

Chapitre 2

Politiques visant à préparer la voie à l'adhésion à la zone euro

Bien que la Slovaquie progresse de façon satisfaisante vers la mise en conformité avec les critères de Maastricht en vue de l'adhésion à la zone euro, les problèmes posés par « l'impossible trinité » donnent à penser que des risques demeurent. Les résultats récents en matière budgétaire et d'inflation ont été bons et les fortes pressions s'exerçant dans le sens d'une appréciation de la couronne se sont récemment atténuées. Cependant, ni le risque d'une appréciation excessive du taux de change conjuguée à une recrudescence de l'inflation, ni celui d'un assainissement budgétaire insuffisant ne sauraient être éliminés. Plusieurs orientations d'action sont proposées pour minimiser ces risques et mettre en évidence la crédibilité de l'engagement de la Slovaquie à l'égard de la réforme structurelle et d'une gestion macroéconomique prudente.

L'article 121 du traité de la CE fixe les quatre critères de convergence auxquels un état membre doit satisfaire pour participer à la zone euro : faible inflation; taux de change stable; situation budgétaire soutenable n'accusant pas de déficit excessif et faibles taux d'intérêt¹. Le calendrier établi par le gouvernement envisage l'adoption de l'euro en janvier 2009, ce qui implique une intégration dans le MCE II au milieu de 2006 au plus tard et la mise en conformité avec les critères budgétaires et d'inflation d'ici à 2007. L'examen de la République slovaque aura lieu au milieu de 2008².

Le processus de mise en conformité avec les quatre critères de convergence est loin d'être simple et « l'impossible trinité » constitue un enjeu de taille. Cette expression désigne une situation où les décideurs souhaiteraient réaliser simultanément trois objectifs contradictoires : fixité du taux de change; libre mobilité des capitaux et indépendance de la politique monétaire. Le fait que seulement deux de ces trois politiques sont mutuellement compatibles oblige les responsables à décider d'en abandonner une : Obstfeld et Taylor (1998) ont ainsi parlé de « *trilemme* ». Les pays faisant partie d'une union monétaire ont choisi de renoncer à l'indépendance de la politique monétaire (et au taux de change entre pays de l'union). Un grand nombre d'autres pays abandonnent le contrôle du taux de change en choisissant le libre flottement. Le contrôle des mouvements de capitaux est beaucoup moins courant.

Cependant, malgré la réalité indéniable de ce trilemme³, il y a aussi un grand nombre de responsables – comme les autorités slovaques à l'heure actuelle – qui choisissent une voie intermédiaire sans s'attaquer directement aux conséquences de cette problématique. Pour l'essentiel, la Slovaquie n'a pas le choix : le contrôle des mouvements de capitaux n'est pas autorisé par l'Union européenne⁴ et parmi les critères imposés pour l'adhésion à la zone euro figurent à la fois la stabilisation du taux de change et la maîtrise de l'inflation. En outre, étant donné que la Slovaquie dispose de la stratégie de sortie ultime (conversion à l'euro), son appartenance au MCE II souffre moins des faiblesses généralement attribuées aux régimes intermédiaires.

Au début de 2005, l'impossible trinité a paru poser problème : le processus impressionnant de réforme de la Slovaquie encourageait des niveaux élevés d'investissements étrangers directs; les flux d'investissements de portefeuille étaient également considérables et la banque centrale luttait pour limiter l'appréciation du taux de change. À ce moment-là, il était de plus en plus à craindre que le taux pivot pour l'entrée de la couronne dans le MCE II soit probablement trop élevé, entraînant une dégradation significative de la compétitivité économique. La banque centrale avait de plus en plus de mal à éviter qu'une divergence sensible entre les taux d'intérêt à court terme au niveau local et le taux d'intérêt de la zone euro ne se traduise par une pression à la hausse sur la couronne.

Heureusement, les tensions engendrées par le trilemme se sont atténuées à deux égards. Premièrement, l'inflation pendant les quelques premiers mois de l'année a été sensiblement plus basse qu'escompté, sans doute parce que les retombées des forts taux

d'inflation globale en 2004 n'ont pas été très prononcées. Deuxièmement, la pression à la hausse sur la couronne s'est tassée. Si cette situation de faible inflation et d'appréciation limitée du taux de change persiste et si des progrès suffisants sont réalisés sur la voie d'un assainissement budgétaire plus marqué, la Slovaquie aura alors de bonnes chances de pouvoir être intégrée sans heurts dans la zone euro en 2009. Cependant, des risques demeurent. L'un d'entre eux tient au fait que le coût de la réforme des retraites pourrait empêcher les pouvoirs publics de satisfaire au critère budgétaire. Un autre est lié à une reprise de l'appréciation du taux de change, qui se traduirait soit par une dégradation importante de la compétitivité économique, soit par une instabilité excessive de l'inflation. Cette situation serait exacerbée si une surchauffe de l'économie exerçait une pression à la hausse sur l'inflation.

Le reste du présent chapitre résume les progrès déjà accomplis par la Slovaquie vers la mise en conformité avec chacun des quatre critères de convergence et examine les difficultés pouvant éventuellement se présenter ces quelques prochaines années, eu égard aux limites fixées par l'*acquis communautaire* et par les critères de Maastricht. Étant donné que le cadre institutionnel est considéré comme acquis, on part de l'hypothèse que l'euro finira par être introduit (sans clauses de sortie) et les coûts et avantages de l'adoption de la monnaie européenne ne seront pas étudiés.

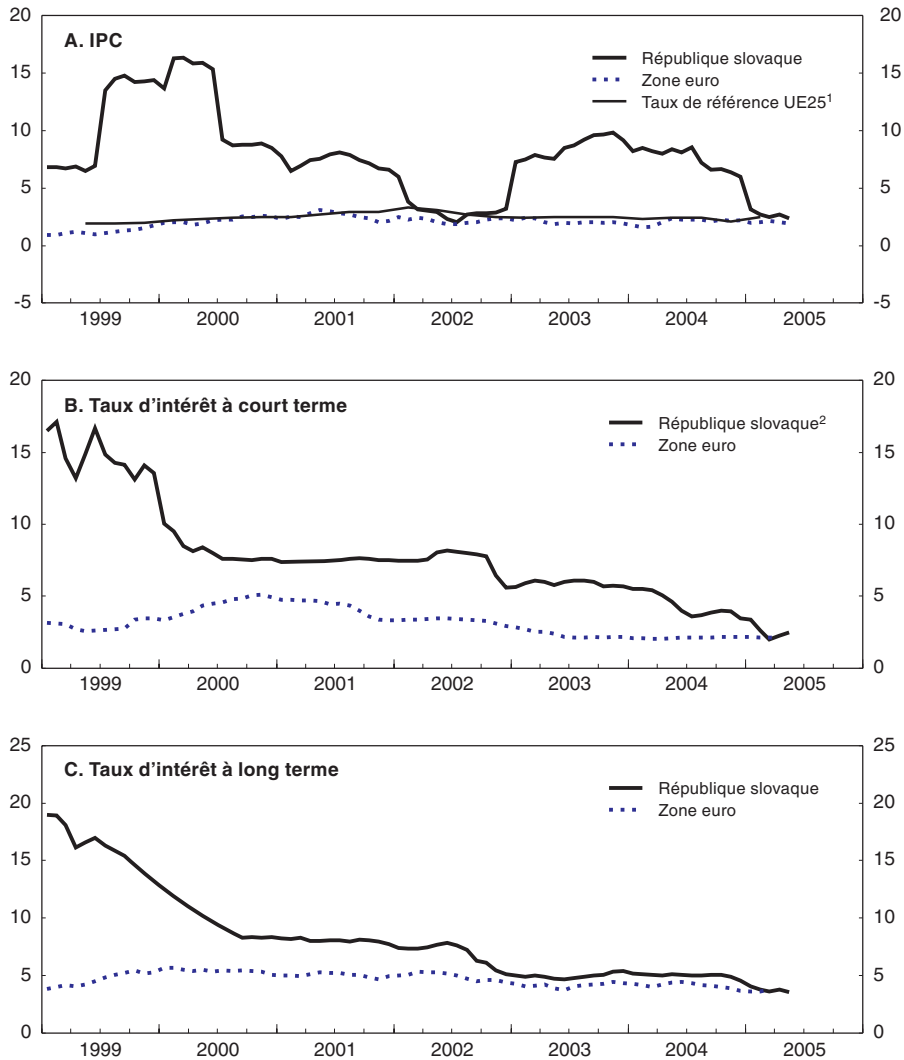
La stabilité des prix paraît accessible, mais des risques demeurent

À mesure que le relèvement du taux de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) a cessé de faire sentir ses effets sur le taux de variation annuelle, la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est fortement ralenti pour tomber de 5.8 % en décembre 2004 à 3.1 % en janvier 2005, puis à 2.3 % en mai. Ces résultats sont bien meilleurs qu'escompté, ce qui donne à penser qu'il y a eu peu d'effets secondaires sur l'inflation tendancielle et que le trilemme se pose avec moins d'acuité.

Le critère de stabilité des prix sera satisfait si le taux d'inflation de la Slovaquie ne dépasse pas de plus de 1½ point de pourcentage le taux moyen d'inflation des trois états membres obtenant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. Cette définition de la valeur de référence rend difficile la mise en conformité pour trois raisons. Premièrement, elle crée des incertitudes quant à la définition des « pays obtenant les meilleurs résultats » dans le contexte de la stabilité des prix. Initialement, les trois pays en question étaient simplement les trois ayant les taux d'inflation les plus faibles. En 2004, toutefois, la Commission a décidé d'exclure la Lituanie étant entendu que « les pays ayant une inflation négative ne sont pas considérés comme parmi ceux obtenant les meilleurs résultats en termes de stabilité des prix »⁵. Cela laisse ouverte la question de savoir si les pays qui ont des taux d'inflation positifs, mais très faibles, peuvent être considérés comme obtenant les meilleurs résultats⁶. Deuxièmement, cette définition s'appuie sur un objectif mobile pour la mise en conformité avec les critères, car la liste des pays les plus performants évolue au fil du temps et leurs taux d'inflation ne peuvent être prévus avec certitude. Le graphique 2.1 (partie A) indique que la valeur de référence a eu tendance à fluctuer autour du taux d'inflation moyen de la zone euro ou légèrement au-dessus. Cependant, la variance a été relativement importante, la valeur de référence allant du bas niveau de 1.9 % au deuxième trimestre de 1999 à pas moins de 3.3 % au premier trimestre de 2002. En outre, la décision d'exclure les taux négatifs peut conduire à des modifications discontinues du taux de référence lorsqu'un pays passe d'un territoire positif à un territoire négatif. Par exemple, la Finlande a perdu sa position de pays parmi les plus

Graphique 2.1. Convergence de l'inflation et des taux d'intérêt aux niveaux de la zone euro

Variation en glissement annuel



1. Moyenne des trois taux d'inflation les plus bas (hors taux négatifs) plus 1.5 point.
2. Du fait de l'inversion de la courbe des rendements pour les échéances courtes et du rejet, par la BNS, des soumissions aux prises en pension, le taux interbancaire à court terme est tombé temporairement au-dessous du taux de la zone euro au début de 2005. Toutefois, le taux d'intérêt directeur slovaque reste supérieur de 100 points de base à celui de la zone euro (2 %).

Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

performants lorsque son taux d'inflation est tombé de 0 % au quatrième trimestre de 2004 à -0.1 % au premier trimestre de 2005, entraînant une hausse de la valeur de référence de 2.1 % à la fin de 2004 à 2.5 % au premier trimestre de 2005. Troisièmement, dans la mesure où l'effet Balassa-Samuelson est important, l'objectif pourrait être plus difficile à atteindre pour les économies en phase de rattrapage que pour les principales économies de la zone euro, entraînant un effet « boxeur » (encadré 2.1).

La Banque nationale de Slovaquie est partie de l'hypothèse d'une valeur cible pour la mise en conformité avec le critère de Maastricht d'environ 2 %⁷. Avec cet objectif à l'esprit, elle a annoncé des objectifs d'inflation se situant entre 3 et 4 % pour l'année se terminant

Encadré 2.1. L'effet Balassa-Samuelson et l'effet boxeur

L'effet Balassa-Samuelson découle du fait que les pays en phase de « rattrapage » connaîtront vraisemblablement une croissance de la productivité beaucoup plus rapide dans le secteur des biens échangeables que dans le secteur des biens non échangeables. La plus forte productivité dans le secteur des biens échangeables permet de faire monter les salaires dans ce secteur sans accroître les prix des biens échangeables qui sont produits. Si la main-d'œuvre est mobile, le secteur des biens non échangeables doit aussi augmenter ses salaires en conséquence, mais étant donné que la productivité y est plus faible, les entreprises de ce secteur doivent financer les hausses de salaires en augmentant les prix des biens non échangeables. Cela se traduira par une appréciation du taux de change réel en raison d'une hausse du taux d'inflation global dans l'économie (si le taux de change nominal est fixe) ou de la conjugaison d'une appréciation nominale et d'une hausse de l'IPC (si le taux de change est flexible).

L'effet Balassa-Samuelson s'applique dans le contexte de l'adhésion à la zone euro, car il implique que les économies en phase de rattrapage ont des taux d'inflation *en état stationnaire* plus élevés que ce n'est le cas des pays plus riches de la zone euro¹. De ce fait, il a été avancé que le critère de Maastricht concernant l'inflation pourrait être incompatible avec le processus de rattrapage. On craint notamment que les pays en voie d'adhésion ne soient contraints d'obtenir la réduction de l'inflation requise en permettant une plus forte appréciation du taux de change nominal, ce qui (toutes choses égales par ailleurs) pourrait conduire à une perte de compétitivité et risquerait d'attirer des flux de capitaux spéculatifs. On craint aussi que les pays en voie d'adhésion ne soient contraints de ralentir délibérément l'économie au-dessous de son taux de croissance potentiel, suscitant ainsi une perte de bien-être. Manifestement, certains pays peuvent éviter ces coûts en utilisant des techniques détournées, comme le gel des prix réglementés, la limitation des hausses de salaires dans le secteur public ou la baisse des impôts à la consommation durant la période prise en compte pour l'adhésion.

Le défenseur peut-être le plus ardent de la thèse de l'incompatibilité est György Szapáry, conseiller du président de la Banque nationale de Hongrie, qui a fait valoir que l'incompatibilité entre le critère de Maastricht concernant l'inflation et l'effet Balassa-Samuelson encouragerait le syndrome du « pesage » : comme le boxeur qui s'abstient de manger pendant des heures avant de se peser seulement pour prendre un bon repas une fois que la pesée est finie, les candidats feront tout ce qu'ils peuvent pour freiner l'inflation avant l'adhésion, les pressions dans le sens d'une hausse des prix réapparaissant dès qu'ils auront rejoint l'UEM². C'est pourquoi ce phénomène en est venu à être désigné par l'expression « effet boxeur ».

Le dernier groupe ayant adhéré à l'UE n'est pas le premier à avoir fait face à ce problème. Il y a 10 à 15 ans, les pays de l'actuelle zone euro ayant le PIB par habitant le plus faible étaient la Grèce, l'Irlande, l'Espagne et le Portugal. Ces pays ont tous enregistré récemment des taux d'inflation d'au moins un point de pourcentage plus élevé que le taux d'inflation qu'ils connaissaient l'année où ils ont dû se conformer aux critères d'inflation et sensiblement plus élevés que le taux d'inflation moyen de la zone euro dans son ensemble (tableau 2.1). Cela concorde bien avec l'idée selon laquelle les taux d'inflation en état stationnaire de ces pays étaient plus élevés que le taux de référence.

Tableau 2.1. L'effet boxeur dans certains membres de la zone euro

	Grèce	Irlande	Espagne	Portugal	Zone euro
Année du pesage (date de réalisation du critère de Maastricht en matière d'inflation)	1999	1997	1997	1997	1997
Taux d'inflation moyen sur les 5 années précédant le pesage	7.5	2.3	5.3	4.7	3.0
Inflation au moment du pesage	2.1	1.2	1.9	1.9	1.7
Taux d'inflation depuis le pesage	3.4	3.6	3.0	2.9	1.8

Encadré 2.1. **L'effet Balassa-Samuelson et l'effet boxeur** (suite)

La valeur de l'argument de Szapáry dépend de toute évidence de l'ampleur de l'effet Balassa-Samuelson, ainsi que du taux de référence escompté de l'inflation. Beaucoup des derniers ouvrages sur l'effet Balassa-Samuelson ont mis en cause les fondements empiriques des études précédentes et ont conclu que cet effet est relativement peu important. Au lieu d'attribuer la majeure partie des écarts d'inflation entre les pays d'Europe centrale et la zone euro à des écarts de productivité, ces ouvrages les ont attribués à d'autres facteurs comme les pressions du côté de la demande, l'augmentation des prix administrés des biens non échangeables dans le cadre de la libéralisation des prix et la prééminence des anticipations d'inflation à caractère rétrospectif. Par exemple, par rapport à certaines estimations initiales de 3 à 4 %, l'une des études récentes les plus complètes a conclu que les écarts de productivité dans six économies d'Europe centrale n'ont contribué en moyenne qu'entre 0.2 et 2 points de pourcentage aux écarts d'inflation annuels par rapport à la zone euro entre le début et le milieu des années 90 (en fonction des données nationales disponibles) et le troisième trimestre de 2001³. L'estimation pour la Slovaquie était à l'extrémité inférieure de cette fourchette (0.2 point de pourcentage). Cependant, une estimation plus élevée pour la Slovaquie ne serait sans doute pas exclue pour une période ultérieure, une fois prise en compte l'accélération de la productivité suscitée par les réformes récentes. De fait, Kovács (2002) a suggéré que de forts investissements étrangers directs peuvent accentuer de façon sensible l'effet Balassa-Samuelson et la Banque nationale de Slovaquie a estimé que cet effet pour la Slovaquie s'est récemment amplifié pour atteindre 1 point de pourcentage environ, après s'être situé en moyenne plus près de 0.5 point de pourcentage depuis le milieu des années 90⁴.

Étant donné que l'extrémité supérieure de cette fourchette n'est pas aussi large que supposé par certaines estimations antérieures, des économistes ont conclu que l'effet Balassa-Samuelson ne joue probablement pas un rôle déterminant dans l'aptitude des pays d'Europe centrale à satisfaire aux critères d'inflation de Maastricht⁵. À strictement parler, cela pourrait être vrai, mais pas sans un effet boxeur. Par exemple, si l'effet Balassa-Samuelson se situe autour de 1 %, les taux d'inflation en état stationnaire de ces pays seraient alors de 1 point de pourcentage environ plus élevés que les taux d'inflation en état stationnaire dans les membres de la zone euro plus riches. Si l'effet Balassa-Samuelson est plus important, les efforts supplémentaires que doit faire l'économie pour satisfaire au critère de Maastricht seront multipliés en conséquence.

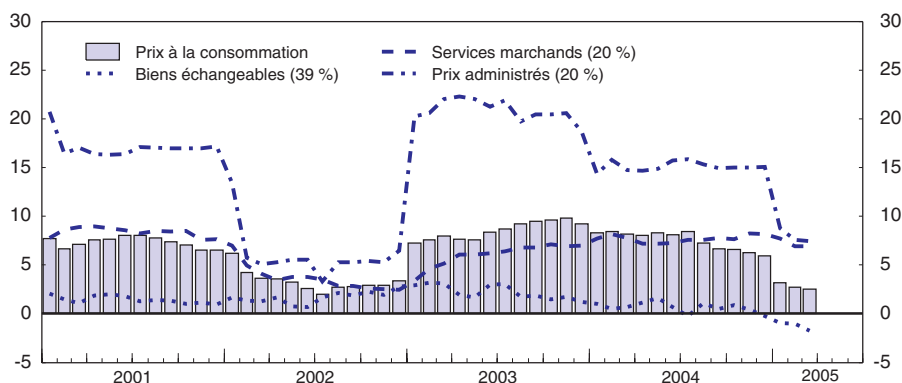
1. Par exemple, si l'écart de production était réduit et les taux d'intérêt comme le taux de change se situaient à leur niveau d'équilibre, l'inflation moyenne serait sans doute plus forte dans les pays adhérents que dans le reste de la zone euro.
2. Szapáry (2001).
3. Mihaljek et Klau (2004). Des résultats semblables ont été obtenus par d'autres chercheurs (par exemple Kovács (2002) et Égert (2002)), bien que certaines de ces études aient mis en lumière une limite inférieure moindre, concluant que l'effet Balassa-Samuelson s'établit probablement en moyenne autour de 1-2 points de pourcentage par an dans les pays en transition.
4. Banque nationale de Slovaquie (2004).
5. Par exemple Mihaljek et Klau (2004).

en décembre 2005, de moins de 2.5 % pour décembre 2006 et de moins de 2 % pour décembre 2007 et décembre 2008. Cependant, la hausse de l'IPCH étant descendue à 2.3 % en mai, la BNS a indiqué que l'inflation pourrait revenir au-dessous de 3 % dès 2005.

Par rapport aux pays plus industrialisés, le mécanisme de transmission de l'inflation en Slovaquie est dominé par le canal du taux de change, bien que le canal du taux d'intérêt joue de plus en plus⁸. De fait, le graphique 2.2 fait apparaître le degré auquel la baisse des prix des biens

Graphique 2.2. La hausse des prix des biens échangeables et celle des services marchands restent divergentes¹

Variation en glissement annuel



1. Les pourcentages entre parenthèses indiquent la pondération moyenne dans le panier de prix à la consommation au cours de la période considérée. Si l'on ajoute les différents éléments, on n'obtient pas la hausse totale de l'IPC, car la hausse des prix des produits alimentaires et les effets des modifications des impôts indirects n'apparaissent pas ici.

Source : Banque nationale de Slovaquie et OCDE, *Comptes nationaux*.

échangeables (ainsi que le ralentissement de la hausse des prix réglementés) a dominé le processus de désinflation récent. Si une forte concurrence dans le secteur de détail, associée à l'appréciation du taux de change, a fait passer le taux d'inflation des biens échangeables dans le territoire négatif à la fin de 2004, le taux d'inflation des services marchands non échangeables est resté aux alentours de 7 %. Sans doute, l'inflation des biens échangeables pourrait être maintenue à un niveau très faible si le taux de change nominal continue de s'apprécier – et, pour cette raison, il pourrait être souhaitable que les autorités slovaques laissent le taux de change nominal s'apprécier quelque peu dans le cadre du MCE II, comme on le verra plus loin. Toutefois, comme on il est indiqué aussi ci-après, l'appréciation du taux de change nominal n'est pas la panacée à tous les problèmes d'inflation, car elle a un coût important pour la compétitivité, sauf si elle s'accompagne d'une forte croissance de la productivité.

Faute d'une appréciation du taux de change nominal, le seul moyen de satisfaire au critère d'inflation de Maastricht serait de peser sur le taux d'inflation de manière plus générale au moyen de nouvelles réformes structurelles ou d'un ralentissement de la demande globale⁹. Sans une accélération de la croissance de la productivité ou un ralentissement de la demande dans le secteur des biens non exportables, il pourrait être difficile d'obtenir un recul significatif du taux d'inflation des services marchands, qui subissent l'effet Balassa-Samuelson du fait des retombées de la hausse des salaires dans les secteurs plus productifs participant aux échanges (comme on l'a vu dans l'encadré 2.1). Dans la mesure où l'écart de production négatif se résorbe actuellement, les pressions de la demande dans le secteur des biens non échangeables pourraient aussi s'accroître. Le risque d'une forte croissance des salaires met en évidence l'importance critique du maintien d'un marché du travail flexible et d'une amélioration de la compétitivité du secteur des biens non échangeables (voir chapitre 4). Pour ce qui est de l'inflation des prix réglementés, la BNS n'attend pas de difficultés, car la plupart des distorsions de ces prix sont désormais éliminées.

L'adéquation de la gestion de la politique monétaire est considérée dans une certaine mesure comme moins préoccupante du fait que l'action monétaire par le biais des taux d'intérêt ou de la demande globale a, selon les estimations, relativement peu d'effet¹⁰. Pourtant, il est probable que cette voie de transmission prendra de l'importance avec le

temps (compte tenu de l'augmentation de l'encours de la dette et de l'élargissement significatif de l'accès des ménages et des entreprises au crédit), ce qui donne à penser que le faible niveau des taux d'intérêt pourrait de plus en plus stimuler la demande intérieure. Le changement structurel fait qu'il est particulièrement difficile d'estimer l'écart de production pour la Slovaquie, bien que la plupart des analyses suggèrent que l'ampleur de la capacité excédentaire dans l'économie est faible et en diminution¹¹. Ainsi, tout signe de pression inflationniste, en particulier parallèlement à une nouvelle appréciation du taux de change, replacerait les responsables monétaires face au dilemme du choix entre une hausse des taux d'intérêt pour peser sur la demande globale (dans la mesure où l'action sur le taux d'intérêt est une voie de transmission importante de la politique monétaire) ou une baisse des taux d'intérêt pour décourager les entrées de capitaux de portefeuille pouvant exercer de nouvelles pressions à la hausse sur le taux de change. Dans le cas d'un tel scénario, un durcissement de la politique budgétaire pourrait contribuer à ralentir la demande globale. Entre-temps, accorder la priorité à la flexibilité des salaires et à la poursuite des réformes structurelles pour faciliter la croissance de la productivité, en particulier dans les secteurs des biens non échangeables, permettrait de modérer l'inflation sans perte de compétitivité.

La stabilité du taux de change pourrait être le critère le plus difficile à respecter

Le critère de Maastricht relatif au taux de change exige deux années au moins de participation réussie au mécanisme de taux de change (MCE II). Dans l'idéal, cela implique que le taux de change reste relativement proche du *cours pivot*, qui est déterminé avant l'entrée par accord mutuel entre les ministres des États membres de la zone euro, la BCE et les ministres et gouverneurs des banques centrales des États non membres de la zone euro participant au nouveau mécanisme. La procédure à suivre pour déterminer le cours pivot fait intervenir aussi la Commission européenne et prévoit la consultation du Comité économiques et financier. Pendant la période de participation au MCE II, des écarts par rapport au cours pivot peuvent être admis. D'après l'expérience des autres pays, et comme cela est confirmé dans le rapport de position de la BCE¹², les facteurs qui auraient pu conduire à une appréciation doivent être pris en compte. Bien qu'il n'y ait pas de définition officielle des fourchettes concrètes de fluctuation, le degré de fluctuation autour du cours pivot pouvant être considéré comme compatible avec le critère de Maastricht est asymétrique¹³ : les dépréciations ne doivent pas être supérieures à 2.25 %, bien que, dans le rapport de convergence de la BCE, cet écart ait été assoupli par la règle de la moyenne mobile sur 10 jours¹⁴; des appréciations pouvant aller jusqu'à 15 % sont autorisées.

Ce cadre présente plusieurs difficultés pour les autorités nationales. Premièrement, alors que le cours pivot doit, dans l'idéal, être fixé à un niveau aussi proche que possible du niveau d'équilibre estimé de la couronne, il est très difficile de déterminer où se situe ce niveau d'équilibre (voir annexe 2.A1). Deuxièmement, comme on l'a vu plus haut, une certaine appréciation graduelle du taux de change nominal dans le cadre du MCE II pourrait être nécessaire, afin de parvenir à une appréciation réelle du taux de change couronne-euro, sans renoncer au respect du critère d'inflation¹⁵. Enfin, on peut craindre que des flux de capitaux spéculatifs ne fassent grimper le taux de change à un niveau non concurrentiel. Il est bien connu que des monnaies flottant librement s'écartent souvent très sensiblement de leur valeur fondamentale¹⁶ et même les autorités monétaires, comme la BNS, qui organisent un flottage *contrôlé*, ne disposent que d'instruments limités pour maîtriser le taux de change s'il s'écarte sensiblement de ses valeurs fondamentales (encadré 2.2).

Encadré 2.2. L'(in)efficacité de l'intervention sur le marché des changes

L'intervention sur les marchés des changes peut être soit non stérilisée soit stérilisée. L'intervention non stérilisée est considérée comme un moyen de mettre en œuvre des changements dans la politique monétaire et se traduit par des modifications de la base monétaire intérieure¹. En revanche, l'intervention stérilisée vise directement les marchés des changes (soit le niveau, soit la stabilité de la monnaie) et suppose un ajustement de la base monétaire nationale pour compenser la modification des réserves de change. Compte tenu des ouvrages économiques à ce sujet, ainsi que de l'attitude de la BNS, cet encadré est axé essentiellement sur le rôle de l'intervention stérilisée.

Malheureusement, les limitations des données et l'endogénéité des modifications du taux de change et de l'intervention font qu'il est très difficile de mesurer l'efficacité de l'intervention sur les marchés des changes. Néanmoins, la plupart des études récentes ont abouti à des conclusions similaires. Le niveau et la volatilité du taux de change peuvent être influencés à court terme, mais l'essentiel de l'incidence se fait sentir le jour de l'intervention, avec seulement un léger impact les jours suivants. Rien ne permet de conclure à une incidence à long terme statistiquement significative sur le niveau du taux de change². Il apparaît également que l'intervention sur les marchés des changes peut accroître l'instabilité. Néanmoins, ces résultats ont conduit nombre de spécialistes (en particulier dans les banques centrales) à conclure avec prudence que l'intervention officielle peut être efficace, en particulier si elle fait l'objet d'une annonce publique et est menée de façon concertée et à condition aussi qu'elle soit compatible avec l'orientation fondamentale de la politique monétaire et budgétaire. La situation dans certains pays émergents d'Asie corrobore cette observation – mais elle est le fruit d'efforts d'intervention importants et répétés.

Certains économistes ont avancé que l'intervention sur le marché des changes est sans doute plus efficace dans les pays à économie de marché émergente³. Ils invoquent trois raisons possibles : le plus faible volume des opérations; l'existence de contrôles des capitaux dans certains pays et l'avantage possible sur le plan de l'information qu'une banque centrale peut avoir par rapport à un marché intérieur moins sophistiqué. Dans un tel cadre, un calendrier bien conçu des interventions peut accroître leur efficacité. Mais là encore, la plupart des études consacrées aux marchés émergents ont conclu que, lorsqu'il est efficace, l'impact est de très courte durée et que rien ne permet de penser que les banques centrales peuvent utiliser l'intervention pour exercer un effet durable sur les taux de change, indépendamment des conditions monétaires. Cependant, les résultats concernant l'instabilité sont plus positifs (réduction de l'instabilité dans certains cas). Des résultats similaires se sont dégagés d'une étude de l'efficacité des interventions sur le marché couronne-euro en République tchèque entre septembre 2001 et octobre 2004⁴. Comme la BNS récemment, la Banque nationale tchèque a appliqué un régime explicite de ciblage de l'inflation et, durant cette période, les interventions sur le marché des changes ont été relativement fréquentes. En outre, comme la BNS, la Banque nationale tchèque a eu tendance à intervenir pour contrer les pressions à la hausse sur les taux de change. Si, d'après les résultats, il semble que cette intervention ait bien eu une incidence statistiquement significative sur le taux au jour le jour, l'ampleur de l'impact a été très peu importante.

Compte tenu du fait que les autorités monétaires continuent de procéder à des interventions sur le marché des changes, malgré leur inefficacité à long terme, certains chercheurs⁵ se sont efforcés d'identifier quelles stratégies pourraient accroître l'efficacité à court terme, à partir du moment où la décision d'intervenir est prise.

1. En général, on s'accorde largement à reconnaître que l'intervention non stérilisée peut influencer sur le taux de change de la même façon que la politique monétaire.
2. Par exemple, voir Sarno et Taylor (2001), Kearns et Rigobon (2005).
3. Par exemple, Disyatat et Galati (2005).
4. Disyatat et Galati.
5. Notamment King (2003).

Comme l'indique la BCE (2003), on ne doit pas partir de l'hypothèse que le cours pivot initial auquel la couronne intègrera le MCE II correspondra au taux de conversion ultime pour l'adoption de l'euro. De fait, il est probable, compte tenu du différentiel de croissance de

la productivité entre la Slovaquie et le reste de la zone euro, qu'une certaine appréciation du taux de change d'équilibre interviendra au cours de la période considérée et que, eu égard à l'objectif d'inflation, cette évolution exigera une appréciation du taux de change nominal. Toutefois, les règles du MCE ne permettent pas à une économie de participer au MCE II avec un cours pivot « ajustable ». En fait, les pays en phase de rattrapage peuvent obtenir une appréciation du taux de change nominal dans le MCE II en réévaluant leur cours pivot (comme cela a été le cas pour l'Irlande dans le MCE)¹⁷. Néanmoins, si l'ampleur de la réévaluation n'est pas connue à l'avance, les anticipations des marchés financiers peuvent être mal ancrées, conduisant à une instabilité excessive du taux de change. Vu l'incidence particulièrement forte du taux de change sur l'inflation en Slovaquie, d'importantes fluctuations de ce taux dans le MCE II se traduiraient aussi par une instabilité du taux d'inflation, pouvant faire craindre pour l'objectif de stabilité des prix.

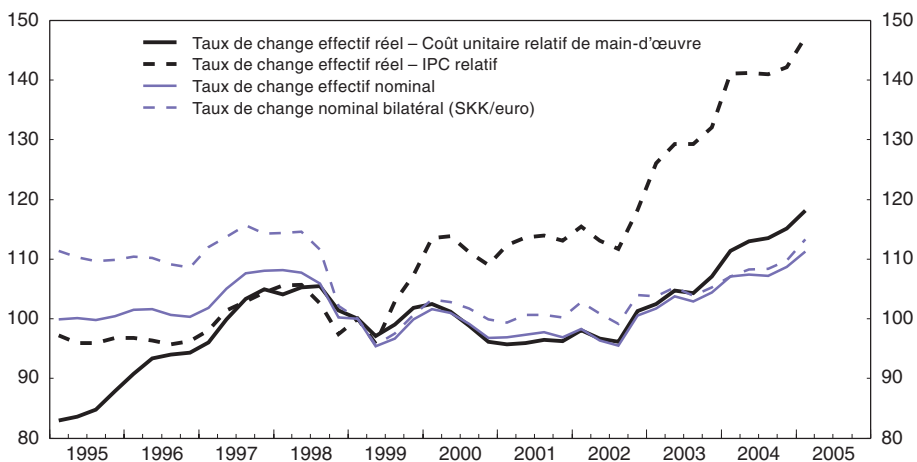
Afin de mieux ancrer les anticipations des marchés financiers, une bonne communication sera indispensable, parallèlement à un ensemble cohérent de mesures macroéconomiques et à une politique rationnelle d'intervention sur le marché des changes. L'ancrage des anticipations pourrait sans doute être plus solide si la BNS indiquait l'ampleur de l'appréciation du taux de change réel qui serait compatible avec les différentiels de productivité, mais toute annonce unilatérale de la BNS ne préjugerait pas du choix définitif du taux de conversion¹⁸.

Tendances et tensions récentes au niveau du taux de change

Depuis le début du processus de réforme économique à la fin des années 90, le taux de change réel s'est inscrit sur une tendance générale à l'appréciation, à l'exception d'un retournement de courte durée en 2000 et de nouveau au premier semestre de 2002, lorsque sont réapparues des incertitudes préélectorales et des déséquilibres économiques¹⁹. Cette appréciation réelle a été beaucoup plus significative sur le plan de la progression relative de l'IPC qu'en termes de coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre (graphique 2.3) – la hausse des salaires réels ayant en effet été relativement modérée, par rapport à la croissance de la productivité, alors que la progression de l'IPC a été favorisée par un relèvement des impôts indirects et par l'ajustement d'un grand nombre de prix

Graphique 2.3. **Évolution du taux de change nominal et du taux de change réel**

Indice 1999 T1 = 100

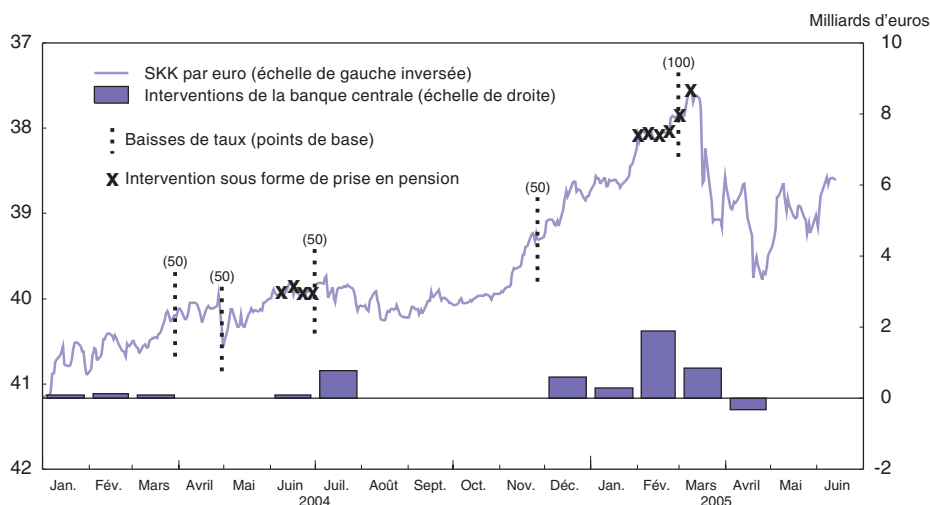


Source : OCDE, *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 77.

réglementés qui ont été portés au niveau du marché. Cependant, la hausse des deux indicateurs s'est accélérée depuis la fin 2002. Cela n'implique pas automatiquement une perte significative de compétitivité, car le taux de change réel d'équilibre s'est sans doute aussi apprécié au cours de cette période (en partie en raison de l'effet Balassa-Samuelson)²⁰. Pourtant, étant donné que l'ampleur de l'appréciation réelle a dépassé la plupart des estimations de l'appréciation réelle d'équilibre, il est raisonnable de conclure que la compétitivité de la Slovaquie s'est en fait dégradée au cours de cette période²¹. On notera toutefois que la dégradation de la compétitivité n'est pas répartie également; la charge la plus lourde a pesé sur les entreprises manufacturières les plus traditionnelles, qui ont enregistré les taux les plus faibles de croissance de la productivité ces dernières années, alors que les entreprises les plus productives pourraient même avoir vu leur compétitivité se renforcer.

La crainte que la Slovaquie ne soit contrainte d'entrer dans le MCE II avec un taux de change surévalué s'est accentuée en 2004, au moment où il est ressorti de davantage d'études des taux de change d'équilibre que le taux de la Slovaquie pourrait être surévalué (voir annexe 2.A1). Face à cette situation, la BNS a utilisé plusieurs stratégies pour ralentir le rythme de l'appréciation. On peut citer notamment la baisse des taux d'intérêt directeurs, les interventions stérilisées sur les marchés des changes, le rejet de toutes les soumissions dans les opérations régulières de pension afin de laisser suffisamment de liquidités dans le système bancaire et de faire baisser les taux d'intérêt interbancaires; enfin, les annonces publiques destinées à influencer sur les anticipations de change (voir graphique 2.4)²².

Graphique 2.4. **Évolution récente de la couronne et mesures prises par la BNS**



Source : Datastream et ING Slovakia.

Si ces initiatives ont de toute évidence eu une influence (du moins à court terme), la banque centrale elle-même a admis qu'elles n'avaient pas été aussi efficaces que souhaité²³. Il est probable que la dépréciation intervenue ultérieurement en mars et en avril a été due essentiellement à une modification de l'attitude des investisseurs à l'égard de la région et au dénouement des positions courtes (par exemple des fonds d'investissements spéculatifs), et non à l'action de la BNS; les monnaies polonaise, hongroise et tchèque ont toutes enregistré un recul durant la même période. Pour ce qui est

de l'efficacité de l'intervention, le consensus dans les ouvrages économiques est qu'elle n'a généralement qu'une incidence mineure à court terme (voir encadré 2.1). Pour qu'il y ait un impact plus durable sur le taux de change, des efforts d'intervention très importants et répétés (comme dans les pays d'Asie émergents) sont requis. Même ainsi, le succès n'est pas garanti. Toutefois, en supposant que la BNS continue d'intervenir, l'enjeu est de choisir avec soin le moment de l'intervention. En particulier, il importe que les tentatives d'intervention ne soient pas incompatibles avec les autres politiques fondamentales, et notamment avec l'orientation de la politique monétaire. Par exemple, essayer de ralentir l'appréciation du taux de change ne serait pas compatible avec la volonté de durcir la politique monétaire en cas de recrudescence des pressions inflationnistes.

Les interventions sur le marché des changes ont eu aussi un important coût de stérilisation pour la BNS²⁴, en particulier avant la forte baisse du taux directeur qui a eu lieu à la fin de février 2005 (et a pris effet à compter du 1^{er} mars). Cet élément, tout comme les moins-values de change, contribuent au coût total des interventions sur le marché des changes²⁵. L'écart entre les taux d'intérêt slovaques et ceux de la zone euro ayant désormais pratiquement été éliminé, le coût des stérilisations futures sera réduit, malgré la persistance de pertes (ou de gains) liés à des positions ouvertes nettes.

À terme, le risque d'une nouvelle appréciation importante ne peut être écarté, malgré la faiblesse récente du taux de change, en particulier si l'économie continue de bien se comporter, attirant des niveaux élevés et continus d'IDE, et également si la croissance des exportations s'accélère encore à mesure que la capacité de production des nouvelles installations manufacturières est mise en service. Dans le cas d'une nouvelle forte appréciation, la BNS a de la marge pour réduire les taux d'intérêt directeurs encore un peu plus, à condition que les tensions inflationnistes restent relativement modérées, mais cela ne constituera qu'un instrument peu efficace face aux flux de capitaux spéculatifs.

Dans ces conditions, il pourrait être souhaitable pour les autorités monétaires de chercher à entrer sans tarder dans le MCE II, afin de geler un niveau de taux de change considéré comme plus ou moins justement évalué, plutôt que de prendre le risque d'une appréciation excessive au cours de l'année suivante. Autrement, si une appréciation excessive est intervenue avant l'entrée dans le MCE II, il semblerait raisonnable de négocier un taux pivot sensiblement plus faible que le taux du marché du moment. Le cours pivot devrait, en principe, refléter correctement le taux de change d'équilibre. Cependant, si le taux de change devient surévalué, la dépréciation qui pourrait être alors requise pour revenir à un cours pivot correctement évalué pourrait menacer la réalisation du critère d'inflation. Ainsi, il faut, à court terme, éviter dans la mesure du possible les désalignements du taux de change.

Le coût de la réforme des retraites menace la mise en conformité avec le critère du déficit public

Avec un déficit des administrations publiques de 3.3 % du PIB à la fin de 2004, la Slovaquie ne s'est pas encore conformée au critère concernant les finances publiques, bien que des progrès extrêmement louables aient été réalisés en matière d'assainissement budgétaire, qui ont permis d'amener l'objectif (déficit inférieur à 3 % du PIB) dans la ligne de mire²⁶. Cependant, il reste beaucoup d'incertitudes quant à la question de savoir si ce critère sera satisfait facilement, compte tenu du coût de la réforme des retraites et des risques entourant les prévisions budgétaires. La plus grosse incertitude concerne le coût de la réforme des retraites. La création d'un deuxième pilier capitalisé, opérationnel depuis

janvier 2005, a réduit le volume des cotisations sociales au premier pilier par répartition, augmentant le coût budgétaire du financement des engagements courants au titre des retraites dans le cadre de l'ancien régime par répartition. Initialement, ce coût budgétaire a été estimé à un niveau relativement modéré (0.4 % du PIB en 2005, 1.0 % en 2006 et 1.1 % en 2007). Mais étant donné qu'un plus grand nombre de personnes que celles escompté sont déjà passées au deuxième pilier, le ministère des Finances a révisé le coût estimé pour le porter à 0.8 % du PIB en 2005, 1.3 % en 2006 et 1.4 % en 2007²⁷.

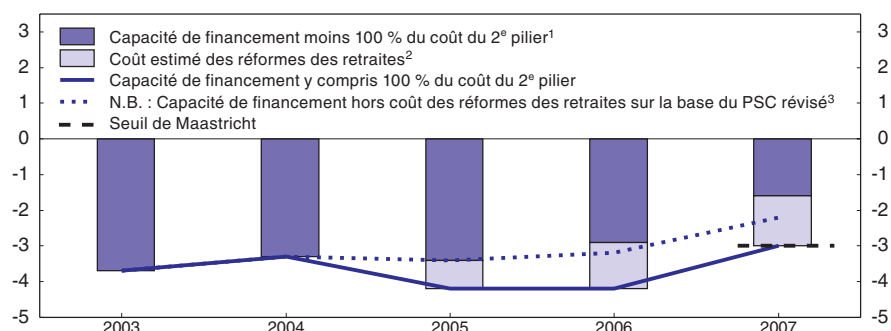
Les prévisions de déficit budgétaire sont illustrées dans le tableau 2.2 et le graphique 2.5. Le chiffre le plus élevé, soit le besoin de financement y compris la totalité des coûts du deuxième pilier, est la mesure centrale du Système de comptabilité nationale. Le plus faible, soit le besoin de financement à l'exclusion de la totalité du coût de la réforme des retraites, est la mesure qui reflète le niveau qui aurait été celui du déficit budgétaire en l'absence de réforme des retraites. Quelque part au milieu, on trouve une mesure du besoin net de financement qui tient compte partiellement du coût des retraites sur la base des modifications récentes du Pacte de stabilité et de croissance. Ces modifications permettent de prendre en compte la totalité des coûts de la réforme des retraites la première année (2005), 80 % de ces coûts la deuxième année (2006), 60 % en 2007, et ainsi de suite, sous certaines conditions (voir encadré 2.3).

Tableau 2.2. **Indicateurs de la capacité de financement des administrations publiques (en % du PIB)**

	2003	2004	2005 ¹	2006 ¹	2007 ¹
Solde budgétaire moins 100 % du coût du 2 ^e pilier ²	-3.7	-3.3	-3.4	-2.9	-1.6
Coût estimé de lancement de la réforme des retraites ³	0.0	0.0	0.8	1.3	1.4
Solde budgétaire y compris 100 % du coût du 2 ^e pilier (indicateur global des comptes nationaux) ^{2,3}	-3.7	-3.3	-4.2	-4.2	-3.0
N.B. : Le solde budgétaire sans le coût du 2 ^e pilier est calculé de façon dégressive et linéaire, comme indiqué dans le PSC révisé ⁴	-3.7	-3.3	-3.4	-3.2	-2.2

1. Prévisions.
2. Projet de budget pour 2006-2008.
3. Estimations du ministère des Finances.
4. Hors 100 %, 80 % et 60 % du coût du 2^e pilier en 2005, 2006 et 2007.

Graphique 2.5. **L'impact de la réforme des retraites sur le déficit budgétaire**
En pourcentage du PIB



1. Projet de budget pour 2006-2008.
 2. Estimations du ministère des Finances.
 3. Hors 100 %, 80 % et 60 % du coût du 2^e pilier en 2005, 2006 et 2007.
- Source : Ministère des Finances.

Encadré 2.3. Changements récents du Pacte de stabilité et de croissance

À la réunion des ministres des Finances du Conseil européen, tenue les 22 et 23 mars 2005, il a été reconnu que si l'introduction d'un pilier de retraite par capitalisation entraîne une détérioration à court terme de la situation budgétaire, la viabilité à long terme des finances publiques s'en trouve clairement renforcée. Il a été convenu, dans ces conditions que, pour déterminer si le déficit excessif a été corrigé, il faut tenir compte des coûts des réformes de ce type dans les cas où le déficit dépasse la valeur de référence de 3 %, mais en reste proche¹. Plus précisément, il sera tenu compte du coût net de la réforme pendant les cinq premières années après qu'un pays membre a introduit un système obligatoire financé par capitalisation, ou pendant cinq ans à compter de 2004 pour les États membres qui ont déjà mis en place un tel système. En outre, il en sera tenu compte de façon dégressive : pendant cinq ans, le coût net que représente la réforme pour le pilier géré par les pouvoirs publics sera pris en considération à 100 %, puis à 80 %, 60 %, 40 % et 20 %.

Le texte précisant cette modification a été publié récemment², confirmant que « dans toutes les évaluations budgétaires effectuées dans le cadre de la procédure... il faut prendre dûment en considération tout dépassement proche de la valeur de référence et reflétant la mise en œuvre d'une réforme des retraites consistant à introduire un système à piliers multiples comportant un pilier obligatoire financé par capitalisation ». Il est également indiqué que ce coût (intégré sur une base dégressive linéaire comme on l'a vu plus haut) doit être pris en considération « si le déficit a diminué de manière substantielle et constante » et se situe à un niveau proche de la valeur de référence.

Dans le cas de la Slovaquie, le coût de la réforme des retraites fait passer le déficit global des Comptes nationaux de 3.3 % du PIB en 2004 à 4.2 % en 2005 et 2006, avant un retour à 3.0 % en 2007. Si ces prévisions se réalisent, la valeur de référence sera atteinte en 2007 et il y aura conformité avec le critère budgétaire. Cependant, si le déficit ne revient pas à 3 % en 2007, mais s'approche seulement de ce niveau, il sera alors difficile de considérer que la trajectoire budgétaire prévue correspond à une diminution constante. En effet, le coût de la réforme des retraites fait que les Slovaques auront beaucoup de mal à satisfaire à cette dernière exigence, ce qui donne à penser que si les règles sont interprétées littéralement par le comité examinateur, les modifications du Pacte de stabilité et de croissance ne permettront pas dans les faits à la Slovaquie de prendre en considération le coût de sa réforme des retraites durant cette période.

1. ECOFIN (2005).

2. Union européenne (2005).

Les dernières prévisions du gouvernement tablent sur un déficit de 3 % en 2007, y compris 100 % du coût de la réforme des retraites (troisième ligne du tableau 2.2), et les responsables slovaques ont fait savoir que cela resterait leur objectif, quel que soit le coût de cette réforme. Ainsi, si le coût de la réforme est encore revu à la hausse, il faudra fixer un objectif plus ambitieux pour le déficit (à l'exclusion du coût des retraites (ligne supérieure du tableau 2.2)). Cette ligne du tableau 2.2 indique que l'objectif de déficit pour le budget courant de l'État, hors coût des retraites, est de 1.6 % du PIB pour 2007, soit un chiffre revu à la baisse par rapport au niveau de 1.9 % prévu dans le Programme actualisé de convergence de 2004 suite à la révision à la hausse des coûts des retraites. Ainsi, la dernière série de prévisions budgétaires des autorités slovaques incorpore déjà un objectif d'assainissement budgétaire plus important pour 2007.

Si l'objectif de déficit public global, soit 3.0 % pour 2007, est atteint, le critère budgétaire de Maastricht sera alors satisfait. S'il est dépassé, mais reste proche de 3.0 %, le comité examinateur doit alors décider s'il y a lieu de prendre ou non en considération le coût de la réforme des retraites et cette décision dépendra dans une large mesure de la question de savoir si l'on juge que le déficit global *diminue de manière constante* (voir encadré 2.3). Si le coût de la réforme des retraites est pris en compte, il est alors probable que le déficit ajusté sera inférieur à 3.0 % du PIB et qu'il satisfera en conséquence au critère de convergence pour les finances publiques. Par exemple, un déficit global de 3.0 % en 2007, déduction faite de 60 % du coût de la réforme des retraites cette année-là, aboutirait à un déficit ajusté de 2.2 % du PIB (voir la ligne inférieure du tableau 2.2), laissant aux autorités une marge de manœuvre substantielle pour satisfaire au critère de Maastricht. Cependant, d'après les dernières prévisions du ministère des Finances, le déficit global ne diminuera pas de manière constante, ce qui donne à penser que les autorités slovaques ne devraient pas nécessairement partir de l'hypothèse d'une décision favorable quant à la prise en compte d'un déficit excessif.

Ainsi, afin de se ménager un plus grand volant de sécurité, elles pourraient vouloir envisager un effort supplémentaire d'assainissement, compte tenu des risques pesant sur l'objectif budgétaire de 3 %. Ces risques ne sont pas négligeables. Outre le coût de la réforme des retraites, les prévisions du gouvernement impliquent aussi le maintien d'une forte croissance économique, une stricte limitation des dépenses et une maîtrise rigoureuse du coût de la sécurité sociale (voir le chapitre 5 pour plus de précisions). Les autorités pourraient avoir de plus en plus de mal à respecter les réductions des dépenses budgétisées dans la période qui précèdera les élections de 2006, bien que la majeure partie de ces réductions soient prévues pour la période post-électorale. En outre, les tensions récentes au sein de la coalition donnent à penser que l'environnement politique pourrait aussi présenter un risque pour la mise en œuvre des réductions prévues des dépenses.

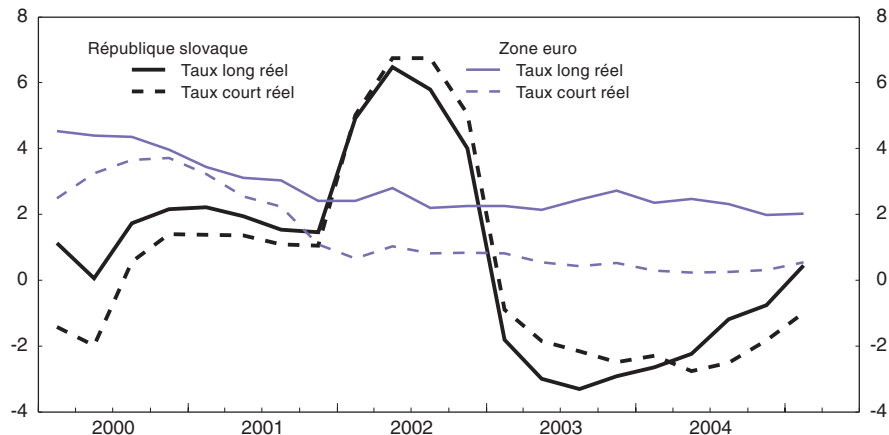
Un deuxième risque est que, même si les objectifs budgétaires sont respectés, une politique budgétaire plus stricte pourrait être nécessaire durant la courte période précédant la mise en conformité avec le critère de convergence de Maastricht, afin de pouvoir satisfaire les autres critères de convergence. Le pire scénario serait la conjugaison d'une appréciation plus rapide de la couronne (ce qui ferait craindre une entrée dans l'UEM avec un taux de change surévalué) et des signes de surchauffe dans l'économie nationale (avec un risque d'inflation excessive). Les autorités monétaires auraient donc ensuite à choisir entre une baisse des taux d'intérêt pour empêcher une appréciation excessive du taux de change et une hausse des taux d'intérêt pour peser sur les pressions inflationnistes. Dans ce cas, un nouvel assainissement budgétaire pourrait contribuer à réduire les pressions de la demande et à améliorer la viabilité des finances publiques.

Les taux d'intérêt ont déjà convergé vers les niveaux de la zone euro

Les taux d'intérêt à long terme en Slovaquie s'étant établis en moyenne aux alentours de 5 % en 2004, soit bien au-dessous de la valeur de référence, le critère de taux d'intérêt est déjà satisfait, et l'on ne peut guère redouter un changement dans ce domaine ces quelques prochaines années²⁸. De fait, la marge entre les taux d'intérêt sur les obligations slovaques et les taux d'intérêt sur les obligations de la zone euro s'est resserrée encore au cours des premiers mois de 2005 et est maintenant (mai 2005) de seulement 30 points de base environ (graphique 2.1, partie C).

La convergence des taux d'intérêt présente toutefois certains autres risques pour l'économie. Les plus forts taux de croissance de la Slovaquie impliquent des taux d'inflation plus élevés que dans les principaux pays de la zone euro, du fait de l'effet Balassa-Samuelson (voir encadré 2.1) et des taux d'intérêt réels très faibles (graphique 2.6). Conjugués à une forte rentabilité marginale du capital, ces faibles taux d'intérêt pourraient donner lieu à une forte expansion du crédit qui, en raison des contraintes jouant du côté de l'offre, pourrait susciter des bulles des actifs ou une alternance de périodes de forte expansion et de récession. Le marché immobilier slovaque doit être libéralisé pour faciliter la mobilité de la main-d'œuvre (comme on le verra au chapitre 3), mais la combinaison d'une libéralisation de ce marché et d'une expansion du crédit est à surveiller de près. Des taux d'intérêt trop faibles pourraient aussi se traduire par une expansion excessive du crédit intérieur, une demande globale excessive et des pressions inflationnistes excessives, qui non seulement compromettraient la mise en conformité avec le critère de taux d'inflation mais aussi, si elles ne s'accompagnent pas d'une croissance de la productivité, conduiraient à une perte de compétitivité des exportations. En outre, les engagements extérieurs du système bancaire slovaque ont augmenté très rapidement (autour de 60 % par an en moyenne) au cours de la période 2002-2004, suscitant des craintes de plus en plus grandes quant aux risques de change (non couverts) encourus par les entreprises et les banques. De saines mesures de réglementation et de surveillance prudentielles du système bancaire revêtent de toute évidence une importance cruciale.

Graphique 2.6. **Taux d'intérêt réels en Slovaquie et dans la zone euro**¹
En pourcentage



1. Taux nominaux moins inflation sous-jacente.

Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

Conclusions

Bien que la Slovaquie progresse de façon satisfaisante vers la mise en conformité avec les critères de Maastricht pour l'adhésion à la zone euro, les enjeux budgétaires et les difficultés liées à l'impossible trinité donnent à penser qu'elle n'a encore que peu de marge de manœuvre; non seulement les capitaux sont libres d'entrer en Slovaquie et d'en sortir, mais la trajectoire est très étroite pour l'évolution du taux d'inflation et du taux de change nominal. Les risques d'un déficit budgétaire excessif ou d'un scénario du trilemme très défavorable (appréciation excessive du taux de change conjuguée à une surchauffe de l'économie réelle) ne sauraient être totalement écartés, mais une stricte adhésion aux

orientations suivantes aiderait à les minimiser et mettrait également en évidence la crédibilité de l'engagement de la Slovaquie à l'égard de la réforme structurelle et d'une gestion macroéconomique prudente²⁹.

- **Les politiques de change** devraient continuer à lisser l'évolution de la couronne et viser à empêcher que le taux de change ne dévie excessivement de son niveau considéré comme fondamental, tout en reconnaissant qu'une certaine appréciation peut être nécessaire. Il pourrait être souhaitable de chercher à entrer assez tôt dans le MCE II.
- **Les politiques du marché du travail et du logement** devraient viser essentiellement à préserver la flexibilité des salaires et à encourager une plus grande mobilité de la main-d'œuvre (questions examinées plus longuement au chapitre 3). Ces politiques contribueront à assurer que les salaires réels ne progressent pas plus rapidement que la productivité, empêchant ainsi une perte de compétitivité et facilitant les ajustements de la compétitivité face à des chocs.
- Le rythme récent de la réforme des **politiques structurelles** devrait être conservé pour favoriser la croissance de la productivité et la concurrence dans le secteur des biens non échangeables, afin de maintenir l'inflation à un bas niveau (voir le chapitre 4 pour des recommandations spécifiques).
- Un resserrement supplémentaire de la **politique budgétaire** pourrait être nécessaire pour compenser le niveau plus élevé estimé du coût de la réforme des retraites. Un assainissement budgétaire plus marqué pourrait aussi contribuer à réduire la demande excessive en cas de surchauffe de l'économie nationale, en particulier si cette évolution va de pair avec un regain d'appréciation du taux de change. Avec une politique budgétaire plus stricte, la BNS pourrait axer essentiellement son action sur une nouvelle baisse des taux d'intérêt face à des pressions sur le taux de change.
- La **réglementation et la surveillance prudentielles** devraient être strictes pour faire en sorte qu'une expansion excessive de crédit ne conduise pas à l'apparition de bulles sur le marché intérieur (par exemple des prix de l'immobilier), qui exerceraient une pression à la hausse sur l'inflation. Cela pourrait être un risque à prendre tout particulièrement en compte dans le cadre des réformes du marché du logement.

La flexibilité des salaires et des marchés des produits sera aussi très importante après l'entrée dans la zone euro, afin d'assurer la résistance aux chocs et de minimiser les pertes de compétitivité, compte tenu de l'impossibilité de recourir aux instruments de politique monétaire.

Notes

1. Pour plus de précisions sur les critères de convergence, voir le site web de l'Union européenne, 25 février 2005 : <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/125014.htm>.
2. Cet examen est mené par la Commission européenne et la Banque centrale européenne rend compte au Conseil des ministres des Finances. Sur la base d'une proposition de la Commission, le Conseil décide, après discussion au niveau des Chefs d'État ou de gouvernement, si l'État membre remplit les conditions nécessaires pour l'adoption de l'euro. S'il est convenu que les conditions sont satisfaites, la date et le rythme auxquels la conversion interviendra sont déterminés en même temps.
3. Voir par exemple Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2003).
4. La directive 88/361/CEE du Conseil a consacré le principe de la totale libération des mouvements de capitaux entre les États membres à compter du 1^{er} juillet 1990, bien que certains pays (Espagne, Grèce, Irlande et Portugal) aient pu bénéficier de dispositifs transitoires pendant quelques temps.

La directive prévoit néanmoins des « mesures de sauvegarde », qui peuvent être prises pour une période pouvant aller jusqu'à six mois, si l'on juge que les mouvements de capitaux exercent de fortes tensions sur les marchés des changes et provoquent des perturbations graves dans la conduite de la politique monétaire et de change d'un État membre.

5. Commission européenne (2004), p. 3.
6. La plupart des économistes conviennent qu'un taux d'inflation optimal est supérieur à zéro, étant donné en particulier les distorsions dans la mesure de l'inflation, les rigidités à la baisse des prix nominaux et les conséquences négatives que peut avoir une déflation.
7. Programme monétaire de décembre 2004 de la Banque nationale de Slovaquie, couvrant la période allant jusqu'à 2008.
8. Kuijs (2002).
9. On suppose que les autorités souhaiteront éviter des techniques plus aléatoires comme le gel des prix réglementés ou la diminution des impôts à la consommation.
10. La faiblesse de cette voie de transmission découle des faibles niveaux d'endettement des ménages, de l'accès accru des entreprises aux marchés européens du crédit et du rôle de l'IDE en tant que substitut du crédit au secteur des entreprises.
11. Voir FMI (2005) pour une comparaison des estimations.
12. BCE (2003).
13. Voir, par exemple, Égert, Gruber et Reininger (2003).
14. Voir, par exemple, Égert et Kierzenkowski (2003). On notera également qu'une flexibilité supplémentaire peut être autorisée dans certains cas, car une dépréciation de plus de 2.25 % n'est pas *automatiquement* considérée comme un non-respect du critère de stabilité du taux de change.
15. Comme indiqué dans l'annexe, on s'attend à ce que le taux de change d'équilibre réel s'apprécie graduellement dans les pays en voie de rattrapage comme la Slovaquie. Avant l'entrée dans l'UEM, en conséquence, cet objectif doit résulter essentiellement d'une appréciation nominale, car l'inflation doit rester faible afin de satisfaire au critère d'inflation de Maastricht. En revanche, l'appréciation du taux de change réel après l'entrée dans l'UEM doit être induite par des taux d'inflation plus élevés.
16. Les cycles des taux de change flottants sont souvent de très grande amplitude. Par exemple, le yen, l'euro et les dollars des États-Unis, du Canada, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande, ont tous connu des fluctuations d'au moins 20 % de leur taux de change effectif ces dernières années. Certains cycles de taux de change sont encore plus marqués.
17. Voir De Grauwe et Schnabl (2004) pour un examen plus approfondi du cas de l'Irlande. On notera que la réévaluation pourrait être souhaitable si des chocs spécifiques aux pays intervenaient ou s'il devient évident que le taux pivot initial est mal choisi.
18. Selon la BCE (2003) « Les annonces unilatérales concernant les cours pivots envisagés ne sont pas conformes au caractère multilatéral du dispositif et doivent être évitées. En tout état de cause, elles ne préjugeront en aucune façon du choix définitif du cours pivot. ».
19. Durant la majeure partie des années 90, la couronne a été gérée dans le cadre d'un système de change fixe, ce qui s'est traduit par des fluctuations limitées du taux de change. Ultérieurement, après une libéralisation progressive de la balance des opérations courantes et de la balance des opérations en capital, ce système a été abandonné en octobre 1998, ce qui a entraîné une dépréciation sensible de la monnaie.
20. Dans la mesure où l'effet Balassa-Samuelson est en cause, l'appréciation du taux de change réel n'est pas nécessairement nuisible à la compétitivité. L'effet Balassa-Samuelson découle d'une croissance de la productivité relative plus élevée (que celle des pays partenaires commerciaux), ce qui fait grimper la hausse totale de l'IPC, ou les coûts totaux unitaires de main-d'œuvre (dans le modèle, les coûts unitaires de main-d'œuvre augmentent dans le secteur des biens non échangeables, mais pas dans celui des biens échangeables) par rapport à ce qu'on observe chez les partenaires commerciaux. Néanmoins, la compétitivité du secteur des biens échangeables n'est pas directement affectée.
21. Oomes (2005) conclut que l'appréciation de taux de change réel d'équilibre a été proportionnelle au *différentiel relatif de productivité* (environ 3 % par an), alors que le taux de change réel effectif s'est apprécié d'environ 6-7 % par an depuis la fin de 2002. On notera qu'un différentiel relatif de productivité de 3 % signifie que la croissance de la productivité dans le secteur des biens

- échangeables a dépassé la croissance de la productivité dans le secteur des biens non échangeables de 3 % de plus que dans la zone euro.
22. En outre, la BNS a pris des mesures pour compenser l'incidence des importantes entrées d'investissements dans les entreprises à capitaux publics et a négocié un accord avec le ministère des Finances pour qu'il n'emprunte pas à l'étranger cette année.
 23. Par exemple, début mars, le gouverneur de la BNS a noté que s'il pensait que les interventions de la banque sur le marché des changes n'avaient pas d'incidence sur le taux de change, elles étaient de moins en moins efficaces, leur incidence globale étant, selon lui, peu satisfaisante (ISI Emerging Markets, 2005).
 24. Emprunter des couronnes slovaques pour investir dans des actifs étrangers est coûteux lorsque les taux d'intérêt slovaques (auxquels la BNS peut emprunter) sont plus élevés que la rentabilité des actifs étrangers. Ce *coût de détention* des réserves en devises est appelé coût de stérilisation des interventions sur le marché des changes.
 25. La BNS a signalé une perte totale de 39.3 milliards de couronnes slovaques en 2004 et une nouvelle perte de 7.9 milliards de couronnes slovaques au cours des deux premiers mois de 2005. La dépréciation la plus récente, toutefois, a permis à la BNS d'enregistrer d'importants profits en mars et avril; d'où des bénéfices cumulés de 12.6 milliards de couronnes pendant les cinq premiers mois de 2005.
 26. Étant donné que l'endettement public brut de la Slovaquie était de 43.6 % du PIB en 2004, chiffre bien inférieur au plafond de 60 % imposé par le traité CE, il ne devrait pas y avoir de problème pour satisfaire au critère concernant les finances publiques.
 27. Ces estimations restent très incertaines, car on ne peut pas bien apprécier si les transferts ont eu lieu seulement plus tôt qu'escompté, ou si leur nombre total sera aussi supérieur à celui attendu. Néanmoins, eu égard à l'importance de la mise en conformité avec le critère du déficit public d'ici à 2007, il est fortement conseillé d'utiliser des estimations prudentes.
 28. Le critère de taux d'intérêt exige que le taux d'intérêt nominal moyen à long terme ne soit pas supérieur de plus de 2 points au taux d'intérêt nominal moyen à long terme des trois pays membres obtenant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.
 29. Cette crédibilité pourrait jouer un rôle vital en influençant l'appréciation du comité examinateur.

Bibliographie

- BCE (2004), « The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review », *Occasional Paper*, n° 10.
- BCE (2003) « Position de principe du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne concernant les questions de taux de change relatives aux pays adhérents », 18 décembre 2003, www.ecb.int/pub/pdf/other/policyaccexchangerateen.pdf.
- BCE (2002), « Les fondamentaux économiques et le taux de change de l'euro », *Bulletin mensuel de la BCE*, janvier, pp. 41-53.
- Clark, P. et R. MacDonald (1998), « Exchange rates and economic fundamentals: A methodological comparison of BEERs and FEERs ». *IMF Working Paper* n° 67.
- Commission européenne (2004), *Convergence Report 2004: Technical Annex*, A Commission Services Working Paper.
- Commission européenne (2003a), « Key Structural Challenges in the Acceding Countries: The Integration of the Acceding Countries into the Community's Economic Policy Co-ordination Process », *Occasional Paper*, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Bruxelles.
- Crespo-Cuaresma, J., J. Fidrmuc et R. MacDonald (2005), « The monetary approach to exchange rates in the CEECs », *Economics of Transition*, 13(2).
- De Grauwe, P. et G. Schnabl (2004), « Nominal versus real convergence with respect to EMU accession – EMU entry scenarios for the new member states », paper available at: <http://econwpa.wustl.edu:8089/eps/if/papers/0403/0403008.pdf>.
- Disyatat, P. et G. Galati (2005), « The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries: evidence from the Czech koruna », *BIS Working Papers* n° 172.

- Dufrenot, G. et B. Égert (2003), « Real exchange rates in Central and Eastern Europe: What scope for the underlying fundamentals? », Forthcoming in the *Journal of Emergent Markets Finance and Trade*.
- ECOFIN (2005), « Améliorer la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance », Conseil de l'Union européenne, Bruxelles, 21 mars 2005.
- Égert, B. (2004), « Assessing equilibrium exchange rates in CEE acceding countries: Can we have DEER with BEER without FEER? A critical survey of the literature », *BOFIT Discussion Paper n° 1*.
- Égert, B. et K. Lommatzsch (2004), « Equilibrium exchange rates in the transition: The tradable price-based real appreciation and estimation uncertainty », *William Davidson Institute Working Paper n° 676*.
- Égert, B., T. Gruber et T. Reininger (2003), « Challenges for EU acceding countries' exchange rate strategies after EU accession and asymmetric application of the exchange rate criterion », *Oesterreichische National Bank, Focus on Transition 2/2003*.
- Égert, B. et R. Kierzenkowski (2003), « Asymmetric fluctuation bands in ERM and ERM-II: Lessons from the past and future challenges for EU acceding countries », *William Davidson Institute Working Paper n° 597*.
- Égert, B. et A. Lahrèche-Révil (2003), « Estimating the Fundamental Equilibrium Exchange Rate of Central and Eastern European Countries: The EMU Enlargement Perspective », *CEPII Working Paper 2003-05*.
- Égert, B. (2002), « Investigating the Balassa-Samuelson hypothesis in transition: Do we understand what we see? », *BOFIT Discussion Paper n° 6*.
- FMI (2005), « Slovakia's growth potential and the output gap », in *Slovak Republic: Selected Issues and Statistical Appendix, IMF Country Report n° 05/72*, mars 2005.
- Halpern, L. et C. Wyplosz (1997), « Equilibrium exchange rates in transition countries », *IMF staff papers 44(4)*.
- ISI Emerging Markets (2005), « NBS Governor dissatisfied with impact of forex market interventions », *Internet Securities, Inc*, 10 mars 2005.
- Kearns, J. et R. Rigobon (2005), « Identifying the efficacy of central bank interventions: évidence from Australia and Japan », *Journal of International Economics*, vol. 66.
- Kim, B. Y. et I. Korhonen (2002), « Equilibrium exchange rates in transition countries: Evidence from dynamic heterogeneous panel models », *BOFIT Discussion Paper n° 15*.
- King, M. R. (2003), « Effective foreign exchange intervention: matching strategies with objectives », *Bank of Canada, International Finance, Vol 6(2)*, 247-269.
- Kovács, M. A. (2002), « On the estimated size of the Balassa-Samuelson effect in five central and eastern European countries », *National Bank of Hungary Working Paper n° 5/2002*.
- Kuijs, L. (2002), « Monetary policy transmission mechanisms and inflation in the Slovak Republic », *IMF Working Paper, WP/02/80*.
- Mihaljek, D. et M. Klau (2004), « The Balassa-Samuelson effect in Central Europe: A disaggregated analysis », *Comparative Economic Studies*, vol. 46, 63-94.
- National Bank of Slovakia (2004), « Monetary programme of the NBS until the year 2008 », consultable à : www.nbs.sk.
- Obstfeld, M., J. C. Shambaugh et A. M. Taylor (2003), « The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies and capital mobility ». *DNB Staff Reports 2003, n° 94*.
- Obstfeld, M. et A. M. Taylor (1998), « The great dépression as a watershed: International capital mobility in the long run ». In *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, edited by M. D. Bordo, C. D. Goldin et E. N. White. Chicago: University of Chicago Press.
- Oomes, N. (2005), « Maintaining competitiveness under equilibrium real appreciation: The case of Slovakia », *IMF Working Paper 05/65*.
- Sarno, L. et M. Taylor (2001), « Official intervention in the foreign exchange market: Is it effective, and if so, how does it work », *Journal of Economic Literature*, vol. 34, pp 839-68.
- Szapáry, G. (2001), « Maastricht and the choice of exchange rate regime in transition countries during the run-up to EMU », *ENEPRI Working Paper n° 6*, mai 2001.

- Toth, J. et A. Chudik (2004), « In search of a koruna equilibrium: Part I », *ING Financial Markets Economics Paper n° 4*.
- Truman, Edwin M. (2003c), *The limits of exchange market intervention*. In *Dollar Overvaluation and the World Economy*, eds. C. Fred Bergsten et John Williamson. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Union européenne (2005), « Règlement du Conseil n° 1056/2005/CE du 27 juin 2005 », *Journal officiel de l'Union européenne*, <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/JOHtml.do?uri=OJ:L:2005:174:SOM:EN:HTML>
- Zeman, J. (2004), « The equilibrium real exchange rate of the Slovak Koruna », *mimeo*, National Bank of Slovakia.

ANNEXE 2.A1

Estimations du taux de change d'équilibre de la Slovaquie

Ces dernières années, de nombreuses recherches ont été consacrées à l'estimation du taux de change d'équilibre en termes réels des pays adhérant à l'UE, afin de déterminer la parité à laquelle le nouvel État membre doit participer au MCE-II et, par la suite, à la zone euro. Cette estimation est loin d'être facile, en particulier dans le cas de la Slovaquie. Faisant le point sur certaines des difficultés rencontrées lorsqu'il s'agit d'estimer un taux de change d'équilibre pour la Slovaquie, Toth et Chudik (2004) résumant ainsi les problèmes qui se posent : l'échantillon est de très brève durée et la qualité des données est contestable; il est probable que le taux de change réel a été sous-évalué pendant une période assez longue au cours de la première phase de la transition, d'où des estimations biaisées du niveau d'équilibre; enfin, des ruptures structurelles sont extrêmement probables dans les données vu les réformes très importantes qui ont été mises en œuvre. Il n'est pas surprenant qu'un grand nombre de chercheurs n'aient pas pu déterminer une spécification stable d'un modèle pour la Slovaquie, quand bien même une technique identique a donné des résultats pour les pays voisins¹.

De plus, les différentes approches et techniques utilisées pour estimer le taux de change d'équilibre donnent généralement des résultats systématiquement différents pour toutes les économies². Par exemple, selon la BCE (2002), les estimations du taux bilatéral d'équilibre USD/EUR varient entre 1.03 et 1.45. À cause de tous ces facteurs, il est très difficile de se prononcer sur le taux de change à retenir pour la couronne slovaque lors de l'adhésion au MCE-II et, par la suite, pour le taux de conversion irrévocable. Mais, puisqu'il doit y avoir décision, un large éventail d'approches doivent être prises en compte.

L'une d'entre elles, celle des parités de pouvoir d'achat (PPA), détermine le niveau de taux de change d'équilibre à *long terme* et est souvent utilisée en première approximation pour l'analyse de la compétitivité. Mais, pour plusieurs raisons, les PPA à elles seules ne constituent pas un repère très utile pour évaluer le taux de change réel d'équilibre applicable au moment considéré. Ce qu'il faut essentiellement avoir à l'esprit, c'est que, la loi du prix unique n'étant pas valable pour les biens non échangeables, les PPA à elles seules ne tiennent pas compte du fait que les différentiels de productivité créent des écarts très sensibles de prix d'équilibre entre les pays émergents et les pays développés. Par conséquent, on complète généralement les PPA par un élément prenant en compte l'effet Balassa-Samuelson.

Avec la plupart des approches qui se fondent sur les PPA modifiées en fonction de l'effet Balassa-Samuelson, on se demande si le niveau moyen des prix en Slovaquie est adéquat eu égard au niveau de PIB par habitant (reflétant le différentiel relatif de productivité). Pour répondre à cette question, on s'appuie généralement sur une analyse internationale pour estimer la relation entre le niveau moyen de prix des pays et leur richesse relative. À partir d'une telle analyse, Oomes (2005), de même que Toth et Chudik (2004), concluent que les prix slovaques étaient inférieurs, durant les premières années de la transition, au niveau qu'expliquerait la richesse relative du pays, mais qu'ils ont convergé assez vite vers le niveau d'équilibre ces dernières années. Oomes (2005), qui a réalisé l'étude la plus complète de ce type, conclut que la couronne slovaque était sous-évaluée d'environ 30 à 40 % en 1993-1994, mais que, depuis lors, et surtout depuis la fin de 2002, l'appréciation du taux de change réel a complètement résorbé cette sous-évaluation, de sorte que la valorisation était correcte en 2005.

Une autre démarche, la plus courante à ce jour, consiste à estimer un modèle de taux de change d'équilibre comportemental (BEER). Initialement, l'approche BEER reposait sur la relation de parité non couverte de taux d'intérêt, comme dans Clark et MacDonald (1998), mais cette approche englobe aujourd'hui toutes les méthodes statistiques d'estimation du taux de change d'équilibre, c'est-à-dire les relations de type équation unique qui modélisent le lien entre le taux de change réel et les fondamentaux. Par conséquent, un grand nombre de modèles BEER n'ont plus de fondement microéconomique clair et certains ne prennent pas en compte le différentiel de taux d'intérêt.

Le changement structurel subi par l'économie et l'absence de séries chronologiques longues entravent sérieusement l'estimation d'un modèle BEER robuste dans le cas de la Slovaquie. En partie pour remédier à cet obstacle, un grand nombre d'économistes ont eu recours à des estimations sur panel, souvent avec un ensemble de pays relativement petits et homogènes (le nombre d'observations de données étant alors souvent trop faible pour qu'on puisse clairement identifier les paramètres), mais aussi parfois avec un très grand nombre d'économies n'ayant souvent guère de point commun avec la Slovaquie. Il est alors très difficile d'interpréter un coefficient commun. De plus, on peut se demander dans quelle mesure les variables manquantes particulières à certains pays sont de nature à modifier sensiblement le désalignement en termes réels qui a été calculé. Le tableau 2.A1.1 résume néanmoins les résultats d'un certain nombre de modèles BEER récents prenant en compte la Slovaquie.

Plusieurs de ces études concluent que la couronne avoisinait son niveau d'équilibre au début des années 2000. Cela implique que le taux de change réel est aujourd'hui nettement surévalué. Mais, comme le notent Halpern et Wyplosz (1997), de même que les études en termes de PPA évoquées précédemment, il paraît probable que les taux de change réels des pays en transition étaient tous nettement inférieurs à leur valeur d'équilibre à long terme durant les premières années de la transition. Par conséquent, puisque certains des résultats résumés au tableau 2.A1.1 ne font pas ressortir une telle sous-évaluation (par exemple, Zeman, 2004), ils sont sans doute faussés en ce qu'ils concluent incorrectement que les taux actuels sont surévalués. En effet, si le taux de change de la couronne se caractérisait par une sous-évaluation persistante durant les premières années de la transition, il n'aura probablement que plus récemment atteint son niveau soutenable à long terme et, maintenant, ne sera pas du tout nettement surévalué. Les études qui prennent plus expressément ces éléments en compte sont plus enclines à conclure que la couronne a atteint vers 2004 son niveau d'équilibre.

Tableau 2.A1.1. **Estimations, en termes de taux de change d'équilibre comportemental (BEER), des désalignements de la couronne slovaque**

Auteurs	Modèle de taux de change	Définition du taux de change réel	Autres variables	Période	Commentaires	Rythme d'appréciation vers l'équilibre réel	Ampleur du désalignement réel
Oomes (2005)	Modèle BEER, Slovaquie uniquement	IPC net, coût unitaire de main-d'œuvre et taux de change bilatéral sur la base de l'IPP (par rapport à l'euro)	$a - a^*$ (Slovaquie par rapport à la zone euro); G	1996 : T1-2004 : T2	Coefficient proche de 1 par rapport au différentiel de productivité	3 % par an (ou 1-2 % par an si l'assainissement budgétaire se poursuit)	Environ 0 % en 2004.
Crespo Cuaresma <i>et al.</i> (2005)	Modèle BEER de type monétaire, panel (6 pays en transition)	Taux de change bilatéral nominal (par rapport à l'euro)	M2, PI, taux d'intérêt des dépôts, CPI/IPP	1994 : M9-2002 : M3			Environ 0 % début 2004.
Zeman (2004)	Modèle BEER	Taux de change réel effectif sur la base de l'IPP (taux de change de l'Allemagne et de la République tchèque)	$(a^T - a^{NT}) - (a^{T*} - a^{NT*})$, $a - a^*$, G, NFA, $r - r^*$	1993 : T1-2003 : T3		Environ 2 % par an	Environ 0 % en 2000/2002. Environ +10 % fin 2003.
Toth et Chudik (2004)	Modèle BEER, modèle à un seul pays et panel (4 pays de l'accord de Visegrad)	Taux de change bilatéral réel sur la base de l'IPP dans le secteur manufacturier par rapport au taux de change de l'euro	$(a^T - a^{NT}) - (a^{T*} - a^{NT*})$, TOT, différentiel de taux d'intérêt réel, IDE, variables supplétives risque pays, avoirs nets extérieurs	1993 : M1-2004 : M3	Résultats du modèle BEER sensibles à la spécification du modèle	Jusqu'à 2-3 % par an	Assez bien évaluée fin 2003
Égert et Lommatzsch (2004)	Modèle BEER, estimations sur panel	Taux de change bilatéral sur la base de l'IPC (par rapport à l'Allemagne)	$a - a^*$, regp-regp*, $r - r^*$, Govt Debt/GDP, Openness, TOT.	1993 : T1-2002 : T4	Très difficile de trouver une relation raisonnable		+20-30 % (surévaluation) en 2002 : T4.
Égert et Lahrèche-Révil (2003)	BEER + FEER modèle VAR combiné	Taux de change effectif sur la base de l'IPC	$a^T - a^{NT}$, $a - a^*$, demande intérieure, TOT, balance courante, ouverture	1993 : T1-2001 : T2	Année de référence 1994 retenue dans l'analyse en termes de taux de change d'équilibre fondamental		+10-15 % (surévaluation) en 2001 : T2
Kim et Korhonen (2002)	Modèle BEER, estimations sur panel (29 pays)	Taux de change bilatéral (USD) et effectif	PIB par habitant, investissement/PIB, G, ouverture	1990-1999	Coefficients de l'échantillon transversal appliqués à la Slovaquie		0 % taux bilatéral par rapport à USD +8-20 % de taux effectif en 1999.

Variables : $(a^T - a^{NT}) - (a^{T*} - a^{NT*})$ = différentiel de productivité relative de la main-d'œuvre; $a - a^*$ = différentiel de productivité totale de la main-d'œuvre; G = dépenses publiques en % du PIB; regp = prix administrés (obtenus indirectement par les loyers); $r - r^*$ = différentiel de taux d'intérêt; TOT = termes de l'échange; NFA = avoirs nets extérieurs; PI = production industrielle.

La troisième grande approche théorique est celle du modèle de taux de change d'équilibre fondamental (FEER), qui prend en compte l'équilibre interne et externe. Mais, à ce jour, aucun modèle FEER ne semble avoir été élaboré pour la Slovaquie, bien que Égert et Lahrèche (2003) aient intégré à leur étude certains éléments d'un modèle FEER (voir le résumé du tableau 2.A1.1).

La plupart des économistes considèrent que le taux de change réel d'équilibre devrait s'apprécier au fil du temps. Si le taux de change se situe plus ou moins à son niveau d'équilibre estimé au moment de l'entrée dans le MCE-II, on peut utiliser des estimations de l'appréciation à l'équilibre pour déterminer dans quelle mesure le taux pivot peut devoir être réévalué avant la conversion finale à l'euro. Égert (2004) dresse une liste complète des facteurs qui peuvent contribuer à cette appréciation tendancielle à l'équilibre. Il s'agit des facteurs suivants : i) l'effet Balassa-Samuelson et ii) l'impact de la hausse des prix réglementés, ces deux facteurs créant un différentiel positif d'inflation, et iii) le degré auquel les gains attendus de productivité peuvent faire monter le taux de change nominal. Le rythme d'appréciation en termes réels à l'équilibre, tel qu'il ressort de certaines études de type BEER, est indiqué au tableau 2.A1.1. La plupart de ces études concluent que le rythme d'appréciation à l'équilibre ces prochaines années serait de l'ordre de 2 à 3 % par an.

Notes

1. Voir, par exemple, Dufrenot et Égert (2005), Égert et Lommatzsch (2004).
2. Voir Égert (2004) pour un examen des différentes méthodes d'estimation du taux de change d'équilibre et un commentaire complet des études concernant les économies en transition.

Table des matières

Résumé	8
Évaluation et recommandations	11
Chapitre 1. Principaux défis économiques de la République slovaque	19
La Slovaquie est parvenue à accélérer son processus de rattrapage	20
Quatre défis à relever pour stimuler l'élargissement de la croissance et la hausse de l'emploi.	40
Notes	42
Annexe 1.A1. La réforme fiscale de 2004	43
Chapitre 2. Politiques visant à préparer la voie à l'adhésion à la zone euro.	49
La stabilité des prix paraît accessible, mais des risques demeurent	51
La stabilité du taux de change pourrait être le critère le plus difficile à respecter	56
Le coût de la réforme des retraites menace la mise en conformité avec le critère du déficit public	60
Les taux d'intérêt ont déjà convergé vers les niveaux de la zone euro	63
Conclusions.	64
Notes	65
Bibliographie.	67
Annexe 2.A1. Estimations du taux de change d'équilibre de la Slovaquie	70
Chapitre 3. Politiques visant à favoriser la création d'emplois et à améliorer la mobilité de la main-d'œuvre	75
Les incitations au travail ont été renforcées	76
Une création d'emplois favorisée par des marchés du travail flexibles, mais entravée par des prélèvements élevés sur les salaires.	79
Une nouvelle politique du logement est nécessaire pour améliorer la mobilité interrégionale de la main-d'œuvre	84
Notes	89
Bibliographie.	90
Chapitre 4. Créer des conditions plus propices à l'innovation et à la croissance	93
Une stratégie de développement permettant une diversification au-delà de l'IDE.	94
Renforcer le capital humain et l'enseignement	95
Créer des conditions propices à l'innovation dans le secteur des entreprises	102
Développer une société de l'information	108
Amélioration de l'environnement général dans lequel évoluent les entreprises	111

Notes	122
Bibliographie.....	124
Chapitre 5. Bâtir un secteur public moderne.....	127
Les équilibres budgétaires se sont considérablement améliorés et les institutions chargées des finances publiques ont été renforcées	128
Une décentralisation administrative de grande ampleur a été lancée	128
Le cadre budgétaire à moyen terme est ambitieux, mais il faut renforcer la définition des priorités	134
Nouvelles réformes visant à améliorer la qualité de la gouvernance et des services publics.....	139
Notes	150
Bibliographie.....	153
Annexe 5.A1. La décentralisation budgétaire en Slovaquie	155
Annexe A. Mise en œuvre des recommandations antérieures de l'OCDE.....	161
Encadrés	
1.1. Une réforme fondamentale de la fiscalité	24
1.2. Incitations à l'investissement direct étranger	25
1.3. Le rôle de l'IDE	29
1.4. Prévisions à court terme de l'OCDE pour la Slovaquie	32
1.5. Retombées de la productivité.....	33
2.1. L'effet Balassa-Samuelson et l'effet boxeur	53
2.2. L'(in)efficacité de l'intervention sur le marché des changes	57
2.3. Changements récents du Pacte de stabilité et de croissance	62
3.1. Mesure du chômage.....	80
3.2. Arguments en faveur d'une réduction des prélèvements sur les salaires des travailleurs peu qualifiés	83
3.3. Résumé des recommandations	89
4.1. Politiques d'atténuation de l'impact de l'origine socio-économique sur la performance des élèves	98
4.2. Politiques d'incitation à l'innovation dans le secteur des entreprises.....	105
4.3. Enseignements tirés de l'expérience d'autres pays de l'OCDE à propos des TIC... ..	110
4.4. Recommandations concernant la création de conditions plus propices à l'innovation et à la croissance.....	121
5.1. Le renforcement des institutions budgétaires et les domaines où une convergence plus poussée est possible	132
5.2. Dépenses consacrées à l'éducation : la Slovaquie restera-t-elle à la traîne? ...	138
5.3. Politiques en faveur de la minorité rom	145
5.4. Les mécanismes de marché dans les politiques de développement durable ...	148
5.5. Résumé des recommandations	149
Tableaux	
1.1. Demande, production et prix	32
1.2. Ventilation sectorielle de l'emploi, 2000-2004	36
1.3. Plus de possibilités de migration intérieure	39
1.A1.1. Taux effectifs moyens d'imposition des sociétés.....	45
1.A1.2. Taux marginaux effectifs d'imposition des sociétés	45
2.1. L'effet boxeur dans certains membres de la zone euro.....	53

2.2. Indicateurs de la capacité de financement des administrations publiques (en % du PIB)	61
2.A1.1. Estimations, en termes de taux de change d'équilibre comportemental (BEER), des désalignements de la couronne slovaque	72
3.1. Cotisations de sécurité sociale obligatoire	81
3.2. Mode d'occupation du logement	87
4.1. Principaux indicateurs de la science et de la technologie	104
4.2. Jugement porté sur l'environnement des entreprises en Slovaquie, 2004	117
5.1. Compétences de l'administration centrale, des régions et des communes	134
5.2. Cadre budgétaire à moyen terme, 2006-2008	136
5.3. Partenariats public/privé	142
5.4. Emploi et rémunérations dans les administrations publiques, 2001-2005	142
5.5. Ventilation de l'emploi dans les administrations publiques, budget 2004-2005	143

Graphiques

1.1. Croissance du PIB et des exportations	20
1.2. Succès dans la désinflation	21
1.3. Une trajectoire originale d'assainissement budgétaire	22
1.4. Un environnement compétitif pour les entreprises	26
1.5. Améliorer la crédibilité internationale	27
1.6. Le rôle croissant de l'IDE	28
1.7. Entrées d'IDE par branche	29
1.8. Sources de la croissance	31
1.9. Croissance de la productivité dans les branches où l'IDE domine et dans les branches à capitaux slovaques	33
1.10. Convergence de la productivité et de l'emploi	35
1.11. Sources restantes de la variation internationale du PIB par habitant	37
1.12. Potentiel d'emploi	38
1.13. Potentiel d'emploi restant	39
1.A1.1. Charge fiscale moyenne effective des sociétés en Europe	46
2.1. Convergence de l'inflation et des taux d'intérêt aux niveaux de la zone euro	52
2.2. La hausse des prix des biens échangeables et celle des services marchands restent divergentes	55
2.3. Évolution du taux de change nominal et du taux de change réel	58
2.4. Évolution récente de la couronne et mesures prises par la BNS	59
2.5. L'impact de la réforme des retraites sur le déficit budgétaire	61
2.6. Taux d'intérêt réels en Slovaquie et dans la zone euro	64
3.1. Taux effectif d'imposition lorsqu'une personne sans emploi trouve un emploi	77
3.2. Taux net de remplacement pour une famille à deux enfants en cas de chômage de longue durée, 2002	78
3.3. L'écart se creuse entre les deux indicateurs de l'emploi	80
3.4. Coût du travail	81
3.5. Coin fiscal sur le travail, comparaison internationale	82
3.6. Évolution de l'emploi par branche	85
3.7. Taux de mobilité géographique et taux de chômage dans un certain nombre de pays de l'OCDE	86
4.1. Niveau d'instruction de la population	96
4.2. Situation sur le marché du travail, par niveau d'instruction	97
4.3. Scores PISA par rapport aux scores moyens pour l'OCDE	97

4.4.	L'impact du statut socio-économique sur les résultats en mathématiques	99
4.5.	Dépenses pour les établissements éducatifs par élève, aux différents niveaux, 2001.	101
4.6.	Rémunération des enseignants dans le premier cycle du secondaire, 2002	101
4.7.	Dépenses de R-D et niveau de revenu.	103
4.8.	Investissements en capital-risque.	107
4.9.	Nombre d'abonnés au haut débit pour 100 habitants dans les pays de l'OCDE. . . .	109
4.10.	Utilisation des TIC par les entreprises	109
4.11.	Réglementation des services professionnels, 2003	112
4.12.	Lien entre le niveau de réglementation globale et la cohérence des politiques dans les pays de l'OCDE	113
4.13.	Une immatriculation plus efficace des entreprises	114
4.14.	Tarifs des télécommunications	115
4.15.	Influence perçue du cadre législatif et réglementaire sur les entreprises.	118
4.16.	Lenteur de la procédure de faillite, mais amélioration attendue	118
4.17.	Indice de perception de la corruption, 2004	119
5.1.a.	Ajustement des recettes et des dépenses publiques	129
5.1.b.	Ajustement des recettes et des dépenses publiques	130
5.2.	Niveau de revenu et ajustement de la taille du secteur public	131
5.3.	Ventilation des comptes des administrations publiques.	134
5.4.	Dépenses consacrées aux établissements scolaires	138
5.5.	Possibilités de meilleure gouvernance	140
5.6.	Réformes de la gestion publique	141

Cette étude est publiée sous la responsabilité du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, qui est chargé de l'examen de la situation économique des pays membres.

La situation économique et les politiques de la République slovaque ont été évaluées par le Comité le 11 juillet 2005. Le projet de rapport a ensuite été révisé à la lumière de la discussion et finalement approuvé par le Comité plénier le 28 juillet 2005

Le projet de rapport du Secrétariat a été établi pour le Comité par Rauf Gönenç et Anne-Marie Brook sous la direction de Willi Leibfritz.

L'étude précédente de la République slovaque a été publiée en mars 2004.

La présente Étude économique ne peut pas analyser certaines politiques qui intéressent le pays mais relèvent de la compétence de la Communauté européenne. Si quelques-unes d'entre elles peuvent être examinées dans le contexte de l'étude de la zone euro, d'autres ne peuvent pas l'être par le Comité EDR, car la Commission européenne considère pour l'instant que les études économiques doivent avoir une portée limitée. Aucune limite ne s'applique en ce qui concerne les politiques qui peuvent être examinées dans les études économiques des autres pays de l'OCDE.

La Commission et les États membres de l'Union européenne étudient activement les moyens d'examiner dans le contexte du comité EDR les politiques mises en œuvre à l'échelle de la Communauté et de l'Union européenne.

STATISTIQUES DE BASE DE LA RÉPUBLIQUE SLOVAQUE (2004)

LE PAYS

Superficie (km ²)	49 035	Villes principales (nombre d'habitants) (fin 2001)	
Superficie agricole (km ²)	24 440	Bratislava	428 094
		Kosice	236 036
		Presov	92 720
		Nitra	87 308

LA POPULATION

Population (en milliers)	5 385
Nombre d'habitants par km ²	110
Accroissement annuel de la population (1990-2004, en pourcentage)	0.1
Taux de mortalité infantile (pour mille naissances viables, 2002)	7.6
Espérance de vie à la naissance (2002) : hommes	69.2
femmes	77.8
Chômage recensé, pourcentage de la population active	14.3
Chômage mesuré par l'enquête sur le marché du travail, (pourcentage de la population active)	18.1
Emploi mesuré par l'enquête sur le marché du travail (en milliers)	2 170

PRODUCTION

PIB (en milliards de SKK)	1 325.5
PIB par habitant (en dollars EU au taux de change du marché)	7 637
Formation brute de capital (en pourcentage du PIB)	24.7

LE GOUVERNEMENT

En pourcentage du PIB		Composition du Parlement de la République slovaque (élections de septembre 2002) :	
Recettes de l'État	36.6	Mouvement pour une Slovaquie démocratique	26
Dépenses de l'État	39.9	Union démocratique et chrétienne de la Slovaquie	22
Dette publique	43.6	SMER	25
Dette extérieure officielle (État et Banque nationale de la République slovaque)	16.7	Coalition hongroise	20
		Mouvement démocratique chrétien	15
		Alliance du nouveau citoyen	12
		Parti communiste slovaque	9
		Autres	21

COMMERCE EXTÉRIEUR

Exportations de biens et services, % du PIB	76.8	Importations de biens et services, % du PIB	79.5
Principales exportations, % du total		Principales importations, % du total	
Machines et matériel de transport	45.9	Machines et matériel de transport	39.6
Produits manufacturés	36.0	Produits manufacturés	29.5
Produits chimiques	5.4	Produits chimiques	9.8
Autres	12.6	Autres	21.1

LA MONNAIE

Unité monétaire : couronne slovaque	
Unité monétaire par dollar EU (moyenne)	
Année 2004	32.2
Juin 2005	31.6