

# L'ÉLARGISSEMENT ET L'EURO

CHRISTIAN DE BOISSIEU \*

Dans ce monde rempli d'incertitudes, il existe au moins une certitude : dix nouveaux pays membres vont rejoindre l'UE en mai 2004, entrant ainsi dans le marché unique et acceptant d'incorporer, dès le départ, une grande part de « l'acquis communautaire ».

Si le volet marché unique de l'élargissement est à peu près identifié, sa composante monétaire demeure plus floue, qu'il s'agisse du calendrier envisageable, de la gestion des périodes transitoires ou des conséquences à en attendre pour l'euro. Après avoir abordé les conditions de l'accès des nouveaux pays membres à la zone euro, j'évoquerai les implications de l'élargissement pour le taux de change de l'euro, son rôle international et la conduite de la politique monétaire dans la zone ainsi redéfinie.

## L'ACCÈS DES NOUVEAUX PAYS MEMBRES À LA ZONE EURO

### *Le point de départ : une grande diversité des régimes monétaires*

À quelques encablures de l'élargissement, on ne peut être que frappé par la diversité des régimes monétaires des nouveaux membres. Entre d'un côté la Pologne qui laisse flotter le zloty, de l'autre l'Estonie, la Lituanie et la Bulgarie (entrant dans l'UE en 2007) qui pratiquent un système de caisse d'émission (*currency board*) centré sur l'euro, il existe toute une palette de régimes intermédiaires. Ainsi la Hongrie est déjà dans le SME bis, puisque le forint est lié à l'euro par un taux de change pivot et une marge de fluctuations de  $\pm 15$  %. Les devises tchèque et slovaque font l'objet d'un flottement encadré par les autorités monétaires. Quant à la Lettonie, elle se singularise en pratiquant un ancrage

\* Professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne), Président délégué du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre.

vis-à-vis du DTS, l'unité de compte promue autrefois par le FMI et dont l'avenir monétaire semble plutôt limité.

Une telle diversité est le reflet de tout un ensemble de facteurs : historiques, économiques, géopolitiques, voire culturels (au sens le plus large). Au fur et à mesure que les échéances vont se rapprocher, il faudra exiger plus de convergence dans les régimes monétaires. Car cette mosaïque de régimes fait quand même un peu désordre. Elle ne donne pas de signal clair au reste du monde sur les véritables intentions des pays candidats. Le signal fort du désir d'entrer dans l'UEM demeure l'ancrage à l'euro durant la phase transitoire, et ce signal devra être donné rapidement après l'adhésion à l'UE en mai 2004.

### *Le calendrier prévisible et le respect des critères de convergence*

Jusqu'à récemment, une sorte de calendrier « naturel » paraissait s'imposer : les plus avancés des nouveaux membres de l'UE étaient censés rejoindre la zone euro deux-trois ans après leur adhésion, c'est-à-dire vers 2006-2007. Le temps de conforter la convergence dans ses différentes acceptions : nominale, réelle, structurelle. Les derniers développements conduisent à envisager un calendrier moins serré. Ainsi, la République Tchèque et la Pologne, qui ne sont certainement pas les plus mal placés parmi les nouveaux membres, évoquent l'échéance de 2009-2010 pour l'entrée dans l'euro. S'il en était ainsi, il faudrait décaler d'autant l'accès à l'UEM des pays de la seconde vague comme la Bulgarie et la Roumanie. 2009, cela laisserait une chance, mais ne donne pas de certitude au Royaume-Uni d'être dans l'euro avant la République Tchèque, la Pologne... Au moment de la rédaction de cet article, la position de la Hongrie sur cet éventuel report du calendrier en comparaison des échéances initialement projetées n'était pas connue. Mais on imagine mal des dates très différentes parmi l'avant-garde des nouveaux membres.

Pour intégrer l'UEM, les pays nouvellement admis dans l'UEM doivent, comme leurs prédécesseurs, respecter des critères macroéconomiques et un critère d'ordre institutionnel, celui relatif à la pleine indépendance de la banque centrale (totale autonomie, en particulier à l'égard du gouvernement, dans la fixation des objectifs et des moyens). Ce critère institutionnel est déjà satisfait, ou en passe de l'être, pour les pays qui vont adhérer à l'UE en 2004. Quant aux critères macroéconomiques, c'est dans le contexte précédant l'entrée dans l'euro qu'il faudra les apprécier, donc pas à la lumière des performances de 2002-2003 !

Quoi qu'il en soit, le tableau de bord pour les périodes récentes conduit à une vision plutôt optimiste. Quelques exemples le confirment. Fin 2002, le ratio de dette publique pour les futurs adhérents était compris entre 5,8 % (Estonie) et 56,8 % du PIB (Hongrie), soit en

dessous du seuil de 60 % du Traité de Maastricht. La Pologne était à 46 %, la République Tchèque à 19,5 %. La situation est un peu moins brillante du côté des déficits publics, avec plusieurs pays, et non des moindres (Pologne, Hongrie, République Tchèque, Slovaquie...) au-dessus de la limite de 3 % en 2002. L'année 2002 a été marquée par un relâchement budgétaire expliqué, dans certains cas, par le coût budgétaire des restructurations bancaires et dans plusieurs pays par le cycle électoral (élections législatives en Hongrie, en République Tchèque, en Slovaquie..., municipales en Pologne). Du coup, si rien n'est fait, le ratio de dette publique pourrait, d'après certaines projections, atteindre le fameux seuil de 60 % en 2010 pour la Slovaquie et la République Tchèque, sauf réformes d'envergure du côté des dépenses sociales.

Quant au taux d'inflation, critère de convergence nominale par excellence, la variance des performances est aussi forte parmi les dix nouveaux membres qu'elle l'est aujourd'hui dans l'UE à 15. Pour 2002, l'inflation s'étage de 0,3 % pour la Lituanie à 22 % pour la Roumanie, mais aussi 7,6 % pour la Slovénie, 5,8 % pour la Bulgarie, 5,3 % pour la Hongrie... Pour ces derniers pays, la politique de change devra, sans aucun doute, être mise au service de la désinflation. Une grande stabilité du taux de change nominal sera indispensable pour stabiliser les anticipations d'inflation et pour obtenir une appréciation du taux de change réel qui facilitera la convergence des taux d'inflation vers les niveaux requis. Comme pour la France des années 1980-1990, la hausse du taux de change réel accélérera la convergence nominale pour les futurs candidats à l'entrée de l'UEM, en même temps qu'elle leur posera un vrai défi pour leur compétitivité-prix.

Ce qui vient d'être dit pour le critère d'inflation a des conséquences directes pour un autre critère d'entrée dans l'UEM, le taux d'intérêt à long terme. Car celui-ci est très dépendant de l'inflation effective et des anticipations d'inflation, sans nier pour autant l'influence d'autres paramètres (déficits publics...). L'expérience de la première vague d'entrée dans l'euro a montré qu'en 1997-1998, lors de l'examen des candidatures à la monnaie unique, le critère portant sur le taux long avait été beaucoup moins discriminant que le taux d'inflation ou l'état des finances publiques. On ne peut, bien sûr, en tirer aucune conclusion définitive pour les futurs entrants.

Derrière la convergence nominale, la convergence réelle, celle qui est la plus lourde d'implications économiques et sociales puisqu'elle touche à la croissance, à l'emploi, au PIB par tête... et qui, pourtant, ne fait pas partie de la batterie des critères de convergence du Traité de Maastricht. Sans insister ici sur tous ces aspects de la convergence réelle, un point mérite attention à la lumière d'un autre débat, celui relatif à l'entrée de la livre sterling dans l'euro. En effet, parmi les conditions ajoutées par le

tandem Blair-Gordon, figure la convergence des cycles (en l'occurrence, la convergence du cycle britannique vers celui de la zone euro). Transposée à notre sujet, la question se formule de la façon suivante : le cycle des affaires chez les nouveaux adhérents, en particulier les pays d'Europe de l'Est, va-t-il converger, et à quelle vitesse, vers le cycle de la zone euro ? Une remarque préalable : 5 ans après l'arrivée de l'euro, les performances d'inflation et de croissance demeurent hétérogènes à l'intérieur de la zone euro à 12, ce qui signifie que l'expression « cycle de la zone euro » est, d'une certaine manière, une simplification. La forte intégration commerciale des nouveaux membres avec les actuels partenaires de l'UE - avec un commerce extérieur orienté à 60-70 % vers l'UE - justifie, à elle seule, une convergence des cycles de l'Europe de l'Est vers le cycle de la zone euro. La Hongrie, historiquement, a été le premier parmi les nouveaux membres à converger vers le cycle de l'Europe de l'Ouest, l'ancrage cyclique de la Pologne étant plus récent car datant de 1997-1998. À l'Est, comme dans la zone euro, va subsister la possibilité de chocs spécifiques (ou « asymétriques ») nécessitant des réponses appropriées du côté des politiques économiques nationales.

D'ici à 2009-2010, la convergence cyclique entre l'Est et l'Ouest de l'Europe devrait s'accroître, par-delà le phénomène de « rattrapage » de niveau de vie de l'Est (dopant forcément la croissance des nouveaux membres, comme cela a été le cas lors des élargissements passés, qu'il s'agisse de l'Irlande, de l'Espagne, du Portugal, de la Grèce...) et l'attente de chocs spécifiques auxquels certains pays vont être plus particulièrement exposés (exemple : la restructuration du secteur agricole). Et ceci sera une évolution structurelle à prendre en compte pour la conduite de la politique monétaire par la Banque centrale européenne (BCE) dans la zone euro élargie.

#### *Quel régime monétaire durant la phase transitoire ?*

Parmi les critères de Maastricht, figure l'obligation de la stabilité du taux de change pendant les deux années précédant l'entrée dans l'UEM. Mais il existe encore des débats sur l'interprétation exacte de cette clause.

Au sens strict, cela impliquerait que les pays candidats participent au SME bis à bande large ( $\pm 15$  % autour du taux de change pivot), voire même au mécanisme à bande étroite ( $\pm 2,25$  %), sans dévaluation de leur monnaie durant les deux ans avant l'entrée dans l'euro. À la lumière de la configuration actuelle évoquée plus haut, on conçoit qu'une telle condition ait de grandes chances d'être satisfaite par la plupart des nouveaux adhérents.

En pratique, il ne faut pas nier le poids de la jurisprudence « finlandaise » : la Finlande est bien entrée dans l'euro dès janvier 1999 sans avoir préalablement participé au mécanisme de change du SME,

mais grâce à la stabilité *de fait* du mark finlandais vis-à-vis du mark allemand pendant la même période requise de deux années. Autrement dit, la stabilisation de fait du taux de change nominal (sans préjuger de l'évolution, dans le même temps, du taux de change réel) a été jugée équivalente à une stabilité de droit. Et cette jurisprudence finlandaise a toutes les chances d'être sollicitée, le moment venu, par le Royaume-Uni qui sera très réticent pour pratiquer le SME bis avant l'euro. Au plan des principes et en vertu de la règle de non discrimination, on ne voit pas très bien sur quelles bases refuser l'accès de tel ou tel nouvel adhérent à cette jurisprudence finlandaise. Si, par exemple, la Pologne veut jouer la carte de la stabilité de fait du zloty vis-à-vis de l'euro plutôt que la stabilité de droit, comment l'en empêcher ? Disons qu'il reviendra alors aux autorités européennes (la BCE, la Commission...) de déployer des trésors de pédagogie pour expliquer aux nouveaux membres qu'il est de leur intérêt de participer au SME bis, même avant le délai fatidique de deux ans. Mais cette pédagogie ne pourra pas esquiver la question fondamentale de la gestion des chocs, en particulier des chocs asymétriques, de la part des nouveaux membres durant la période transitoire.

#### *LES CONSÉQUENCES DE L'ÉLARGISSEMENT POUR L'EURO ET LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE*

5

##### *Influence de l'élargissement sur le taux de change de l'euro*

Avant l'arrivée de l'euro en janvier 1999, une idée avait cours auprès d'un certain nombre d'opérateurs de marché et d'économistes : l'intégration, dans la première vague de l'UEM, des pays de l'Europe du Sud (Espagne, Portugal, Italie...) était censée détériorer l'image et la réputation de l'euro et peser sur son taux de change. Disons tout de suite que cette prédiction s'est révélée erronée. Si le taux de change de l'euro a reculé vis-à-vis du dollar de façon quasi continue sur la période 1999-2001, cela n'a pas eu grand-chose à voir avec l'inclusion de ces pays de l'Europe du Sud, mais a tenu à d'autres facteurs (croissance américaine très rapide en 1999-2000, attirant de nombreux investisseurs vers la zone dollar...).

Il faut donc éviter de commettre la même erreur de jugement. Penser que l'élargissement va forcément faire baisser le taux de change bilatéral (vis-à-vis du dollar) et effectif (contre un panier de monnaies) de l'euro relèverait d'une simplification abusive. En fait, le taux de change euro/dollar va rester guidé par quelques paramètres fondamentaux, en particulier l'ampleur des déficits jumeaux américains et le différentiel de croissance entre les deux rives de l'Atlantique. En 2004-2005, les déficits américains risquent de peser lourdement, provoquant des ajustements à la baisse sur le billet vert avec le risque qu'ils soient en grande partie

absorbés par l'euro. Il est, par contre, impossible d'envisager aujourd'hui où en sera, en 2009-2010, le cycle des déficits américains et de la croissance. Mon sentiment reste que ces différents éléments seront déterminants en comparaison du rôle exercé par le périmètre de la zone euro - ce qui ne signifie pas que ce dernier élément sera sans aucune influence sur le taux de change de l'euro. Disons que cet effet sera du deuxième ordre par rapport aux effets de premier ordre engendrés par les équilibres (ou déséquilibres) américains et les croissances économiques comparées.

#### *Incidence de l'élargissement sur le rôle international de l'euro*

Autant les redéploiements dans les portefeuilles sont susceptibles d'intervenir rapidement, autant il faut du temps pour changer les habitudes et surmonter les inerties concernant la facturation du commerce mondial ou d'autres aspects structurels. Ceci était attendu, et s'est trouvé parfaitement vérifié avec l'arrivée de l'euro. La monnaie unique européenne, en peu de temps, a rivalisé avec le dollar sur le marché obligataire international. Par contre, elle reste à la traîne pour ce qui est de la composition des réserves de change des banques centrales (68 % pour le dollar, 13 % pour l'euro) et ce qui touche à la facturation du commerce mondial (avec un rapport de 1 à 4 en faveur du billet vert).

Le rôle international d'une monnaie se mesure aussi à l'aune de son utilisation en dehors de sa zone d'émission. Pour l'euro, on a constaté un phénomène rapide de propagation hors de la zone euro : en juin 2002, soit quelques mois après l'arrivée des billets et pièces, la proportion de billets libellés en euro se trouvant en dehors de la zone euro - Europe de l'Est, Balkans, Turquie, Maghreb... - était déjà de 8 %, pour un encours d'environ 20-25 Md€ (statistiques BCE). Donc, d'une certaine façon, avec ce phénomène de circulation parallèle de l'euro et des monnaies nationales, l'Europe de l'Est est déjà un peu dans l'euro bien avant de participer à l'UEM...

Sauf catastrophe monétaire majeure difficile à imaginer, on ne voit pas très bien par quel effet pervers l'élargissement de la zone euro viendrait menacer les parts de marché de la monnaie unique européenne vis-à-vis du dollar et du yen. Inversement, il ne faut pas non plus en attendre des miracles pour accélérer, par exemple, l'usage de la facturation du commerce international en euros. Le temps des transitions monétaires est forcément long, et d'autres changements structurels non liés à l'élargissement devront se produire avant un tel rééquilibrage.

#### *La conduite de la politique monétaire dans la zone euro élargie*

L'élargissement de la zone euro va plus changer le processus décisionnel de la BCE que sa stratégie monétaire.

En effet, du côté de la stratégie monétaire, en particulier des objectifs, des instruments et de l'articulation entre eux, la continuité devrait prévaloir. Au printemps 2003, la BCE a assoupli sa définition de la stabilité monétaire, désormais entendue comme une situation où l'inflation moyenne dans la zone est autour de 2 % par an (par valeurs inférieures), alors qu'auparavant il s'agissait de viser une inflation significativement en deçà de 2 %. Le nouvel objectif représente à peu de chose près le point moyen de la fourchette 1-3 %, qui paraît tout à fait compatible avec l'élargissement : d'ici 2006-2007, *a fortiori* pour 2009-2010, les nouveaux membres auront vu leurs taux d'inflation converger vers ce type de chiffre.

Par contre, il faudra modifier sensiblement les procédures de décision au Conseil des gouverneurs de la BCE. Ce Conseil rassemble aujourd'hui les membres du Directoire (6) et les gouverneurs des banques centrales nationales (BCN) (aujourd'hui 12), et il prend ses décisions à la majorité simple. Le jour où la zone euro passe à 20 membres et plus, se posent très directement des problèmes de gouvernance monétaire. C'est pourquoi, prenant les devants, la BCE a, dès décembre 2002, proposé un système de rotation permettant de limiter le nombre de gouverneurs de BCN prenant part au vote à 15. Il s'agit clairement d'un dispositif à plusieurs vitesses, puisque la fréquence de l'accès au droit de vote pour un pays membre de la zone euro dépendra de la taille relative de son économie. Pour déterminer l'attribution des droits de vote au Conseil des gouverneurs, les pays seront classés en deux groupes tant que le nombre de membres de l'UEM sera inférieur ou égal à 21, en trois groupes à partir de 22. On le voit, le dispositif proposé, qui s'inspire tout autant du Conseil de sécurité de l'ONU que du Conseil de politique monétaire (*FOMC*) américain (dans lequel seuls cinq présidents de *Fed* régionales votent à chaque fois alors que les douze sont présents), s'efforce de façon pragmatique d'adapter le système de gouvernance monétaire dans la zone euro à l'extension de celle-ci. Il faudra cependant veiller à ce que le dispositif effectivement mis en place ne crée pas une nouvelle ligne de fracture entre petits et grands pays.

