

# COMMENTAIRE

Philippe LAGAYETTE

Sous-Gouverneur de la Banque de France

Cet article pose l'ensemble des problèmes qui sont liés aux réformes que la Communauté a décidé de mettre en œuvre. Il invite à en développer certains aspects.

**1) Les réformes décidées** (création d'un grand marché, libre prestation de services, libération des mouvements de capitaux) **ne sont pas dissociables de la perspective de l'union économique et monétaire.** Le grand marché constitue déjà largement ce qu'on peut appeler l'union économique, surtout dans la conception du marché unique développée par la Commission, c'est-à-dire la suppression concrète des frontières.

Dans le domaine financier et monétaire, il existe un phénomène analogue. Les décisions déjà prises constituent, il faut en être conscient, les prémisses de l'union monétaire, ou en tous cas des orientations qui y conduisent logiquement. C'est le cas en particulier lorsqu'on combine ces orientations : liberté des mouvements de capitaux, libre prestation de services dans le domaine financier associée à la liberté d'établissement et stabilité des changes. L'objectif de stabilité des taux de change est en effet consubstantiel aux projets européens actuels : d'abord, dans le domaine économique, que signifierait un grand marché s'il subsistait des risques de change qui soient importants ou fréquents ? Comment fonctionnerait la libre circulation des capitaux si des risques de change étaient ressentis comme très réels par les marchés ?

Dans ces conditions, l'apport du système monétaire européen est un élément décisif de la

réussite des réformes structurelles décidées. Non seulement, il serait impensable, pour la construction de l'Europe, qu'on assiste à une régression à partir de l'état actuel du système monétaire européen, mais, en fait, celui-ci doit être développé et enrichi de façon à apporter la stabilité des changes qui est nécessaire au bon fonctionnement des réformes décidées.

**2) Les moyens principaux pour étayer cette plus grande stabilité des changes sont principalement de deux ordres :**

- La coordination des politiques monétaires. Celle-ci a en réalité un double aspect : à très court terme, il s'agit du maniement approprié des taux d'intérêt, de telle façon que l'attrait des monnaies participantes au système reste à tout moment comparable ; il s'agit aussi, à moyen terme, de la fixation d'objectifs tels que le marché ait conscience qu'il ne s'agit pas simplement d'un équilibre à court terme, mais de perspectives durables. Quels que soient les moyens choisis pour illustrer la politique monétaire à moyen terme (notamment fixation d'objectifs quantitatifs), de telles perspectives doivent exister pour donner de la crédibilité à l'action à court terme.
- La convergence des résultats économiques. Les marchés, de plus en plus mondialisés et professionnalisés, sont sensibles aux situations de déséquilibres fondamentaux des économies. Dans ces conditions, les pays qui veulent garder entre leurs monnaies des rapports de change stables, doivent éviter de faire apparaître des déséquilibres écono-

129

## ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

miques flagrants et appelant de trop fortes corrections, lesquelles sont, par nature, lentes à s'opérer ; en particulier, les taux d'inflation doivent rester comparables ; par ailleurs, les balances des paiements ne doivent pas être déséquilibrées, soit trop fortement, soit en permanence, dans un sens ou dans l'autre. Cela restera vrai tant qu'il existera des monnaies nationales.

### 3) Deux conséquences ressortent de cette recherche d'une coordination étroite.

- L'importance de la politique monétaire à moyen terme et de sa crédibilité ; car tout déséquilibre de l'économie réelle se traduit, immédiatement ou au bout d'un certain temps, dans les évolutions monétaires. Les engagements monétaires à moyen terme ont donc une valeur synthétique et illustrent la direction qui est imprimée à l'ensemble de la politique économique.

Cette importance de la politique monétaire devient de plus en plus grande au moment même où, sur le plan méthodologique, la lisibilité devient plus difficile. Il faudra vivre avec ce paradoxe. La libre circulation des capitaux, et surtout l'utilisation effective de cette liberté, fera que les résidents français acquerront des avoirs monétaires libellés en d'autres devises, et détiendront des avoirs monétaires (y compris en francs) dans des banques étrangères. Par ailleurs, on sait que l'extension du rôle joué par les marchés dans le système économique et financier accroît la liquidité des différentes sortes d'actifs et les facilités qui existent à transformer les liquidités en monnaie de transaction. Tout ceci rend plus difficiles à la fois la lecture des agrégats monétaires et l'appréciation des relations qui existent entre, données monétaires et données réelles. Par ailleurs, il peut s'introduire une divergence entre l'analyse de la situation d'une devise en particulier, et l'analyse de la situation des liquidités des résidents du même pays.

De telles difficultés sont inhérentes à une situation transitoire où il subsiste des monnaies différentes et des balances des paiements, alors que les économies sont de plus en plus intégrées et que les politiques économiques sont de plus en plus coordonnées. Il faudra gérer cette situation un peu plus difficile, sans perdre de vue l'importance de l'objectif, à savoir l'existence de politiques monétaires crédibles.

- Il ne suffit pas de faire converger des situations économiques, il faut pouvoir décider en commun vers quoi on s'efforce de converger. L'Europe est

maintenant confrontée à ce problème et ceci apparaît de multiples façons. Par exemple, le Rapport Werner qui a, le premier, étudié les conditions d'un passage à une union économique et monétaire, montrait déjà la nécessité d'un centre européen de décision de politique économique.

Le fonctionnement concret du SME fait apparaître le même besoin depuis quelque temps : à partir du moment où certains pays membres sont sortis de la zone inflationniste, leur objectif ne peut plus être simplement de réduire l'inflation ; le rôle de la politique économique redevient, comme il est classique, de faire coexister le maintien d'une inflation faible et la recherche de la croissance la plus forte possible. Le SME, tel qu'il est, prédispose mal à traiter explicitement ce type de situation. Il apparaît en particulier que le pays qui a le plus grand poids économique conserve, pour de multiples raisons liées à la fois à ses succès, à ses structures économiques et à une conjoncture interne moins dynamique que celle de ses voisins, un excédent très important et durable de sa balance commerciale. Les règles du SME telles qu'elles existent actuellement ne font pas obligation à un pays qui est dans une telle position, de prendre lui-même des mesures pour réduire ce déséquilibre. C'est ce qu'on appelle communément l'« asymétrie » du SME.

À partir du moment où les économies sont de plus en plus intégrées, il devient indispensable que les directions prises au titre de la politique économique de l'ensemble des pays soient déterminées d'un commun accord.

**4) Il faut se garder enfin de voir toutes ces évolutions uniquement comme un réseau de contraintes qui se resserrent progressivement.** Les dividendes de la construction économique et monétaire européenne devraient commencer à se manifester, sans attendre l'aboutissement ultime de l'union monétaire qui sera la monnaie européenne.

Cela est vrai sur le plan économique général et la Commission a montré, dans ses différentes études, les bénéfices en termes d'activités supplémentaires et d'emplois qui doivent découler de la suppression des frontières et de la meilleure circulation des biens et des services.

Sur le plan monétaire également, des gains doivent être progressivement enregistrés :

- Les gains en crédibilité dus à la convergence des politiques économiques et à la plus grande

## COMMENTAIRE

stabilité des changes. Cela doit permettre la réduction progressive de la prime de taux d'intérêt que supportent les pays dont les monnaies se sont montrées plus faibles dans le passé. Par ailleurs, les efforts de convergence dans la gestion des politiques économiques produiront des politiques plus « continues » ; le fait d'éviter des à-coups aura un impact positif, car les économies industrielles développées ressentent très mal le « stop and go ».

- Sur le plan international, l'enjeu est la capacité monétaire de l'Europe. Certes, le bénéfice dans ce

domaine ne sera vraiment enregistré que lorsqu'il existera une monnaie européenne, avec des marchés de capitaux très actifs et très profonds. L'Europe y gagnera alors en capacité d'attirer l'activité financière, en autonomie de sa politique monétaire et économique, en pouvoir de négociation avec les deux autres grands ensembles que sont les États-Unis et le Japon.

Mais, en attendant cette étape ultime, l'existence d'un bloc de monnaies stables — et même de plus en plus stables — apportera déjà en partie ces progrès. □



# Commentaire

Christian de BOISSIEU

Professeur à l'Université Paris I

L'article de Robert Raymond fournit une analyse concise et éclairante de la plupart des implications monétaires de la libération financière en Europe. L'objet de ce commentaire est de prolonger certains des points évoqués.

**1) Il est clair que les conséquences** tant micro-économiques que macro-économiques de l'intégration financière vont dépendre de la conception de l'Europe qui prévaudra. L'aire de la concurrence conditionne à la fois ses formes et son intensité. De l'Europe complètement ouverte à l'Europe forte-ressée, en passant par tous les états intermédiaires, à quoi faut-il s'attendre ? Parmi les trois piliers de la libéralisation financière — le droit d'établissement, la libre prestation de services financiers (LPS), la parfaite mobilité des capitaux —, le dernier se prête mal à une discrimination géographique. La suppression du contrôle des changes se conçoit en fait *erga omnes*. Par contre, le droit d'établissement et la LPS ouvrent un vaste espace à l'application différenciée du principe de réciprocité. Les résultats de la négociation qui va s'engager entre d'un côté les pays membres de la CEE, de l'autre les États-Unis, le Japon, les membres de l'Association Européenne de libre échange (AELE), etc., semblent a priori un peu opaques, et bien présomptueux serait celui qui prétendrait fixer aujourd'hui un contour précis et définitif à la mise en œuvre du principe de réciprocité.

**2) Dans le cas de la France**, la déréglementation est presque totale pour le marché de gros (*"wholesale market"*), recouvrant en grande partie le secteur des entreprises et celui des institutions financières. Il nous reste à libéraliser le marché de détail (*"retail market"*), en supprimant d'ici au 1<sup>er</sup> juillet 1990 les contraintes qui continuent à peser sur les particuliers (avec, par exemple, l'interdiction de l'ouverture d'un compte à l'étranger...), en élargissant la déréglementation des taux d'intérêt créditeurs, etc.

Le chemin restant à parcourir est-il un simple prolongement du mouvement amorcé depuis quelques années, ou bien appelle-t-il un « saut qualitatif » ?

Plusieurs analystes de la situation française soulignent l'inertie des comportements financiers des ménages et sont tentés de l'extrapoler pour l'avenir. Inertie qui pourrait être justifiée par une kyrielle de facteurs : la « préférence de place », qui conditionne d'éventuels mouvements de délocalisation de l'épargne et des activités financières à l'atteinte de différentiels importants dans les rendements ; l'attrait des « services de proximité » rendus par les prestataires locaux de services financiers de même que la force de la relation de clientèle ; etc.

Il serait hasardeux, tant les circonstances étaient différentes, de se fier à l'expérience britannique de 1979 pour minimiser la portée de la suppression

## COMMENTAIRE

totale du contrôle des changes en France. Cette suppression va élargir les possibilités de diversification internationale des placements et exposer encore plus que par le passé le franc français au jugement et aux anticipations de l'ensemble des opérateurs. Nous devons éviter de sous-estimer l'ampleur des ajustements à opérer pour respecter les engagements de totale liberté des changes au plus tard le 1<sup>er</sup> juillet 1990.

**3) Le projet européen** ne sera viable et crédible qu'à condition que l'écart actuel entre une intégration financière accélérée et une solidarité monétaire à la progression beaucoup plus incertaine soit, d'une manière ou d'une autre, résorbé. Que cet écart ne puisse durer sans remettre en cause le régime des changes fixes (mais ajustables) qui constitue l'axe central du SME ressort bien du principe qualifié de « théorème de Padoa-Schioppa », en fait largement présent dans le débat lancé par les travaux de R. Mundell au début des années soixante : on ne peut avoir à la fois des changes fixes, une parfaite mobilité des capitaux et des politiques monétaires autonomes. Si donc la coordination monétaire n'accompagne pas la parfaite mobilité des capitaux, c'est le principe même des changes fixes dans les relations intra-européennes qui sera abandonné.

Selon la manière dont est comblé cet écart critique entre l'intégration financière et la solidarité monétaire, l'un des scénarios suivants s'imposera :

a) Le scénario de coopération totale : dans cette hypothèse, la fixité des taux de change et la parfaite mobilité des capitaux sont conciliées grâce à un degré étendu de coordination des politiques nationales. La question de la coordination internationale appelle plusieurs observations :

- Si la convergence totale dans le domaine des structures économiques (degré de flexibilité du marché du travail, etc.) et dans les performances (progression des coûts salariaux, rythme d'inflation, etc.) était réalisée pour l'ensemble des pays membres, il n'y aurait plus lieu de se préoccuper de coordination. Celle-ci est nécessaire pour pallier le caractère incomplet de la convergence ;

- La coordination est bénéfique à condition de n'être pas trop partielle. Pour être concret, il est clair qu'une coopération même poussée mais limitée au domaine monétaire, vient rapidement buter sur la nécessité d'une coordination des politiques budgétaires et fiscales (le financement des déficits

publics a des implications directes pour la politique monétaire ; la parfaite mobilité des capitaux nécessite d'importants ajustements des fiscalités nationales, etc.) ;

- Les projets de Banque centrale européenne représentent une forme poussée et institutionnalisée de coordination des politiques monétaires nationales. La Banque centrale européenne aurait l'avantage de conférer un statut juridique et la permanence à une volonté étendue d'intégration. Cependant, l'idée de banque centrale européenne semble prématurée à courte échéance, vu les difficultés concrètes de la coordination à l'intérieur du SME et le poids des conflits d'intérêts.

- Les pays membres ne profitent pas également de la coordination, et il peut même arriver que certains en pâtissent. Si le scénario de parfaite coopération est sans doute le meilleur à l'échelle du SME, il ne l'est pas nécessairement pour chaque partenaire. Il faut donc réfléchir à des mécanismes permettant aux « perdants » d'être au moins partiellement indemnisés par les « gagnants ».

b) Le scénario de coopération partielle : dans ce scénario, les gouvernements sont désireux de conserver une marge d'action non négligeable au plan national. Il leur faut alors, soit remettre en cause, en partie du moins, la fixité des changes, soit revenir sur la parfaite mobilité des capitaux. Dans le premier cas, il peut s'agir de mesures visant à accroître le degré de flexibilité des taux de change autour des taux pivots (ce serait une sorte de généralisation de la formule « italienne »). Dans le second cas, le principe actuel de changes « fixes mais ajustables » dans le SME est conservé, mais au prix de certaines mesures de « reréglementation ». Celles-ci peuvent correspondre à une utilisation abusive des clauses de sauvegarde à l'instauration d'un double marché des changes, à l'adoption de taxes visant à réduire la mobilité internationale des capitaux, etc. Quelle que soit la formule envisagée par les pouvoirs publics nationaux pour conserver une certaine autonomie de décision, elle ira à l'encontre de l'idée de grand marché intérieur. Des taux de change plus flexibles que le régime actuel ne seraient pas compatibles avec l'objectif d'intégration monétaire. Il en est de même pour le recours prolongé aux clauses de sauvegarde, à un système de double marché des changes, etc.

c) Le scénario non coopératif : dans ce scénario,

## ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

différents pays, confrontés à de délicats arbitrages et soucieux de conserver une certaine marge de manœuvre (ou plutôt l'illusion d'une telle marge) sortent du mécanisme de change du SME mais maintiennent la libéralisation financière. L'explosion du SME résulterait alors de la généralisation de la combinaison adoptée depuis longtemps par le Royaume-Uni (libéralisation financière et changes flottants).

L'analyse des différents scénarios doit, autant que possible, distinguer les aspects positifs de la dimension normative. Quel est le meilleur scénario ? La coopération totale représente sans doute l'optimum pour le SME dans son ensemble, mais s'il ne l'est pas forcément pour chaque pays membre. Quel est le plus probable ? Je refuse, pour ma part, d'envisager le scénario non coopératif, c'est-à-dire la remise en cause du mécanisme de change du SME. Dans le contexte d'une forte instabilité financière, le rôle des taux de change comme référence pour les anticipations des agents privés et pour les politiques économiques s'accroît nécessairement. Le champ devrait donc se réduire aux deux premiers scénarios.

Malgré les progrès récents, le processus d'intégration en Europe n'a pas atteint le seuil qui permette d'écarter la possibilité du scénario de coopération seulement partielle. Comme pour l'intégration de l'écu officiel et de l'écu privé, comme pour la Banque centrale européenne, il reste à effectuer un saut important pour être assuré de la réalité du scénario de coopération totale. L'exploitation de la dynamique née de la mise en œuvre des directives en 1989-1990 (sur les OPCVM, sur les assurances, etc.) jouera ici un rôle central.

**4) L'article de Robert Raymond** place à juste titre, au cœur de l'analyse, le concept de convergence tout en soulignant son aspect multidimensionnel. De façon assez générale, la convergence désigne le processus de réduction dans les écarts de performance (écarts mesurés entre pays, voire entre régions, etc.) qui conditionnent à titre principal les anticipations des opérateurs et donc la stabilité des taux de change. Ceci ramène à une question plus empirique que théorique : à quels écarts les opérateurs de marché sont-ils spécialement sensibles ? Les travaux de la Commission européenne ne répondent pas directement à cette interrogation, mais ils s'appuient souvent sur un clivage entre la convergence *nominale* (réduction

des écarts d'inflation, des écarts de progression des agrégats monétaires, convergence des finances publiques et dans la configuration des balances de paiement, etc.) et la convergence *réelle* (réduction des écarts de niveau de vie, de taux de chômage, etc.). L'expérience de ces dernières années suggère que les opérateurs sont plus sensibles aux valeurs qu'aux volumes, aux grandeurs directement observables plutôt qu'à celles résultant d'un calcul, et qu'à côté de la place centrale accordée par eux aux différentiels d'inflation, le différentiel de crédibilité prend un poids grandissant. La convergence dans les performances nécessite-t-elle une homogénéisation des structures industrielles nationales ou des conditions d'ajustement des marchés du travail nationaux ? Par exemple, l'intégration réelle et financière est-elle compatible avec des courbes de Phillips dissemblables d'un pays membre à l'autre ? On aperçoit rapidement certains écueils : l'atténuation des disparités structurelles conditionne sans doute la réduction des différentiels d'inflation et de crédibilité, mais dans le même temps les échanges intra-européens seront nourris par la persistance de particularités nationales ou régionales et l'exploitation des différences dans les conditions de production et de financement.

**5) L'Europe amorce un processus** de déréglementation compétitive dont il faudra s'assurer qu'il ne dégénère pas vers le niveau zéro de réglementation. Chaque pays étant tenté, pour éviter un processus de délocalisation de l'épargne et des activités financières (attitude défensive) ou pour augmenter sa part de marché au détriment de ses partenaires (attitude plus offensive), de faire de la surenchère dans le sens du dumping financier et fiscal, l'ajustement risque de s'opérer dans de nombreux cas sur le « côté court » du marché de la réglementation : sur la fiscalité la plus favorable, sur la réglementation la moins contraignante les taux créditeurs les plus élevés, les réserves obligatoires les moins lourdes, etc. L'efficience économique tant dans la production que dans l'allocation des ressources y gagnerait sans doute, mais au prix d'une instabilité financière accrue qui, en retour, menacerait les performances de l'économie réelle. Pour les aspects contribuant à la gestion du risque systématique et au maintien de la confiance, il faut donc limiter le jeu de la déréglementation compétitive. Le ratio Cooke pour la zone BRI et son

## COMMENTAIRE

équivalent dans le cadre de la CEE sont essentiels non seulement par leurs innovations techniques, mais aussi grâce à l'effet d'annonce qu'ils véhiculent : dans le domaine crucial aujourd'hui du contrôle prudentiel, la coordination internationale évite un ajustement sur le « côté court » qui serait préjudiciable pour le système ; elle permet l'alignement sur des valeurs moyennes.

Le champ potentiel de la déréglementation compétitive est vaste. Il concerne l'ensemble des éléments qui déterminent la comparaison du bilan coûts/avantages des diverses activités financières et des localisations dans l'espace. Formellement, chaque réglementation correspond à une quasi-taxe pour ceux qui doivent la respecter (sans préjuger de la nature du payeur final de cette taxe, c'est-à-dire des mécanismes d'incidence fiscale), et sous cet angle l'étude des distorsions internationales dans les réserves obligatoires, dans les ratios de liquidité et de solvabilité, dans les régimes d'assurance des dépôts, etc., est tout aussi significative que celle des écarts dans la fiscalité financière explicite.

**6) À propos de fiscalité financière**, notre problème en France est d'abord une mise à niveau. Retenir l'épargne privée (éventuellement, attirer une fraction de celle de nos partenaires) est d'autant plus essentiel que notre déficit extérieur structurel s'interprète aussi, en termes comptables, comme un déficit structurel de l'épargne domestique par rapport aux projets d'investissement et qu'il vaut mieux obtenir l'ajustement par un essor de l'épargne privée plutôt que par une réduction drastique de l'investissement. Les travaux de la Commission Boiteux et de la Commission Lebègue indiquent que la simple mise à niveau de la fiscalité des instruments financiers et de celle touchant les institutions financières implique pour l'État un abandon de 25 à 30 milliards de francs de recettes fiscales. Chiffre auquel il conviendrait d'ajouter celui, beaucoup plus élevé, découlant de l'abaissement requis de la TVA. L'adaptation nécessaire se fera pour l'essentiel dans le cadre de la loi de finances pour 1990, mais elle va se heurter à deux séries de contraintes difficiles à surmonter :

- Cette adaptation ne doit en aucune manière provoquer un creusement significatif du déficit budgétaire en France. Dans le nouveau contexte de parfaite mobilité des capitaux, la crédibilité conditionne encore plus qu'avant le jugement des

opérateurs et la tenue de la monnaie, et elle sera elle-même influencée, entre autres éléments, par les performances budgétaires. Comment compenser la perte de recettes fiscales ? Question très politique, d'autant plus qu'il ne faudrait pas trop compter sur une accélération de la croissance réelle (par rapport à l'excellente performance de 1988) et sur le bonus fiscal qui en résulterait pour résoudre la quadrature du cercle.

- La mise à niveau de la fiscalité financière risque de rouvrir, en France, un vaste débat sur les fiscalités comparées des revenus du travail et du capital sans pour autant qu'il faille en espérer une solution proportionnée à la question posée.

**7) La libéralisation financière** accentue une perte d'autonomie et d'efficacité de la politique monétaire nationale qui s'était affirmée bien avant l'Acte unique européen, sous l'effet conjugué de l'innovation financière et de la globalisation des financements. Chaque politique monétaire nationale voit aujourd'hui se réduire comme une peau de chagrin les leviers à sa disposition alors que dans le même temps, vu les difficultés de la coopération monétaire internationale, le nombre de ses objectifs n'est pas réduit en proportion. L'insuffisance du nombre des instruments au regard d'objectifs demeurant en grande partie nationaux se manifeste, et se manifestera, sous des formes multiples : la perte d'efficacité des politiques de stérilisation des entrées ou des sorties de capitaux, compte tenu de la substituabilité croissante entre les actifs financiers au plan international ; la régulation de plus en plus hasardeuse de la progression de la masse monétaire ; la vanité de toute opération de « déconnexion » des taux d'intérêt domestiques vis-à-vis des taux internationaux, thème pourtant à la mode en France il y a quelques années ; etc.

La perte d'autonomie et d'efficacité de la politique monétaire est-elle liée à la phase de transition vers l'union économique et monétaire de l'Europe, ou bien constitue-t-elle un phénomène durable et largement irréversible ? Nous retrouvons ici sous une autre forme l'écart critique déjà signalé entre l'intégration financière et la solidarité monétaire. Dans le scénario de coopération totale, la politique monétaire est en mesure de récupérer certains leviers au plan européen, grâce à la coordination des moyens d'intervention. Mais, dans la conception d'une Europe monétaire et financière ouverte sur le reste du monde, quelle sera la portée de la

## ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

notion de « masse monétaire européenne » ? Réponse : limitée, en définitive pas beaucoup plus significative que la masse monétaire interne qui aura elle-même de moins en moins de sens. La mise en commun des réserves de change redonnera-t-elle leur efficacité aux politiques de stérilisation des entrées ou sorties de capitaux entre la CEE et le reste du monde ? Réponse : tout dépendra du degré de substituabilité entre les monnaies européennes (la monnaie européenne ?) et le dollar américain, le yen, etc.

La tentation sera grande, ici ou là, de chercher à compenser la perte d'efficacité de la politique monétaire durant la phase transitoire mais également une fois achevée l'union monétaire, par un recours plus intense à d'autres formes de politique économique. En fait, les possibilités sont et seront réduites : aucun domaine important de la politique économique n'échappera aux conséquences directes ou indirectes de l'intégration monétaire et financière.

Les développements précédents se rapportent aux implications directes de la libéralisation financière pour la politique monétaire. Il faut également avoir en tête certains effets indirects. Par exemple, l'intégration financière a déjà, et va continuer à avoir, des effets sur la taille et le degré de diversification des organismes financiers<sup>1</sup>. Or ces effets sont, à leur tour, susceptibles de conditionner les canaux de transmission et l'efficacité des mesures décidées par les autorités monétaires.

**8) Le SME fonctionne depuis ses origines** avec des asymétries cumulatives, en particulier entre pays excédentaires et pays déficitaires. Devraient-elles s'atténuer avec l'intégration financière ? Ici encore, il faudrait dissocier la phase transitoire et l'état final de l'intégration. La coordination internationale des politiques économiques, spécialement des politiques monétaires, ne fait pas disparaître les asymétries dans les ajustements. Elle les rend plus acceptables. Tant que subsiste dans l'esprit des opérateurs de marché une nette différenciation (ou

asymétrie) entre les pays à monnaie contestable (et contestée de temps à autre) et les pays à monnaie forte, il est vain de prétendre qu'elle ne soit pas sanctionnée d'une manière ou d'une autre dans le fonctionnement de la zone monétaire. Derrière la perspective globale, se profile une interrogation centrale pour la France : comment changer de statut et passer de la situation actuelle de « meilleur » des pays à monnaie contestable à celle, plus confortable pour le niveau des taux d'intérêt réels domestiques, de moins bon des pays à monnaie forte (ou d'élément moyen parmi ceux-ci) ? Où nous retrouvons la question de la crédibilité externe de la politique économique, elle-même conditionnée par la nature et le degré de continuité de cette politique mais aussi par d'autres éléments qualitatifs (exemple : le degré d'intervention de l'État dans la vie économique et financière).

**9) À la période (1980-1986)** durant laquelle les progrès de l'intégration monétaire et financière de l'Europe ont été mesurés à l'aune du progrès de l'usage privé de l'écu (spécialement dans sa fonction financière), a succédé une phase où les initiatives publiques ont pris le relais. Le modèle de développement de l'écu, tout remarquable qu'il ait été, a fait apparaître deux écarts inquiétants pour l'avenir : entre le circuit privé et le circuit officiel de la monnaie européenne ; entre ses succès financiers et son emploi très modeste dans la facturation et le règlement des transactions commerciales. Défini comme un panier de monnaies, et quelle que soit l'issue des négociations en cours sur l'incorporation de nouvelles monnaies et la révision des pondérations dans le panier, l'écu aura du mal à décoller du « plateau » récemment atteint dans son essor. Le parallélisme des démarches devra se transformer assez rapidement en convergence, car le passage de la définition indirecte à une définition directe (l'écu abstrait, parfois dénommé écu parité) n'a de sens qu'à une étape avancée de l'intégration monétaire. D'ici là, il est urgent — et les travaux du comité Delors permettront sans doute d'avancer dans cette direction — de bien articuler les réflexions sur l'état final et sur le cheminement pour y arriver. Le rythme et l'ordre séquentiel des transformations fonctionnelles ou institutionnelles vont en effet conditionner en grande partie les chances de l'Europe monétaire. □

<sup>1</sup> — Les effets de taille et de diversification sont étudiés de façon plus détaillée dans mon article, « The French Banking Sector in the Light of European Financial Integration », papier présenté au colloque de l'INSEAD, European Banking After 1992, 8-10 février 1989.