

# P résentation

Michel AGLIETTA et Jean-Pierre PATAT

Respectivement Conseiller scientifique au CEPII  
et Directeur des études et statistiques monétaires à la Banque de France

**L'**idée même de l'Europe monétaire n'est pas récente. Le rapport Werner au début des années soixante-dix en traçait déjà les grandes lignes, mais sa formulation en propositions concrètes, médiatiques, a fait, depuis quelques mois, une avancée impressionnante.

Pourtant, à s'en tenir à l'Acte unique européen, les objectifs en matière d'unification monétaire sont relativement prudents. Le problème de l'union monétaire n'est introduit dans le document que par le biais d'une référence à la nécessaire « capacité monétaire de l'Europe ». À l'origine, le « grand marché » de 1993 n'a en aucune manière, été présenté comme indissociable de l'union monétaire et cette problématique a été longtemps absente des discours politiques sur la question.

5

La conviction s'est cependant rapidement imposée chez nombre de praticiens, d'universitaires et, de ce fait, de personnages publics, que la libre circulation des capitaux et des services financiers, dont **Jean-Pierre Baché** rappelle les étapes à partir de 1990 pour la première, de 1993 pour la seconde, risque d'être un puissant facteur de déstabilisation des taux de change, sauf à ce que les pays européens s'imposent une coordination presque paralysante de tous les leviers de leur politique économique. Paradoxalement, une union monétaire et sa représentation concrète, une monnaie unique, seraient la condition pour que les différents partenaires européens puissent vivre ces échéances, tout en gardant une certaine marge de liberté dans leur politique de développement et de régulation conjoncturelle. Pour parvenir à cette union monétaire, certains, conscients que sans mécanisme institutionnel, on n'avance pas beaucoup, préconisent la création rapide d'une Banque centrale européenne. La force de persuasion de cette idée a été telle, que sous la présidence de Monsieur Delors, un groupe de réflexion où figurent des experts indépendants et les Gouverneurs des Banques centrales européennes a été constitué pour réfléchir à cette problématique.

Si l'on entend analyser plus précisément la démarche intellectuelle qui aboutit à proposer l'union monétaire, il faut partir d'un bilan de l'expérience actuelle du SME, bilan jugé relativement satisfaisant... ou relativement insatisfaisant. Pour beaucoup, l'insuffisance de coordination des politiques monétaires à l'intérieur du système ne peut se prolonger au risque de le faire voler en éclat. On peut envisager des schémas

## PRÉSENTATION

de coordination et de coopération renforcés, mais l'union monétaire est sans doute la solution la meilleure.

L'ensemble des contributions à ce numéro spécial suit le fil de cette problématique, avec bien entendu des opinions et des conceptions souvent divergentes. À cet égard il est frappant de constater à quel point les avis des experts épousent, épousent trop serait-on tenté de dire, les positions nationales officielles, si bien mises en lumière dans l'article de **Jacques Léonard** : du « oui oui » à l'union monétaire où l'on trouve la France, l'Italie, au « oui mais » avec l'Allemagne, enfin au « non » du Royaume-Uni, encore que les papiers de **Charles Goodhart** et de **Gerald Holtham** n'aient pas la même connotation.

Le bilan du SME tout d'abord. **Jean-Luc Leproux** souligne le succès incontestable dans la réduction de la variabilité des taux de change et, peut-être plus encore, dans le maintien entre les monnaies européennes de parités réalistes, eu égard à l'évolution de facteurs fondamentaux des économies. **Monique Alleron** et **Jacques Bozzi** font justement l'examen de ces facteurs fondamentaux : la rigueur de l'analyse fait bien ressortir, à la fois le rapprochement impressionnant des résultats (sauf en matière de balance des paiements courants toutefois), en particulier parmi les pays dont la monnaie respecte la marge étroite de fluctuation de change ; mais il apparaît aussi que les évolutions n'ont pas été meilleures, en ce qui concerne l'inflation, que dans les pays hors SME, et plutôt moins bonnes pour la croissance et l'emploi.

Un lien pourrait être fait entre cette relative faiblesse et l'acceptation de changes semi-fixes, (certains, P. de Grauwe et A. Verfaillie par exemple le feront explicitement). **Thierry Vissoi**, lui, s'attache ici à le réfuter, tout en relativisant la portée de comparaisons avec les autres pays (il est vrai que les États-Unis, pays sans contrainte extérieure ne sont pas forcément la meilleure référence), et en mettant en avant l'acquis que représente le cadre institutionnel de coopération et de coordination qui s'est créé.

Mais cette coordination, justement, est jugée peu satisfaisante par beaucoup ; des formules parlantes, « l'asymétrie », « l'étalon DM » et des analyses concrètes (**Philippe Lagayette**, **Daniel Cohen**, **Francesco Papadia**, **Gerald Holtham**) exposent ce désappointement. Pour **Jorge Braga de Macedo**, qui se penche plus spécialement sur les conséquences de la libération financière pour les pays les moins développés de la communauté, Espagne, et surtout Grèce et Portugal, l'exemple de la Grande-Bretagne montre qu'il est essentiel pour certains pays de trouver des formes d'association à la fois fructueuses et moins dépendantes de la politique de la Bundesbank. **Heinz Hermann** ne partage pas cette analyse, invoquant des tests de causalité d'où ne ressortiraient, ni l'alignement des taux d'intérêt des pays européens sur ceux de l'Allemagne Fédérale, ni des liens de dépendances entre les évolutions de la base monétaire allemande et celles des agrégats de ses partenaires. L'auteur reconnaît toutefois que l'approche de l'échéance européenne impose la recherche de références nouvelles pour la cohésion du SME, d'autant que l'influence réciproque des conditions du marché monétaire en France et en Allemagne commence à se manifester.

Dans cette perspective, la conception de la politique monétaire devient cruciale, ainsi que le montre le « débat » que présentent les articles de **Robert Raymond**, **Philippe Lagayette**, **Christian de Boissieu**. Invoquant le « triangle d'incompatibilité » introduit par Mundell et reformulé par T. Padoa-Schioppa, les auteurs montrent la nécessité de coordonner étroitement, institutionnellement, cette politique. C'est un paradoxe, souligne **Philippe Lagayette**, que la politique monétaire devienne de plus en plus importante alors même que, sur le plan méthodologique,

## P R É S E N T A T I O N

*l'ouverture européenne rend sa « lisibilité » de plus en plus difficile (les agrégats monétaires traditionnels sont évidemment affectés par la libération des marchés de capitaux). Pour **Christian de Boissieu**, la différence de rythme entre l'intégration, très rapide, et la coopération, trop lente fait que, des trois scénarios envisageables (coopération totale, coopération partielle, non coopération), le second n'est pas le moins probable, avec des tentations de remise en cause de la fixité des changes, ou de la libre circulation des capitaux.*

*Dans cette situation, **P.E. Pflimlin** craint que l'adaptation des banques françaises à la concurrence européenne ne s'avère difficile. L'instabilité des taux de change pourrait s'ajouter aux disparités fiscales pour provoquer d'amples mouvements d'épargne dont les banques françaises risqueraient initialement de souffrir.*

*Mais la coordination des politiques monétaires, à supposer que tous veuillent effectivement la mettre en pratique, pose des problèmes aigus : comment apprécier la conjoncture monétaire ? Quels devraient être les objectifs intermédiaires d'une politique monétaire coordonnée ? Comment enfin organiser cette coordination ?*

***Francesco Papadia** insiste sur la nécessité d'une méthode explicite de concertation avec des objectifs de crédits et de monnaie communautaires (qui restent encore les meilleurs objectifs intermédiaires) résultant d'une approche d'ensemble du problème, et appelle une fédération de Banques centrales européennes. On le voit, l'approche vers l'union monétaire totale est rapide. **Jacques Léonard** pour sa part, montre comment, chez ceux qui sont effectivement partisans d'une coordination renforcée des politiques monétaires, la création d'une Banque centrale européenne, non seulement s'impose, mais ne soulève pas vraiment de problème : c'est une simple question d'ordre technique. En revanche, pour ceux qui, en définitive, considèrent que la situation actuelle n'a pas que des inconvénients, on se raccroche à la conception juridique de l'ordre monétaire et on met en relief le caractère éminemment politique de l'affaire.*

7

*Mais entrevoyons-nous bien encore les conséquences de l'union monétaire ?*

***Michel Aglietta** démontre comment la perte d'indépendance du pouvoir monétaire redonne aux pays considérés des marges de manœuvre pour user de l'arme budgétaire, puisqu'il n'y a plus de problème de balances de paiement et de taux de change. **Alain Prate** tout en soulignant les efforts faits en faveur de l'atténuation des structures régionales, où la Banque Européenne d'Investissement joue un rôle majeur, estime également que l'Europe, dotée d'une monnaie unique, pourrait plus facilement que maintenant mener une politique économique favorable à l'atténuation des déséquilibres régionaux.*

*Il y a davantage de scepticisme chez **Daniel Cohen** pour qui une union monétaire serait peut-être favorable au traitement des chocs symétriques, mais pas des chocs asymétriques. De plus, l'union monétaire s'insérerait dans un ensemble international et l'absence de coordination, de fait, des politiques budgétaires pouvant résulter d'une union monétaire, pourrait mettre en péril le taux de change externe de la monnaie européenne.*

***Charles Goodhart** se demande si la solution de l'union monétaire est opportune, compte tenu de la force psychologique, émotionnelle du concept de monnaie et de l'attachement des pays à ce qui peut être considéré comme un drapeau. Il observe que du temps de l'étalon or, les changes étaient fixes, et c'est bien là le résultat recherché sans pour autant que les pays aient formellement perdu leur souveraineté monétaire. Il faut donc respecter le principe de la discipline de l'étalon or (sans l'or bien entendu !), en obligeant les Banques centrales à concentrer l'essentiel de leurs interventions sur le maintien des parités (on reviendrait ainsi à ce qui était leur mission principale avant 1914). Ce changement dans l'ordre des priorités*

## P R É S E N T A T I O N

des tâches des Banques centrales (jusqu'ici beaucoup plus orientées vers la régulation interne) sera plus décisif pour l'unité monétaire européenne que la promotion de l'écu, ce « gadget ».

On en vient bien sûr à l'écu, ou plutôt au problème que soulève l'émission d'une monnaie européenne. **Pierre Bruno Ruffini** observe qu'en dépit de grandes potentialités de croissance comme instrument de financement, de placement et de facturation, l'écu a incontestablement atteint un palier dans son développement. N'ayant pas les attributs d'une monnaie, il ne peut en effet assurer sa différence vis-à-vis des autres unités européennes.

Dans une courte rétrospective sur l'Union Européenne des Paiements (UEP), **R. Triffin** nous rappelle à quel point l'utilisation d'une unité européenne de compte et de règlement, pour les soldes monétaires des balances de paiements des pays membres, avait été le fruit d'un engagement politique conjoint. De l'UEP, il faut retenir l'avantage qu'il y aurait à transformer le FECOM en un système fédéral de réserves, indispensable à la gestion de l'écu.

Car la monnaie européenne ne sera certainement pas l'écu actuel (même si elle en prend le nom), mais une monnaie fiduciaire. Faudra-t-il l'émettre en parallèle aux autres monnaies, ou, en remplacement des autres monnaies, à la fin d'un processus de convergence, voire très rapidement.

**Michel Aglietta** développe la première approche. Une monnaie européenne, émise par une institution européenne, amorce d'une Banque centrale européenne, en laquelle les Banques centrales nationales s'obligeraient à régler leurs engagements réciproques, serait la monnaie centrale de l'Europe. Elle serait co-substantielle à la fixité des changes, comme, dans un espace national, la monnaie de la Banque centrale est co-substantielle à la fixité des « changes » entre les différentes monnaies bancaires. Elle serait un facteur puissant, mécanique, pourrait-on dire, de convergence des politiques monétaires et de respect des parités.

Et il est vrai que, dans la période transitoire, durant laquelle on souhaitera la fixité des changes, tout en hésitant à sauter le pas du remplacement de toutes les monnaies européennes par une monnaie unique, aucune déclaration, même la plus solennelle, ne pourra convaincre les marchés que les taux de change sont irrémédiablement fixes : l'émission d'une monnaie centrale européenne, par une institution centrale européenne, aura par contre un impact psychologique et constituera une force de rappel terriblement puissante.

Certes, cette approche soulève des problèmes et **Henri Bourguinat** les analyse : il y aurait des risques de substitutions irrationnelles avec les autres monnaies. Comment serait définie cette monnaie européenne ? Par référence à la plus forte monnaie ? Mais alors, ne pourrait-on craindre un biais déflationniste ? Plus concrètement, il vaudrait mieux promouvoir l'écu financier en développant un marché de titres publics libellés en cette unité, simplifier la composition du panier, clarifier les relations avec les monnaies tierces n'oublions pas, par exemple, le problème de la zone Franc qui, **Michel Lelart** le rappelle, pourrait entrer dans la zone écu, enfin réduire l'asymétrie actuelle du fonctionnement du SME.

On en revient finalement à ce dernier problème. Cette asymétrie, ou plutôt la manière dont elle est perçue fait que toutes les références historiques d'union monétaire ne sont pas pertinentes. L'union latine, le zolvereign, l'union belgo-luxembourgeoise, réunissaient une économie incontestablement dominante et des unités plus modestes. Ce n'est pas le cas en Europe. Les relations du couple Franc/Deutsche mark ponctuent l'existence du SME de déséquilibres périodiques qui ne s'atténueront que lorsque, dans l'esprit des opérateurs et des marchés, un franc sera aussi bon qu'un deutsche mark. Dans l'enthousiasme français pour l'union

## PRÉSENTATION

*monétaire et la Banque centrale européenne, les Allemands voient un moyen astucieux pour établir une équivalence qui à leurs yeux n'est pas encore justifiée.*

*Pourtant, certains (voir un récent article du « Monde ») considèrent que la France se précipite « avec allégresse » sous la dépendance de la Deutsche Bundesbank. La monnaie touche en effet au plus profond de l'égo des nations, mais les choses évoluent. On le voit aux résultats, parfaitement contradictoires d'ailleurs, de sondages réalisés auprès des populations européennes : une écrasante majorité se révèle en faveur d'une monnaie européenne unique ; mais une écrasante majorité est également en faveur d'une monnaie parallèle. Preuve que la fibre nationaliste s'amollit, mais aussi, et c'est plus inquiétant, que les phénomènes monétaires sont toujours aussi mal compris et perçus.* □