. Premièrement, les fluctuations du taux de change nominal sont



uniquement la réponse appropriée aux chocs asymétriques sur les marchés des biens et services, c'est-à-dire les chocs sur IS et les chocs sur l'offre agrégée. En réponse à des chocs monétaires asymétriques (chocs sur LM), un taux d'intérêt nominal constant est une politique appropriée. Dans un environnement caractérisé par une parfaite mobilité des capitaux financiers, un taux d'intérêt nominal constant se traduit par un taux de dépréciation anticipé constant du taux de change. Un taux de change crédible est le moyen le plus simple de fournir cette réponse optimale aux chocs sur LM¹¹.

Deuxièmement, il est important de ne pas être impressionné outre-mesure par l'efficacité des marchés financiers en général, et des marchés des changes en particulier. Le marché des changes et le taux de change peuvent être une source de chocs exogènes tout autant qu'un mécanisme d'ajustement aux chocs sur les fondamentaux. L'un ne va pas sans l'autre. Les avantages potentiels de la flexibilité du change, comme mécanisme d'ajustement effectif ou d'absorbeur de chocs, sont contrebalancés par les inconvénients indiscutables des perturbations excessives et des fluctuations erratiques du change, infligeant des ajustements réels inutiles sur le reste de l'économie.

Mobilité limitée des ressources réelles

328

Il est clair qu'un fort degré de mobilité des facteurs réels peut être un substitut effectif aux ajustements nominaux du taux de change, face à des chocs asymétriques. En effet, la mobilité des facteurs permet des ajustements réels de long terme, voire permanents, à des chocs réels asymétriques, réponse que la flexibilité du change nominal ne peut autoriser. Les facteurs réels dont la mobilité importe sont le travail et le capital physique ou réel.

La mobilité du capital réel, à l'intérieur et entre les nations, est imparfaite ou limitée, même quand la mobilité des capitaux est parfaite. Dès que le capital physique (usine, machinerie et autres équipements, infrastructure) est installé, il devient coûteux de le déplacer géographiquement. Il y a quelques exemples de déplacements de capital tels que les *Jumbo jets*, qui se déplacent rapidement et à faible coût, ainsi que d'usines complètes déplacées par le rail ou par bateau. La vision conventionnelle de la littérature sur les ZMO est que, dans une première approximation, le capital réel ne peut être déplacé. L'investissement brut neuf peut effectivement être réalloué au sein des frontières nationales, et la mobilité du capital financier peut faciliter ce processus, en autorisant le découplage entre épargne nationale et formation brute de capital fixe. Ce n'est pas, cependant, un processus réellement significatif à fréquences régulières.

Les développements technologiques des dernières décennies pourraient



rendre l'argument selon lequel le capital physique, une fois installé, devient très coûteux à déplacer, moins pertinent. Tandis qu'une machinerie classique est potentiellement démesurément chère à déplacer, de nombreuses lignes d'assemblage de produits high-tech sont très chères par rapport à leur poids, leur volume, leur fragilité et leur nature généralement peu maniable - les déterminants approchés du coût d'un déménagement. Elles peuvent être et sont déplacées sur de grandes distances en réponse à des changements de coûts relatifs de production (ou à des changements dans les autres déterminants de la rentabilité).

Il subsiste de nombreux obstacles à la mobilité du facteur travail, entre les pays candidats à l'Union et les actuels membres de l'UEM et de l'UE. De nombreux obstacles sont de nature culturelle, dont linguistiques, ainsi que législatifs et administratifs. Tandis qu'à l'intérieur de l'UE actuel, les permis de travail sont de l'histoire ancienne et la reconnaissance mutuelle des qualifications professionnelles devient désormais la norme plutôt que l'exception, la mobilité transfrontalière entre les membres de l'Union reste limitée.

Quels que soient les obstacles culturels, législatifs ou administratifs à la mobilité du travail entre les pays candidats à l'Union et les membres actuels (au cours des années précédant et suivant l'adhésion), les flux de migration nets entre deux régions ou pays sont assurés d'être plus importants là où, les différences de salaires réels ou de niveau de revenu par tête sont élevées. Le tableau n° 7 résume l'information utile à cet égard.

Ce tableau montre que, au taux de change courant, le revenu par tête en 1998 dans le groupe 1 (à l'exception de la Slovaquie), comparé à la moyenne de l'Euroland, est la moitié, voire moins, de ce que représentaient les derniers entrants dans la moyenne de la Communauté européenne de 1986. Ceci suggère que les flux migratoires des pays candidats vers l'Union seraient significativement supérieurs à ceux observés à la fin des années 1980 et 1990, surtout si les accords de transition ou intérimaires entre les pays candidats et l'UE autorisent un relâchement significatif des obstacles législatifs et administratifs actuellement en vigueur.

Cependant le tableau n° 7 montre qu'en taux de change PPA, ces différences sont largement plus faibles. Ceci reflète l'argument, largement discuté auparavant, que des comparaisons de PIB calculé aux taux de change courants, conduisent à des niveaux de PIB relatifs, pour les pays en transition, significativement inférieurs à ceux obtenus par un calcul avec la PPA. Cela reflète donc que le prix relatif des biens non-échangeables en biens échangeables est significativement supérieur dans les pays industriellement avancés par rapport aux économies en transition, y compris les candidats à l'Union.

Tableau n°7
PIB comparé à l'Euroland, en \$ courant et PPA

	PNB par tête en % des prix de marché moyens		PPA	
	1986	1997	1986	1997
% de l'UE 99				
Grèce	46	55		
Irlande	64	85		
Portugal	31	49		
Espagne	57	64		
Moyenne	49	63		
République tchèque		25		57
Estonie		15		35
Hongrie		21		46
Pologne		18		35
Slovénie		44		67
Moyenne		25		48
% de l'UE 85				
Grèce	39	48	62	68
Irlande	55	73	48	76
Portugal	27	42	49	62
Espagne	49	55	62	68
Moyenne	42	54	55	69

330

Stabilisation budgétaire supranationale

Est-ce qu'une autorité budgétaire supranationale avec des capacités redistributives sérieuses des actuels membres de l'UEM vers les candidats à l'adhésion, pourraient compenser la perte de l'instrument du change en cas d'adoption d'un *currency board* vis-à-vis de l'euro, ou en temps voulu, en cas d'adoption de l'euro ? Une brève réponse technique est « non ». La politique de stabilisation budgétaire sera efficace si différer les impôts et emprunter pour financer la perte de recettes en résultant, permet d'accroître la demande agrégée. Ce sera le cas, soit si les consommateurs sont myopes, et sont incapables de réaliser que la valeur actualisée des impôts présents et futurs ne serait pas affectée par le timing des taxes, ou si les crédits d'impôts redistribuent des ressources entre les ménages avec différentes propensions à consommer.

À moins que l'autorité budgétaire fédérale supranationale d'une union monétaire ne dispose d'un accès privilégié aux marchés financiers, il n'y a rien que les autorités fédérales puissent atteindre en termes de stabilisation budgétaire qui ne pourrait être atteint par des autorités budgétaires nationales, voire moins. Les surplus et déficits des autorités nationales, reflétés, dans une certaine mesure, par les déséquilibres des balances courantes nationales, sont un parfait substitut de la stabilisation budgétaire supranationale.



Une étude de Bayoumi et Masson (1994), s'appuyant des travaux antérieurs de Sachs et Sala-i-Martin (1992), analyse les flux régionaux des impôts fédéraux et des transferts aux États-Unis et au Canada. Ils essaient de distinguer entre les flux budgétaires de long terme (l'élément redistributif) et les réponses de court terme aux cycles des affaires régionaux, qu'ils identifient comme l'élément de stabilisation. Ils montrent qu'aux États-Unis, les flux de long terme s'élèvent à 22 cents par dollar redistribué pour 31 cents par dollar pour la part de stabilisation. Dans le cas du Canada, les chiffres correspondants sont de 39 cents et 17 cents respectivement. Bien qu'intéressantes, ces études ne nous renseignent en rien sur la possibilité de la politique de compensation de la perte de l'instrument du change du pays candidat renonçant à son autonomie monétaire. Les propriétés redistributives de long terme du budget ne sont pas pertinentes, car le taux de change n'est pas un instrument de redistribution à long terme. Les propriétés de stabilisation du système fiscal importe, mais cette stabilisation peut tout autant être assurée au niveau supranational ou national, voire inférieur.

Dans la mesure où l'union monétaire participe d'un projet d'intégration politique plus vaste, les pressions politiques peuvent émerger pour des redistributions de long terme parmi ses pays membres. Ce que les chiffres des études de Bayoumi et Masson, ainsi que de Sachs et Sala-i-Martin, nous enseignent, c'est que les États-Unis et le Canada constituent des sociétés et pas uniquement des économies, et aussi comment les notions de solidarité nationale et de cohésion sociale régionale se concrétisent en mesures redistributives au travers d'un mécanisme de transfert budgétaire.

CURRENCY BOARD OU FLOTTEMENT AVEC CIBLE D'INFLATION : LEQUEL DOMINE ?

Le currency board

Un *currency board* est certainement le régime de change fixe le plus crédible, bien que tout ce qui a été fait politiquement, peut être aussi défait politiquement. Un pur *currency board* admet deux caractéristiques clés : un taux de change irrévocable et la prohibition de l'expansion du crédit domestique par la Banque centrale. La base monétaire totale est garantie par les réserves en devises. Il y a plusieurs avantages, qui impliquent tous que cet arrangement institutionnel soit perçu comme crédible et permanent.

Le premier avantage est que le coût, en termes réels, d'un *currency board* est inférieur à celui d'une autorité monétaire traditionnelle. Évidemment, régulation et supervision bancaire sont toujours nécessaires, mais elles ne sont pas forcément du ressort des autorités monétaires.



Le second avantage est qu'une nation adoptant un tel régime abandonne définitivement l'étiquette de déficits budgétaires financés par émission monétaire. Dans une économie bien gérée, avec une autorité politique bienveillante, compétente et crédible, ce serait en fait un inconvénient (voir Calvo *et al.*, 1992). Le seigneurage peut être une source de recettes fiscales utiles pour un gouvernement en mal de liquidités. Il n'y a aucune raison de croire que le taux d'inflation observé avec un régime de *currency board* sera toujours proche du taux optimal du point de vue néoclassique des finances publiques.

Cependant, l'Économie politique enseigne que la planche à billets est une grande séductrice, et que la liberté d'émettre des instruments monétaires à souhait, est souvent détournée, leçons souvent brutales tirées de l'histoire. Évidemment, une expansion raisonnée du crédit domestique par les autorités monétaires n'est pas atteinte uniquement à l'aide d'un *currency board*¹². Toute Banque centrale indépendante (soit instinctivement conservatrice avec indépendance opérationnelle et indépendance de cible, soit uniquement avec une indépendance opérationnelle mais dédiée à la stabilité des prix, par mandat extérieur) peut empêcher, en principe, les abus de la planche à billets. Ceci, cependant, pose un nombre de questions clés. Est-ce que politique et Banque centrale indépendante sont compatibles, à la fois en termes opérationnels et de cible ? Comment une telle Banque centrale intégrerait un mandat décrété de l'extérieur, de stabilité des prix ? Et qui imposerait un tel mandat ?

Dans beaucoup de pays en transition, la Banque centrale n'est tout simplement pas indépendante. Et quand elle est indépendante, ce n'est pas une indépendance effective. Le problème est accentué par le fait que les Banques centrales dans les pays en transition, loin de résumer leur action à celle d'une Banque centrale traditionnelle, à savoir politique monétaire, supervision et régulation des systèmes bancaires et financiers, joue aussi un rôle de banque de développement avec des objectifs commerciaux.

Parmi les fonctions traditionnelles de la Banque centrale est celle de prêteur en dernier ressort, qui permet d'éviter les crises de liquidité, dont par exemple les ruées bancaires au cours d'une crise financière. Au cours de telles circonstances, la Banque centrale devrait prêter librement contre les meilleurs collatéraux disponibles, et à des taux répressifs. Si une crise de liquidité devient une crise de solvabilité, la Banque centrale ne dispose pas de ressources pour agir effectivement. Seul l'état, au travers du Trésor avec son pouvoir fiscal, a les capacités de recapitaliser des institutions financières insolubles.

Un inconvénient évident du principe du *currency board* est qu'il ne peut exister de prêteur en dernier ressort puisque toute expansion du



crédit domestique par la Banque centrale est interdite (voir Chang et al., 1998 ; della Paolera *et al.*, 1999). Il y a plusieurs façons de privatiser partiellement la fonction de prêteur en dernier ressort en autorisant des lignes de crédits contingentes, mais ceci reste inévitablement limité.

Un *currency board* acquière tout son sens pour un petit pays, fortement ouvert. Dans ce cas, ce pays doit ancrer sa monnaie à une devise ou un panier de devises qui représente une part essentielle de ces échanges extérieurs. Pour tous les pays candidats à l'adhésion, l'euro (ou tout panier de devises avec l'euro en proportion dominante) se révélerait un choix naturel. S'ancrer au dollar ou aux DTS, est la porte ouverte aux problèmes.

Les diverses expériences de currency board

Comme nous l'avons déjà mentionné auparavant, il a souvent été évoqué que le principe du *currency board* (comme tout régime de change fixe et crédible) implique un coût significatif en termes de croissance réelle anticipée pour le long terme, car la Banque centrale est incapable de stabiliser la production à la suite de chocs asymétriques. Un papier récent de Ghosh *et al.* (2000) discrédite cette vision en étudiant systématiquement les performances en termes de croissance des pays qui ont mis en place un *currency board*. Sous contrôle des facteurs traditionnels de croissance, ils ont montré, qu'à l'inverse d'une réduction de la croissance, de meilleures performances étaient atteintes. La critique évidente de ce type d'approche met en avant ce que les économètres appellent un biais de sélection dans l'échantillon. Il se peut tout à fait que les compétences des gouvernements des pays avec *currency board* soient élevées, alors qu'inversement les compétences des autres pays soit plus mitigées.

Au sein des pays en transition, il y a de même peu de preuves que la stabilité monétaire des pays avec *currency board* ait été échangée contre une croissance ou une stabilité réelle de la production. Même si la Bulgarie et les pays baltes ont souffert de la crise russe et de la crise du Kosovo, on peut arguer que la situation aurait pu être pire sans *currency board*.

La cible d'inflation

La cible d'inflation a été « en vogue » dans la plupart des pays industrialisés pendant quelque temps. Bien que la Fed ne la respecte pas formellement, ses règles opérationnelles sous la présidence de Volcker et de Greenspan, suivent de fait une cible d'inflation. La Banque d'Angleterre l'utilise depuis 1992 et la BCE depuis 1999 (même sans l'admettre). La Nouvelle-Zélande, l'Australie et le Canada utilisent aussi une règle d'inflation. Donc, pourquoi pas les candidats à l'Union ?

Bien qu'il y ait quelques différences parmi les autorités monétaires



mentionnées ci-dessus dans leur façon de construire et de mettre en place une cible d'inflation, on trouve un ensemble commun d'exigences clés communes à ces trois institutions. Ceci va bien au-delà de l'annonce par le gouvernement d'une cible d'inflation à court terme. On peut résumer cet ensemble ainsi :

1. l'annonce publique d'une cible chiffrée pour l'inflation à moyen terme, pour un panier de biens et services clairement défini^{13/14} ;
2. un engagement institutionnel à la stabilité des prix, objectif principal de la politique monétaire, auquel tous les autres objectifs sont subordonnés ;
3. un ensemble crédible d'instruments monétaires lié à l'objectif d'inflation à moyen terme, qui mobilise toute l'information disponible ;
4. une transparence de la politique monétaire par des déclarations publiques.

La règle d'inflation présente l'avantage certain qu'un pays peut conserver le contrôle sur sa masse monétaire, ce qui est en principe souhaitable en présence de chocs asymétriques. Néanmoins, dans de nombreux pays, il a été difficile de profiter de cet avantage. L'indépendance monétaire autorise la flexibilité (la possibilité de répondre aux chocs), mais le revers de cette flexibilité est l'opportunisme, c'est-à-dire, une politique discrétionnaire, dans le sens négatif de l'absence de pré-engagement crédible. L'indépendance associée à une discrétion opportuniste a été discréditée par l'expérience inflationniste des années 1970, et la politique monétaire reposant sur des règles, c'est-à-dire la politique monétaire fondée sur un pré-engagement crédible, jouit d'un prestige inégalé auprès des économistes orthodoxes. Bien sûr, les règles peuvent, en principe, être flexibles, des règles contingentes qui autorisent des réponses en fonction des événements. Malheureusement, il semble plutôt compliqué de mettre par écrit la règle optimale (flexible, mais avec engagement). Ainsi, par exemple, dans le cas de la Nouvelle Zélande, une des premières converties aux règles de politique monétaire, il existe maintenant un consensus sur le fait que la Banque centrale ne disposait pas d'une discrétion positive suffisante, c'est-à-dire d'une flexibilité, à l'aube de la crise asiatique.

En outre, les bénéfices de l'indépendance monétaire dans la plupart des pays candidats ne devraient pas être surestimés. La politique monétaire ne sera certainement pas effective pour stabiliser la production car le crédit, les dépôts et les marchés de dettes sont encore sous-développés. En outre, tout particulièrement pour les pays les moins avancés, une part substantielle des dépôts et des crédits continue d'être exprimée en monnaies étrangères. Ainsi, les changements dans les coûts et la disponibilité du crédit domestique ne pourront pas avoir d'effets importants et immédiats sur la production, *via* le canal du crédit et le canal du taux d'intérêt.



Accepter l'inflation comme l'objectif ultime de la politique monétaire en abandonnant l'objectif de stabilisation du taux de change peut engendrer des conséquences importantes sur le système bancaire. Tout particulièrement dans les pays les moins avancés de la zone, de larges parts des bilans des banques sont exprimés en dollar et autres devises fortes. Même si les bilans bancaires sont équilibrés au regard du passif et de l'actif en devises, ceci ne constitue pas une assurance adéquate contre les pertes en cas de larges fluctuations du change. Une dépréciation importante peut conduire au défaut de contreparties endettées en devises auprès de la banque, sans avoir équilibré leurs positions en devises dans leurs bilans. De tels défauts peuvent avoir des effets déstabilisants sur le système bancaire.

Une exigence plus importante que la cible d'inflation est l'engagement institutionnel de la Banque centrale à l'objectif de stabilité des prix. Ceci permet de tenir le conseil des gouverneurs de l'autorité monétaire à l'écart du débat politique partisan. Les membres du conseil de la Banque ne devraient pas entretenir de relations étroites avec les partis politiques ou les factions. Ils devraient être nommés pour un seul mandat, qui devrait être plus long que le cycle électoral.

Tout le succès d'une règle d'inflation repose sur une réputation difficilement acquise. La Bundesbank, durant la plupart de son existence, tout comme le président de la Fed, disposent ou disposaient d'un statut divin aux yeux du public. Ainsi, ils étaient ou sont relativement bien isolés des pressions politiques de court terme. Aucun gouvernement ou universitaire en Allemagne ne critiquait la Bundesbank pour les ralentissements conjoncturels.

Tandis que la réputation est longue à installer, l'expérience de la Banque d'Angleterre a montré qu'il était possible de gagner la confiance des marchés financiers sans devoir construire une réputation avec soin sur le long terme. Un élément clé dans l'acquisition d'une réputation est la transparence et l'engagement actif à expliquer les décisions politiques auprès du public. La Banque d'Angleterre, qui a acquis son indépendance opérationnelle seulement en juin 1997, a été plus loin en publiant sous quinzaine ces réunions pour la fixation des taux mensuels, le compte rendu de ses réunions, ainsi que les votes de chacun des membres du Comité de politique monétaire. Elle publie aussi un rapport d'inflation trimestriel, résumant sa perception sur les performances de la politique monétaire passée et future ainsi que ses prévisions d'inflation. Certains auteurs n'hésitent pas à dire que la communication publique de sa stratégie a été un élément central de réussite de la règle d'inflation dans les pays développés au cours des dernières années. Dans la même veine, les résultats en demi-teinte de la BCE depuis janvier 1999, ont été attribués à son manque d'ouverture, de transparence et de



responsabilité, au regard tout à la fois de ses objectifs et procédures opérationnelles.

La cible d'inflation optimale

Depuis ces dernières années, de nombreux travaux se sont intéressés à ce qui constitue un taux d'inflation optimal. Ceci implique la composition du panier de la cible, l'horizon de cette cible ainsi que la valeur numérique assignée à cette cible. Actuellement la Banque centrale de Tchéquie poursuit une cible d'inflation nette (inflation purgée des prix administrés et des effets de l'évolution fiscale)¹⁵ à trente mois. La Banque centrale polonaise cependant cible l'inflation à un horizon de 18 mois.

Le consensus concernant des économies largement ouvertes semble être un horizon de moyen terme pour la cible d'inflation afin de filtrer les variations temporaires du taux d'inflation, comme celles dues à des variations transitoires du change. L'avantage de cette approche sur le ciblage d'un panier de prix à la consommation est d'autant plus élevé que l'économie est ouverte, et que les flux de capitaux sont volatils. Tout particulièrement quand les marchés financiers domestiques et le marché des changes manquent de profondeur et de largeur, les flux de capitaux peuvent aisément avoir des effets temporaires sur le taux de change.

Les enjeux posés par l'intégration financière internationale continueront d'être importants pour les pays candidats, mais au final, ses effets sont probablement bénéfiques, et permettront qu'une régulation effective et une supervision des marchés et institutions financières soient établies. Avec une population rapidement vieillissante, les taux d'épargne domestiques sont probablement insuffisants pour financer le remplacement du capital installé et l'expansion nécessaire pour rattraper le niveau de l'UE (voir le *Transition Report 2000*). Les flux d'IDE sont primordiaux pour le transfert international technologique et de savoir-faire. La possibilité de diversification internationale de portefeuille offre des possibilités de couverture non disponible au niveau domestique.

Le revers de cette intégration financière internationale est que le système de marchés internationaux peut être une source de volatilité, de chocs et d'instabilité. La volatilité du change se reflète dans la volatilité des prix de biens importés et fluctuations du taux d'inflation. Cet effet est d'autant plus fort que l'économie est ouverte aux échanges de biens et services. Une sensibilité non-désirée de la politique monétaire domestique aux mouvements à court terme du taux d'inflation peut être déstabilisant pour l'économie réelle. Une politique expérimentée filtre les perturbations sur les prix observés, le taux de change et les signaux d'inflation afin d'extraire un signal sur le taux d'inflation sous-jacent. Il est parfois avancé que si les pays en transition fortement ouverts retien-

nent une cible d'inflation, ils devraient cibler une inflation « générée de façon domestique ». Malheureusement, il n'existe pas de moyen « propre » pour séparer l'inflation domestique de l'inflation importée.

*QUAND L'EFFET BALASSA-SAMUELSON RENCONTRE
LES CRITÈRES DE TAUX DE CHANGE ET D'INFLATION
DE L'UNION*

Il peut exister un conflit entre une caractéristique clé des candidats à l'adhésion et les critères d'inflation et de change pour la participation à l'UEM. Nous allons montrer que, à moins que le critère d'inflation soit relâché ou réinterprété pour les candidats adoptant le principe du *currency board* (ou tout autre régime de change fixe crédible), l'UEM ne sera accessible qu'au prix d'une récession inutile des candidats.

De même, pour les candidats à l'Union monétaire qui adoptent un régime de changes flottants, il serait nécessaire de réinterpréter le critère de stabilité des changes si le critère d'inflation est satisfait. En effet, à la différence d'une dépréciation significative du change, des appréciations significatives du change devraient être autorisées durant la période probatoire de deux ans.

Ensemble les critères d'inflation et de change réduisent l'étendue des fluctuations pour le taux de change réel pour les candidats à l'entrée dans l'Euroland. Ainsi, obtenir, par exemple, une appréciation réelle implique soit une appréciation nominale (à taux d'inflation constants à la fois des candidats et de l'Euroland) soit un taux d'inflation domestique supérieur à celui de l'Euroland (à taux de change nominal constant).

Les taux de change réels des pays en transition sont volatils et sujets à des fluctuations importantes à moyen terme. Peu de doute, cependant, que pour la plupart des candidats, on peut anticiper, en parallèle au processus de transition et de convergence, une appréciation significative du taux de change réel. Cette prévision se fonde sur l'effet Balassa-Samuelson (voir Balassa, 1964 ; Samuelson, 1964 et 1994 ; Heston, Nuxoll et Summers, 1994).

Soit π_T^A le taux d'inflation des biens échangés dans le pays en transition, et π_T^E le taux d'inflation des biens échangés dans l'Euroland et ε le taux de dépréciation proportionnel de la monnaie du pays candidat vis-à-vis de l'euro. Supposons que la « loi du prix unique » s'applique pour les biens échangeables, c'est-à-dire que, les forces d'arbitrage internationales égalisent les prix des biens et services échangeables (exprimé dans une monnaie commune) entre le pays candidat et la zone. Ainsi :

$$\pi_T^A = \pi_T^E + \varepsilon \quad (1.1)$$

Le taux d'inflation pertinent pour le critère d'inflation à l'adhésion à l'UEM est le taux d'inflation d'un indice des prix des biens à la consommation au sens large, ce qui inclut tout à la fois les biens échangeables et non-échangeables. Soit π^A et π_N^A le taux d'inflation IPC, et le taux d'inflation des biens non-échangeables du pays candidat et π^E et π_N^E le taux d'inflation IPC, et le taux d'inflation des biens non-échangeables, dans l'Euroland. La part des biens non-échangés dans la consommation est aussi bien pour le pays candidat que dans l'Euroland. Il s'ensuit que :

$$\pi^i = \alpha \pi_N^i + (1 - \alpha) \pi_T^i \quad i = A, E \quad (1.2)$$

Le prix des biens (non-)échangeables est fixé à l'aide d'une marge sur les coûts d'une unité de travail. Supposons que le taux de croissance des salaires à l'intérieur d'un pays soit identique pour les deux secteurs et que le taux soit constant. Le taux de salaire des salaires nominaux dans le pays i est donc w^i et les taux de croissance de la productivité sectorielle sont dénotés g_N^i et g_T^i , $i = A, E$. On obtient donc :

$$\pi^A - \pi^E = \varepsilon + \alpha \left[(g_T^A - g_N^A) - (g_T^E - g_N^E) \right] \quad (1.3)$$

338

Ainsi, sous des hypothèses raisonnables, la différence entre les taux d'inflation (IPC) des deux entités est égale au taux proportionnel de dépréciation du taux de change nominal plus la part (commune) des biens non-échangeables dans le panier de consommation, multiplié par le différentiel de croissance de la productivité entre les secteurs des biens échangeables et non-échangeables du pays candidat sur le même différentiel calculé pour l'Euroland. Il semble possible que le différentiel de croissance de la productivité entre le secteur des biens échangeables et non-échangeables soit plus important pour le candidat à l'adhésion que dans l'Euroland, car la convergence de la productivité pourrait être plus rapide dans le secteur exposé que dans le secteur protégé. Cela signifie que le prix relatif des biens non-échangeables sur les biens échangeables va croître plus rapidement dans le pays candidat que dans l'Euroland. Ceci implique que, à taux de change donné, le taux d'inflation global sera supérieur pour le candidat à l'adhésion que dans l'Euroland.

Le tableau n° 7 est cohérent avec cette présentation. Il montre que, premièrement, il existe un écart important en termes de revenu réel par tête, et par conséquent dans la productivité agrégée du travail, entre les pays candidats et les membres actuels de l'Union. La convergence de la productivité agrégée est par conséquent possible, et, selon nous, probable. Deuxièmement, l'écart entre les PNB réels par tête est plus important s'il est estimé au taux de change de marché plutôt qu'avec un taux de change tiré de la PPA. Le revenu par tête réel moyen du groupe 1

représente 21 % de celui calculé dans l'Euroland, quand on utilise le taux de change du marché et 48 % avec les taux de change PPA. Ceci implique que le prix relatif des biens non-échangeables sur biens échangeables est inférieur dans les pays candidats que dans l'Euroland, reflétant un différentiel plus grand entre les niveaux de productivité dans le secteur des biens échangeables de l'Euroland et des candidats qu'entre les niveaux de productivité dans le secteur des biens non-échangeables. S'il y a convergence graduelle sur une base secteur par secteur, le prix relatif des biens non-échangeables va s'élever dans les pays en transition, alors que le différentiel de croissance de la productivité entre les secteurs biens échangeables et non échangeables est supposé supérieur au différentiel de croissance de la productivité dans l'Euroland, correspondant.

Si, en cas de pleine utilisation des capacités de production, et d'un taux de change fixe, le taux d'inflation semblait dépasser les 1,5 % autorisés par le critère de Maastricht, la seule façon pour un candidat de respecter le critère d'inflation en changes fixes serait d'accepter une récession ponctuelle pour diminuer le taux d'inflation pendant une période d'un an minimum pour retrouver le niveau requis par le traité de Maastricht. En rejoignant l'UEM, cependant, le taux d'inflation dans l'ancien pays candidat va continuer à dépasser ceux des membres plus anciens de l'UEM, d'une marge impliquée par l'effet Balassa-Samuelson, tant que ces différentiels de croissance de productivité intersectorielle n'auront pas convergé.

Une solution plus élégante, autorisant les candidats à l'UEM à maintenir un taux de change fixe sans subir une récession inutile serait de redéfinir le critère d'inflation en termes de taux d'inflation des biens échangés uniquement

Instaurer un *currency board* quand le taux d'inflation domestique est bien au-dessus de ce qui peut être expliqué par l'effet Balassa-Samuelson conduirait à une période de baisse de la compétitivité en raison de l'inertie ou de la rugosité dans la boucle prix-salaires domestique. Ramener l'inflation au niveau requis, à taux de change fixes, par l'effet Balassa-Samuelson et dédommager de la perte initiale de compétitivité va requérir une période de surcapacité. Les taux d'inflation diffèrent encore de manière significative entre les candidats à l'Union, comme l'illustre le tableau n° 8.

Dans le groupe 1, le taux d'inflation le plus faible en 1999 a été obtenu par la République tchèque, avec 2,1 %. La Hongrie obtenant le taux le plus élevé avec 10,1 %, suivi par la Pologne avec 7,3 %. Le taux d'inflation de la Pologne en 2000 est certainement plus proche de 10 % comme celui de la Hongrie

Notons que si un candidat à l'UEM sujet à l'effet Balassa-Samuelson choisissait de laisser son taux de change flotter, il aurait des problèmes

Tableau n°8
Taux d'inflation

	1986	1999
Groupe 1		
République tchèque		2,1
Estonie		3,3
Hongrie		10,1
Pologne		7,3
Slovénie		6,1
Moyenne		5,8
Groupe 2		
Bulgarie		0,7
Croatie		4,2
Lettonie		2,4
Lituanie		0,8
Roumanie		45,8
Moyenne		10,8
Les membres les plus récents de l'UE		
Grèce	23,0	
Irlande	3,8	
Portugal	11,7	
Espagne	8,8	
Moyenne	11,8	
Moyenne de l'UE	2,4	1,1

340

pour respecter les critères de Maastricht. Considérons le cas d'une politique monétaire dans un pays candidat dont l'objectif est de restreindre l'inflation à 1,5 % au-dessus du niveau de l'Euroland, mais que le différentiel d'inflation généré par l'effet Balassa-Samuelson est supérieur à 1,5 % pour un taux de change donné et à plein emploi des capacités de production. La réponse à l'équilibre du taux de change serait une appréciation. Cela pourrait empêcher le candidat de respecter le critère de change, suivant l'interprétation qui en est retenue. L'effet Balassa-Samuelson n'excède certainement pas les 15 % de marge de fluctuations du Mécanisme de Change Européen pendant deux ans, en supposant que le taux de change démarre au milieu de la bande, mais les traités ne spécifient pas s'il est suffisant de rester à l'intérieur de la bande de fluctuation autorisée pour satisfaire le critère de change. Une façon de résoudre ce problème serait d'accepter une interprétation asymétrique du critère de change, en autorisant les réévaluations mais pas les dévaluations¹⁶.

Tant que le candidat en transition n'a pas structurellement évolué jusqu'au point où il n'y a plus besoin d'une appréciation ferme de son taux de change, il pourrait être difficile de respecter conjointement les critères d'inflation et de change. Les deux façons de résoudre ce dilemme



sont (1) de réinterpréter le critère d'inflation et d'appliquer uniquement un taux d'inflation sur les biens échangeables et (2) de respecter le critère de stabilité du taux de change de façon asymétrique, autorisant les appréciations nominales réelles durant les deux années précédant l'adhésion à l'UEM.

L'EURO : UNE MONNAIE PARALLÈLE POUR LES CANDIDATS À L'ADHÉSION

Une façon pour un pays candidat de témoigner son souhait d'intégrer éventuellement l'UEM, est d'accepter l'euro comme monnaie parallèle. L'euro serait déclaré comme ayant cours légal pour toutes les transactions à l'intérieur de la juridiction du pays candidat, dans les mêmes termes que la monnaie domestique. Les résidents pourraient ouvrir des comptes en euro dans les institutions financières locales. L'introduction de l'euro comme monnaie parallèle, c'est-à-dire, comme une monnaie concurrente avec un statut de cours légal, circulant avec la monnaie domestique et librement convertible pourrait apporter une discipline monétaire supplémentaire. Les deux monnaies deviendraient de plus proches substituts. En faisant de l'euro un meilleur substitut direct pour la devise locale, toute tentative de financement par l'inflation se traduirait par un déplacement de la demande de monnaie de la monnaie locale vers l'euro. À la limite, toute anticipation de dépréciation non nulle de la devise contre l'euro devrait conduire à une demande nulle de monnaie locale. Réciproquement, toute anticipation non nulle d'appréciation de la devise contre l'euro devrait se traduire par une demande d'euros à des fins de transactions domestiques nulles - un pur monde à la Kareken et Wallace (Kareken et Wallace, 1981)¹⁷. Mais avec des conditions plus réalistes, la sensibilité de la demande pour la monnaie locale à l'appréciation/dépréciation du taux de change serait certaine de s'accroître si l'euro avait cours légal.

Une variété de régimes de change et monétaires sont compatibles avec une telle compétition monétaire directe. À un extrême, il y a l'adoption unilatérale de l'euro comme seule monnaie à cours légal, et l'élimination de la monnaie domestique. Un *currency board* est cohérent avec une circulation en parallèle de l'euro, tout autant que les régimes de changes flottants dirigés. Bien sûr, si l'euro et la monnaie locale deviennent de parfaits substituts directs, même un régime de changes flottants ne serait plus compatible qu'avec des équilibres de taux de change constants. Toute anticipation de dépréciation ou d'appréciation impliquerait l'abandon total de la devise qui est supposée s'affaiblir.

Il existe un précédent historique avec les monnaies parallèles, et avec le comportement des taux d'inflation pour deux devises et du taux de change entre elles. Un régime de monnaies parallèles ou bi-monétaire a



été utilisé avec succès comme mécanisme de transition pour atteindre la stabilité monétaire au Brésil en 1994, pendant le « Plan real ». Le Brésil adoptait une nouvelle devise, le real, ancrée et complètement garantie par des réserves en dollar. Le real a circulé en parallèle avec l'ancienne devise, le cruzeiro, qui était la monnaie fiduciaire brésilienne non-rattachée au dollar. Après quelques mois, les agents économiques se sont tournés, de leur propre initiative, vers la nouvelle devise pour régler leurs factures et signer des contrats. Ils abandonnèrent progressivement la vieille devise comme moyen de transaction. Le résultat fut une rapide réduction de la valeur réelle de l'ancienne devise et son abolition *de facto* (et plus tard *de jure*). Plus tard encore, bien sûr, le lien entre le real et le dollar fut abandonné et le real devint nominal.

Les monnaies parallèles ont une histoire encore plus ancienne, qui se retrouvent dans les pays de l'Est au cours de périodes extraordinaires. En 1921, le gouvernement soviétique, dans le cadre de la Nouvelle économie politique (NEP), décida de créer une nouvelle devise, le chervonets, gagée sur l'or. Pendant deux ans, cette monnaie va circuler en parallèle du rouble (appelé sovznak). Les prix se stabilisèrent immédiatement dans la nouvelle devise, tandis qu'inflation et dévaluation continuèrent dans l'ancienne devise, avec un financement monétaire du déficit (avec l'ancienne devise). Quand le budget retrouva l'équilibre en 1924, l'ancienne devise avait été complètement répudiée avec l'hyperinflation et tous les contrats furent exprimés en chervonets à des prix stables (Cagan, 1956 ; Rostowski et Shapiro, 1992 ; Fischer, 1994). On peut analyser ce cas d'école comme une approximation en temps réel de l'équilibre de Kareken-Wallace.

342

*CONCLUSION : LA CIBLE D'INFLATION EST-ELLE
UNE MEILLEURE OPTION QU'UN CURRENCY BOARD
POUR LES PAYS CANDIDATS À L'ADHÉSION ?*

Les critères d'entrée dans l'Union économique et monétaire incluent dans leur version actuelle, un plafond pour le taux d'inflation autorisé, un an avant l'adhésion, relativement au prix d'un panier de biens de consommation défini par Eurostat. Une contrainte ou un objectif de stabilité du taux de change est aussi imposé pour une période de deux ans avant l'adhésion. Les marges de fluctuation (supposées de +/- 15 %) autorisées doivent être satisfaites sans dévaluation.

Il est clair que ces critères n'autorisent pas une parfaite adéquation avec soit un *currency board* soit une cible d'inflation. À cause de l'effet Balassa-Samuelson, la mise en place d'un *currency board* peut tout à fait ne pas générer un taux d'inflation inférieur au seuil maximum imposé par le traité de Maastricht, à moins que l'économie ne soit gérée avec un gaspillage des ressources.



Une cible pure d'inflation est cohérente avec un taux de change très volatil et avec mésalignements persistants à moyen terme. La crédibilité de toute cible d'inflation sera rognée par l'exigence de voir le taux de change maintenu dans une zone cible spécifique. De plus, le critère d'inflation du traité de Maastricht implique un indice de prix à la consommation brut, sans distinction entre l'inflation actuelle et le noyau dur de l'inflation ou entre des effets permanents et transitoires dans le taux d'inflation.

Il semble peu probable que le principe du *currency board* puisse permettre de donner satisfaction sur le critère d'inflation à l'entrée dans l'UEM sans récession inutile. L'alternative raisonnable, une re-spécification du plafond inflationniste en termes d'inflation du prix des biens échangeables (et de façon préférable, en termes du noyau dur de l'inflation du prix des biens échangeables), nécessiterait une modification du traité.

La cible d'inflation peut, à moins que le taux de change ne devienne trop volatil, permettre d'atteindre les conditions de stabilité du taux de change et de l'inflation, requises pour l'adhésion à l'UEM, si le critère de taux de change est interprété de manière asymétrique, en autorisant des appréciations ou réévaluations.

L'introduction de l'euro comme monnaie parallèle dans les pays en transition mérite d'être sérieusement considérée. Une telle décision ne porte pas préjudice aux détails du régime monétaire et du taux de change. Il pourrait être interprété comme un moyen de signaler le souhait d'une éventuelle « euroisation », à travers l'adhésion à l'UEM, sans l'obligation d'abandonner la devise locale par une euroisation unilatérale.

ANNEXE

Critères pour l'adhésion à l'UE et à l'UEM

Les critères pour l'adhésion à l'UE.

En 1993, lors du Conseil européen de Copenhague, Les États membres ont franchi une étape significative vers l'élargissement en déclarant que « Les pays associés d'Europe Centrale et Orientale, qui le désirent, pourront devenir membres de l'Union européenne ». Cette déclaration se poursuit en énonçant les critères à remplir par les pays avant l'adhésion, les critères de Copenhague.

Comme il a été déclaré à Copenhague, l'adhésion exige que le pays candidat :

- ait atteint une stabilité institutionnelle garantissant la démocratie, le respect de la loi, des droits de l'homme et la protection des minorités ; l'existence d'une économie de marché comme la capacité d'affronter la pression concurrentielle et les forces de marché à l'intérieur de l'Union ; la capacité

d'assumer les obligations de membres dont les objectifs de l'Union politique, économique et monétaire ;

• ait créé : les conditions de son intégration au travers de la réforme de sa structure administrative, afin que la législation communautaire, transposée dans la législation nationale soit effectivement mise en vigueur au travers des structures administratives et juridiques.

Ainsi, la seule condition dans ces critères qui pose la question du régime monétaire, est que chaque adhérent fasse les efforts nécessaires pour rejoindre l'Union économique et monétaire dans le moyen terme. Aucun ne pourra négocier une option telle que celle de la Grande Bretagne.

Les critères d'adhésion à l'UEM.

Les critères pour l'adhésion à l'Union monétaire sont beaucoup plus spécifiques. Ils établissent des cibles claires pour l'inflation, le taux d'intérêt nominal, le taux de change, le déficit budgétaire et le ratio endettement sur PIB.

Taux d'inflation	Un État membre devra prouver une stabilité des prix qui soit soutenable et un taux d'inflation moyen, observé sur une période d'un an avant examen, qui ne devra pas dépasser de plus de 1,5 point celui des trois États membres les meilleurs en termes de stabilité des prix. L'inflation devra être mesurée à l'aide de l'indice des prix à la consommation sur une base comparable, en prenant en compte les différences dans les définitions nationales.
Taux d'intérêt	Sur une période d'un an avant examen, un État membre devra avoir un taux d'intérêt moyen qui ne devra pas dépasser de plus de 2 points, celui des trois pays les meilleurs en termes de stabilité des prix. Les taux d'intérêt devront être mesurés sur la base des obligations d'État de long terme, ou titres comparables, en prenant en compte les différences nationales.
Taux de change	Un État membre devra respecter les marges de fluctuation normales à l'œuvre dans le Système monétaire européen sans tensions importantes pendant au moins deux ans avant examen. En particulier, L'État membre ne devra pas dévaluer sa monnaie de sa propre initiative sur la période.
Déficit budgétaire	Le déficit budgétaire ne devra pas dépasser 3 % du PIB, ou devra chuter substantiellement, ou seulement être temporairement au-dessus de ce seuil.
Ration de dette publique	L'endettement public brut ne devra pas dépasser 60 % du PIB aux prix de marché, ou devra au moins montrer une baisse significative (en taux) et approcher la valeur de référence à un taux satisfaisant.

Ainsi, un régime de changes fixes vis-à-vis de l'euro (en y incluant un *currency board* avec l'euro comme référence) devrait être cohérente avec les critères de Maastricht, comme un régime de changes flottants qui ne sortirait pas des marges de fluctuation autorisées, actuellement de 15%.

NOTES

1. Les trois autres candidats officiels sont Chypre, Malte et la Turquie.
2. Chypre était le sixième membre de ce groupe.
3. Pour plus de précisions, voir l'annexe.
4. L'adoption de l'euro comme seule devise domestique avec cours légal par le candidat à l'union monétaire est-elle cohérente avec les critères ? Un argument favorable repose sur le fait, qu'en l'état, il n'y a plus lieu pour le Conseil des Ministres de trancher sur le taux de conversion au passage à l'euro. Le pays candidat aura réussi à déterminer unilatéralement ce taux. Même si la monnaie domestique n'est pas formellement abolie et conserve cours légal avec l'euro, l'usage de cette monnaie comme moyen de paiement, numéraire et réserve de valeurs pourrait être découragée aisément. Le taux de conversion adopté par le Conseil pourrait être obsolète si la monnaie domestique a, *de facto*, ou *de jure*, disparu.
5. Le critère d'indépendance de la Banque centrale n'apparaît pas comme essentielle dans les débats sur la « conditionnalité » de l'adhésion à l'UEM. Mais il pourrait devenir une contrainte « impérative, obligatoire » pour l'un des candidats les plus avancés, la République tchèque, qui modifie actuellement les statuts de sa Banque centrale afin de se mettre en conformité avec les critères de Maastricht. Le critère de taux d'intérêt sera plutôt difficile à respecter pour un certain nombre de candidats, en raison de l'étroitesse, voire l'inexistence, du marché des obligations d'état à 10 ans dans de nombreux pays.
6. Nous ne considérerons pas les régimes de change avec plusieurs parités officielles pour les transactions de la balance courante. Il est difficile d'envisager des circonstances dans lesquelles l'efficacité, la stabilité et l'équité sont assurées avec un régime de multi-parités officielles. Quand une même marchandise est échangée à prix différents, cela génère distorsions, corruption et recherche de rentes. Les régimes à taux de change multiples impliquent généralement un déficit « quasi-budgétaire » pour la Banque centrale.
7. Les critères de dette publique et de déficit budgétaire ont été interprétés avec tant de flexibilité pour les candidats du premier round (1^{er} janvier 1999) et pour la Grèce qui a rejoint l'Union Monétaire le 1^{er} Janvier 2001, qu'il est difficilement concevable d'envisager une interprétation stricte pour les futurs candidats. Le critère de taux d'intérêt se trouve de fait vérifié si les critères d'inflation, de change et d'endettement public le sont.
8. L'article 8 des statuts du FMI impose aux pays membres la levée des contrôles sur les échanges « courants ».
9. La Lituanie prévoit de modifier son ancrage vers l'euro en février 2002.
10. Mais non négligeable, comme l'a démontré la récente envolée du prix du brut.
11. Il s'agit d'une extension directe de Poole (1970) d'une économie ouverte dans un environnement de marchés financiers mondiaux intégrés (voir Buitier, 1997).
12. Si tel est le cas, le monde entier ne serait pas capable de mettre en place des politiques d'expansion du crédit domestique raisonnées.
13. Ce peut être un point-cible, une fourchette ou un plafond.
14. La Fed n'annonce pas de valeur chiffrée pour sa cible d'inflation. Ses objectifs regroupent la recherche du plein-emploi, la stabilité des prix et des taux d'intérêt.
15. Notons que ceci est plus facile à dire qu'à faire. Supprimer simplement les prix administrés de l'indice des prix est presque un non-sens. Le comportement de la composante - prix non-administrés - est certainement dépendante du comportement des prix administrés. Par exemple, geler les prix administrés dans un environnement inflationniste est potentiellement inflationniste pour les prix non-administrés.
16. Le Traité n'interdit pas explicitement les réévaluations ou les appréciations du taux de change. Seules les dévaluations sont explicitement désignées comme incompatibles avec la participation à l'UEM.
17. La base monétaire est supposée ne pas porter intérêt. L'univers de Kareken et Wallace a la propriété supplémentaire que le niveau du taux de change d'équilibre (anticipé), même constant, est indéterminé. Les prix nominaux et/ou les rigidités nominales élimineraient cette indétermination, mais pas l'exigence que le taux de change d'équilibre soit constant.

BIBLIOGRAPHIE

- BALASSA B. (1964), « The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal », *Journal of Political Economy*, December.
- BAYOUMI T. and P. R. MASSON (1994), « Fiscal flows in the United States and Canada: Lessons for monetary union in Europe. » *Discussion Paper* 1057, Centre for Economic Policy Research (November).
- BEAUMONT C., R. CORKER, R. VAN ELKAN and D. IAKOVA (2000), « Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies-Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession. » *IMF Policy Discussion Paper* PDP/00/3.
- BERD (2000), *Transition Report 2000*, London, UK.
- BERGLOF E. and G. ROLAND (2000), « From Regatta to 'Big Bang' - The Impact of the EU Accession Strategy on Reforms in Central and Eastern Europe », *IMF Working Paper*, August.
- BUITER W. (1997), « The economic case for monetary union in the European Union. » in C. Deissenberg, R.F. Owen and D. Ulph eds. *European Economic Integration*, supplement to the *Review of International Economics*, 5(4): pp. 0-35.
- BUITER W. H. and A. S. SIBERT (2000), « Targets, Instruments and Institutional Arrangements for an Effective Monetary Authority », Seventh L.K. Jha Memorial Lecture, October, Reserve Bank of India.
- CAGAN P. (1956), « The monetary dynamics of hyperinflation », in Milton Friedman ed. *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, the University of Chicago Press.
- CALVO G. A. and L. LEIDERMAN (1992), « Optimal inflation tax under precommitment: Theory and evidence. » *American Economic Review* (March), pp. 179-94.
- CHANG Roberto and Andres VELASCO (1998), « Financial fragility and the exchange rate regime. » NBER *Working Paper* 6469 (March).
- CHRISTOFFERSON P. F. and R.F. WESCOTT (1999), « Is Poland Ready for Inflation Targeting? » *IMF Working Paper* WP/99/41.
- DELLA PAOLERA G. and A. TAYLOR (1999), « Internal versus external convertibility and developing country financial crisis: Lessons from the Argentinean bank bail out of the 1930's. » NBER *Working Paper* 7386 (October).
- FISCHER S. (1994) « Russia and the Soviet Union Then and Now », in O.J. Blanchard, K.A. Froot and J.D. Sachs eds. *The Transition in Eastern Europe*, Vol. 1. *Country Studies*, pp. 221-252. NBER, The University of Chicago Press, Chicago and London.
- FISCHER S. (2001), « Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? », Mimeo, IMF, January.
- FRANKEL J. A. (1999), « No single currency regime is right for all countries or at all times. » NBER *Working Paper* 7338 (September).
- GHOSH A. R., A.-M. GULDE and H. C. WOLF (2000), « Currency boards: more than a quick fix », *Economic Policy* 31, October 2000, pp. 271-335.
- GULDE A.-M., J. KÄHKÖNEN and P. KELLER (2000), « Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone », *IMF Policy Discussion Paper*, PDP/00/1, January.
- HESTON A., D. A. NUXOLL and R. SUMMERS (1994), « The Differential-Productivity Hypothesis and Purchasing-Power Parities: Some New Evidence », *Review of International Economics*, 2(3), October, pp. 227-43.
- KAREKEN J. and N. WALLACE (1981), « The indeterminacy of equilibrium exchange rates », *Quarterly Journal of Economics* 96, May, pp. 207-22.
- 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* PDP/99/5.
- MCKINNON R. I. (1963), « Optimum currency areas. » *American Economic Review* 53 (September), pp. 717-25.
- MISHKIN F. S. (2000), « Inflation targeting in emerging market countries. » NBER *Working Paper* 7618.

- MORALES A. R. (2000), « Czech Koruna and Polish Zloty currency options: information content and EU-accession implications. » *IMF Working Paper* WP/00/91.
- MUNDELL R. A. (1961), « A theory of optimum currency areas. » *American Economic Review* 51 (September): pp. 657-665.
- POOLE (1970), « Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macromodel », *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 197-216.
- ROSTOWSKI J. and J. SHAPIRO (1992), « Secondary Currencies in the Russian Hyperinflation and Stabilisation of 1921-1924 », LSE Centre for Economic Performance *Discussion Paper* n° 59.
- ROUBINI N. (1998), « The case against currency boards: debunking 10 myths about the benefits of currency boards. » NYU Stern Mimeo.
- SACHS J. D. and X. SALA-I-MARTIN (1992), « Fiscal federalism and optimum currency areas. » in Matthew B. Canzoneri, Vittorio U. Grilli and Paul R. Masson, eds., *Establishing a central bank: Issues in Europe and lessons from the U.S.* Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- SAMUELSON P. A. (1964), « Theoretical Notes On Trade Problems », *Review of Economics and Statistics*, May.
- SAMUELSON P. A. (1994), « Facets of Balassa-Samuelson Thirty Years Later », *Review of International Economics*; 2(3), October, pp. 201-26.

