



L'UNION MONÉTAIRE EN EUROPE : DE BRETTON WOODS À NOS JOURS

JEAN-CLAUDE TRICHET *

La création de la monnaie unique en janvier 1999 a marqué une étape d'une importance considérable dans la construction européenne. En 50 ans, selon un processus démocratique et volontaire, les nations qui composent l'Europe étaient passées d'une Union douanière à une monnaie unique couronnant elle-même le Marché unique européen.

Je présenterai d'abord les préparatifs qui ont présidé à la création de la monnaie commune, dans leur dimension politique, économique et monétaire. Après cet historique des événements, je tenterai de dresser un bilan des premières années d'existence de la nouvelle monnaie, présentant ses principaux succès et avantages. Enfin, j'exposerai les défis qui - à mes yeux - restent à relever pour pouvoir tirer pleinement profit de la monnaie unique.

LA MARCHÉ VERS LA MONNAIE UNIQUE

La création de la monnaie unique est le point de convergence de trois évolutions - politique, économique et monétaire - dont les racines historiques sont très anciennes.

Après l'évanouissement de l'empire romain qui constitue, pour l'Europe, une sorte de matrice originelle, il est fascinant d'observer les périodes pendant lesquelles les Européens expriment la nostalgie de

* Président de la Banque centrale européenne.
Gouverneur de la Banque de France (1993-2003), directeur du Trésor (1987-1993), président du Comité monétaire européen (1992-1993).



leur unité passée. Le projet « d'Universitas » de Georges Podiebrad en 1462¹, qui mentionne explicitement l'idée d'une monnaie commune européenne, le projet de confédération européenne discuté selon les Mémoires de Sully entre Henri IV de France et Elizabeth I d'Angleterre au XVII^{ème} siècle², le jugement positif de Leibnitz sur le projet d'Union européenne de l'Abbé de Saint Pierre³, l'enthousiasme de Victor Hugo pour l'unité de l'Europe et pour la monnaie unique européenne, autant de traces anciennes et ambitieuses de ce désir d'unité.

Après le drame absolu de la deuxième guerre mondiale, la construction européenne, de virtuelle qu'elle était, devient réelle et va donc connaître une formidable accélération historique.

L'euro n'aurait pas été possible sans la volonté politique forte d'unifier le continent de manière à reconstituer cette « famille » européenne dont les Européens avaient la nostalgie et, ce faisant, à prévenir tout nouveau conflit. Ce cheminement politique a été fondamental dans la marche vers l'Union économique puis vers l'Union économique et monétaire. Comme l'écrit Jean Monnet dans ses Mémoires, l'essentiel se trouve dans les cinq lignes suivantes de la proposition de création de la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA) : « Par la mise en commun de productions de base et l'institution d'une Haute autorité nouvelle dont les décisions lieront la France, l'Allemagne et les pays qui y adhèrent, cette proposition réalisera les premières assises concrètes d'une fédération européenne indispensable à la préservation de la paix ». Je demandais, écrit-il, que ce passage fut souligné « parce qu'il décrivait à la fois la méthode, les moyens et l'objectif désormais indissociables, le dernier mot était le maître mot : la paix⁴ ».

C'est donc avec le Plan Schumann et la création de la CECA, puis avec le Traité de Rome que le cheminement économique vers la monnaie unique commence. La vision des pères fondateurs d'un vaste marché continental organisant en son sein la libre circulation des biens, des services, des femmes et des hommes et des capitaux est déjà très ambitieuse mais ne comprend pas encore l'Union monétaire.

Deux raisons peuvent en être avancées :

- d'une part lors de l'établissement du « marché commun » nous sommes encore dans le système de Bretton Woods. Toutes les monnaies européennes sont en principe reliées au dollar des États-Unis dans le cadre du Gold Exchange Standard : les monnaies du marché commun européen participent d'un système monétaire mondial quasi fixe ;
- d'autre part la difficulté de gérer de manière optimale et au sein du marché commun, dans un système mondial de change flottant, le libre-échange, la libre circulation des capitaux et le maintien indéfini de



monnaies indépendantes reliées entre elles par un mécanisme fixe s'est révélée progressivement, avec en particulier la libéralisation complète des mouvements de capitaux marquant les années 1980. L'Union économique et monétaire apparut dès lors comme non seulement souhaitable, mais nécessaire au parachèvement du Marché unique.

Le cheminement monétaire vers l'euro a été jalonné au début des années 1970 par l'émergence du concept d'Union monétaire repris dans le rapport Werner. Il n'est pas surprenant que ceci ait coïncidé avec la fin du système de Bretton Woods. Le marché commun n'était pas compatible avec le flottement généralisé des monnaies européennes. L'évolution de la pensée monétaire au niveau européen et mondial observée dans la même période, particulièrement à la suite d'épisodes de « stagflation », a influencé la marche vers l'euro. La « stagflation » a apporté un démenti manifeste à l'idée d'un arbitrage de moyen à long terme entre le chômage et l'inflation. Le succès sur le long terme des économies attachées à la stabilité des prix et dans lesquelles la Banque centrale était indépendante est apparu plus clairement. Ceci explique l'émergence progressive d'un consensus en faveur de l'indépendance de Banques centrales ayant elles-mêmes pour objectif la stabilité des prix.

Pour comprendre la marche vers la monnaie unique - considérée par beaucoup hors d'Europe et même hors du continent européen comme si improbable - il est ainsi nécessaire de bien mesurer la profondeur de ces racines et la convergence des facteurs politique, économique et monétaire qui l'ont à la fois influencé et permis.

Les premiers pas de l'intégration monétaire européenne

Les premiers pas vers l'intégration économique de l'Europe sont liés à l'assistance américaine. Au vu du désordre économique et politique en Europe, le secrétaire d'État américain Marshall prononça en 1947 un discours à l'université de Harvard, dans lequel il annonça un vaste plan d'assistance financière en faveur de l'Europe (le « Plan Marshall »). À la suite de ce discours, deux organismes furent créés (l'Organisation européenne de coopération économique et l'Union européenne des paiements) qui ont joué un rôle important dans la libéralisation des échanges commerciaux et le rétablissement de la convertibilité des monnaies européennes.

Au début des années 1950, il devint toutefois évident que des efforts supplémentaires seraient nécessaires pour surmonter les rivalités nationales. Dans ce contexte, Robert Schuman, ministre français des Affaires étrangères, inspiré, on l'a vu, par Jean Monnet, proposa dans sa déclaration du 9 mai 1950 de placer la production franco-allemande de charbon et d'acier sous une autorité commune. La déclaration



Schuman a préparé la voie à la création, en 1951, de la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA). Six États européens (la France, l'Allemagne, l'Italie, la Belgique, les Pays-Bas et le Luxembourg) confiaient la gestion de leur industrie du charbon et de l'acier à une Haute autorité à caractère supranational. En abandonnant leur souveraineté sur ces ressources qui revêtaient une importance stratégique à cette époque, les pays participants cherchaient à rendre toute guerre entre eux impossible.

Cette première avancée a été immédiatement suivie d'une nouvelle tentative en vue de compléter la CECA par une structure militaire et politique. Suite aux premières manifestations de la guerre froide, il apparaissait nécessaire d'aller plus loin sur la voie de l'ancrage de l'Allemagne dans l'Europe. Afin de rendre le réarmement de l'Allemagne politiquement acceptable, les six pays décidèrent, en 1952, de créer une Communauté européenne de défense (CED), disposant d'une armée européenne unique. Parallèlement, ils demandèrent à l'assemblée du CECA d'élaborer les grandes lignes d'une Communauté politique européenne (CPE), qui assurerait le contrôle démocratique de la CED. La CED suscita une vague de critiques, particulièrement en France. En août 1954, l'Assemblée nationale rejeta la CED, enterrant par ce vote aussi la CPE.

Suite à l'échec de la CED, les dirigeants politiques européens décidèrent alors de s'engager dans la voie de l'intégration économique. Les cheminements politique et économique s'entrecroisaient en 1957, lorsque les six pays composant alors la CECA fondèrent à Rome la Communauté économique européenne (CEE). L'objectif était de créer un marché commun, *au sein* duquel les personnes, les biens, les services et les capitaux circuleraient librement. La création d'un marché commun était une vaste entreprise, impliquant un transfert sans précédent de compétences nationales à des organes européens. À cette époque, les quatre libertés n'étaient même pas encore totalement en place au sein de certains États. Cette construction économique ambitieuse était portée par une inspiration politico-stratégique fondamentale : l'idéal de paix serait désormais promu par un resserrement des liens économiques. Comme le rappelait Montesquieu, « l'effet naturel du commerce est de porter à la paix ».

Alors que le Traité de Rome fait de nombreuses références à la libéralisation des échanges, les aspects monétaires en revanche se limitaient à des considérations générales. L'union monétaire n'était pas inscrite comme objectif dans le Traité pour une raison principale. Les auteurs du Traité étaient conscients que l'Europe disposait déjà d'un ordre monétaire exogène avec le système de Bretton Woods, fondé sur des taux de change fixes par rapport au dollar, qui fonctionnait de



manière satisfaisante à cette époque. Par conséquent, le Traité de Rome ne contenait que quelques dispositions relativement vagues sur la coordination des politiques économiques, visant principalement à garantir le bon fonctionnement du marché commun. Il était ainsi demandé aux États membres de considérer leur politique économique comme « une question d'intérêt commun ». À cette fin, un comité monétaire, dont les membres étaient nommés par la Commission et les États, fut mis en place en 1958 pour assurer la coordination des politiques économiques. Ce Comité fut complété en 1964 par le Comité des gouverneurs des Banques centrales, qui avait pour mission de procéder à des consultations portant sur les principes et orientations de politique monétaire.

Le rapport Werner et le serpent monétaire

Vers la fin des années 1960, le système de Bretton Woods commença à se fissurer. Le déséquilibre croissant de la balance des paiements des États-Unis sapait progressivement la confiance dans la stabilité du dollar, et par là dans la stabilité de l'ordre monétaire international. Des problèmes apparurent également en Europe. L'accentuation des divergences économiques entre les pays de la CEE provoqua des difficultés de balance des paiements, qui nécessitèrent des ajustements des taux de change.

Face à ces événements, Raymond Barre, commissaire des Affaires économiques et monétaires, présenta un memorandum qui fut accepté par la Commission. L'exécutif européen proposait d'engager une réflexion sur la nécessité d'établir une Union économique et monétaire (UEM). La Commission craignait que les turbulences monétaires ne finissent par perturber le fonctionnement de l'union douanière. Réunis à La Haye en décembre 1969, les chefs d'État ou de gouvernement donnèrent leur accord de principe sur la création d'une UEM. Les dirigeants européens invitèrent le Conseil à élaborer un plan pour la réalisation d'une UEM. L'élaboration de ce plan fut confiée à un groupe d'experts sous la présidence de Pierre Werner, premier ministre du Luxembourg, qui publia son rapport en 1970.

Le rapport Werner proposait de créer une UEM en trois étapes à l'horizon de 1980. Il prévoyait la constitution d'un système communautaire des Banques centrales chargé de conduire la politique monétaire unique. En outre, il préconisait un « centre de décision pour la politique économique » qui exercerait une influence décisive sur les politiques budgétaires nationales.

La réaction des responsables politiques fut globalement favorable. En mars 1971, un consensus se dégagait au sein du Conseil en faveur d'une UEM par étapes. Bien que les ministres des Finances ne fussent pas



en mesure de prendre des engagements clairs sur l'étape finale, ils décidèrent néanmoins de lancer immédiatement la première des trois phases, durant laquelle les gouvernements devaient renforcer la coordination des politiques économiques, tandis que les Banques centrales devaient limiter les fluctuations des cours de change.

La solidité de ce dernier engagement n'allait pas tarder à être mise à l'épreuve. Les déficits extérieurs croissants enregistrés par les États-Unis se traduisaient par de fortes pressions sur le dollar. En août 1971, les autorités américaines décidèrent de suspendre la convertibilité en or du dollar, ouvrant une période de négociations intenses à l'échelle mondiale. La conférence internationale tenue au Smithsonian Institute de Washington en décembre 1971 déboucha sur un accord prévoyant une dévaluation du dollar et une réévaluation de certaines monnaies européennes. Les marges de fluctuation des monnaies de la CEE par rapport au dollar furent élargies, de $\pm 0,75\%$ à $\pm 2,25\%$.

Ces nouvelles marges impliquaient des fluctuations beaucoup plus amples des monnaies européennes entre elles, ce qui risquait de compromettre le fonctionnement du marché commun. Les dirigeants européens décidèrent alors, en 1972, de la mise en place d'un système de taux de change qui assurerait un degré de stabilité des taux de change plus élevé. Ce nouveau système - le « serpent » - ramenait les marges de fluctuation bilatérales entre les monnaies de la CEE à $\pm 2,25\%$ au lieu de $\pm 4,50\%$. Comme les monnaies européennes évoluaient de concert par rapport au dollar, le système fut surnommé le « serpent dans le tunnel ».

Cependant, l'accord du Smithsonian Institute ne put rétablir durablement le système Bretton Woods. En février 1973, les autorités américaines décidèrent de laisser le dollar flotter librement vis-à-vis des autres monnaies. Cette décision sonna le glas du système global de taux de change fixes. Le serpent subsista, mais il perdit progressivement son caractère « européen », son périmètre se réduisant à quelques pays de la CEE.

Au milieu des années 1970, l'intégration monétaire européenne était au point mort. Un groupe d'experts présidé par Robert Marjolin dressa, en 1975, un tableau sans complaisance de la situation : « L'Europe n'est pas plus avancée dans la voie de l'UEM qu'en 1969. En fait, s'il y a eu mouvement, ce mouvement a été un recul (...). Les politiques économiques et monétaires nationales n'ont jamais été, depuis 25 ans, plus discordantes, plus divergentes qu'elles ne le sont aujourd'hui. »

Ces divergences de politiques économiques étaient dues principalement aux réactions différentes face au choc pétrolier de 1973. Selon le modèle qui prévalait à cette époque dans de nombreux pays, il existait un arbitrage de moyen-long terme entre inflation et chômage, qui



permettait à une économie d'avoir moins de chômage en acceptant une hausse de l'inflation. De nombreux pays réagirent alors à l'augmentation des cours du pétrole en adoptant une politique monétaire (et budgétaire) accommodante. Les conséquences furent désastreuses. Certains pays enregistrèrent des taux d'inflation à deux chiffres. Parallèlement, le chômage progressait fortement et la croissance demeurait faible, contrairement au principe de l'arbitrage. Dans ces circonstances, il était très difficile de maintenir des parités fixes entre les différentes monnaies.

L'abandon progressif de l'idée selon laquelle les Banques centrales pouvaient « choisir » entre l'inflation et le chômage a mené de nombreux États membres à établir une hiérarchie des objectifs fixés à la politique monétaire, la stabilité des prix constituant l'objectif principal. Progressivement, un consensus s'établit sur le fait que l'indépendance de la Banque centrale vis-à-vis du pouvoir politique lui garantissait de pouvoir remplir efficacement sa mission de sauvegarde de la monnaie. Lors du sommet à Maastricht en 1992, ces développements dans le domaine du concept de politique monétaire - le cheminement monétaire - se croisaient avec les voies politique et économique.

Le Système monétaire européen et l'Acte unique

Les années 1970, plutôt que de permettre une avancée vers l'UEM, avaient au contraire marqué un recul sur cette voie. De nombreux dirigeants, au premier rang desquels le chancelier allemand Helmut Schmidt et le président français Valéry Giscard d'Estaing, s'inquiétaient que les turbulences monétaires finissent par remettre en cause les réalisations passées. Ces inquiétudes ont conduit à relancer, en 1979, l'intégration monétaire avec la création du Système monétaire européen (SME). Le SME, comme le serpent monétaire, s'articulait autour d'une grille de cours pivots bilatéraux fixes. Des interventions obligatoires étaient automatiquement lancées lorsque deux monnaies atteignaient la limite de leurs marges de fluctuation bilatérales de $\pm 2,25$ %. Tout réalignement des cours pivots nécessitait un consensus. Contrairement au serpent, le SME ne visait pas seulement la stabilité des taux de change, mais aussi la convergence des politiques nationales vers une plus grande stabilité monétaire intérieure.

Le SME a dû faire face à des difficultés au cours de ses premières années. Les conditions économiques au sein de la CEE ont continué de diverger fortement, entraînant plusieurs réalignements des taux de change. Après celui de mars 1983, le SME a vogué sur des eaux plus calmes. À la suite des perturbations économiques causées par le deuxième choc pétrolier, l'ensemble des États membres ont reconnu l'importance de lutter contre l'inflation. La convergence à la baisse des



taux d'inflation a alors permis d'atteindre un degré élevé de stabilité des taux de change.

Cette convergence économique accrue a relancé des tentatives visant la création d'une UEM. L'élan était surtout de nature économique. L'histoire du marché commun avait montré que sa mise en place complète, y compris la libéralisation des mouvements de capitaux, conjuguée au désir de maintenir des taux de change fixes afin d'éviter une contradiction fondamentale au sein du marché commun, était difficile à concilier avec les réticences des États membres à abandonner leur monnaie. Si les États membres souhaitaient le maintien de taux de change fixes, ils devaient choisir : soit ils acceptaient à terme une monnaie unique, soit ils devaient composer avec la libre circulation des capitaux. Ceci a bien été mis en évidence par Tommaso Padoa-Schioppa. Un nombre considérable de pays de la CEE a privilégié cette dernière piste. Cela a eu pour conséquence que la libre circulation des capitaux continuait à être entravée par des contrôles des capitaux, empêchant ainsi l'émergence d'un marché financier européen intégré.

C'est dans ce contexte que les dirigeants européens décidèrent de relancer le projet de marché commun en adoptant l'Acte unique européen en 1986. L'Acte unique avait essentiellement pour but de donner corps aux quatre libertés de circulation : femmes et hommes, biens, services et capitaux. Cependant, libéraliser complètement les mouvements de capitaux tout en maintenant des taux de change fixes allait mettre davantage en exergue la nécessité de compléter le Marché unique par une monnaie unique. Les dirigeants européens ont par conséquent aussi confirmé dans l'Acte unique l'objectif d'introduire une UEM, qui n'avait plus été mentionnée comme l'objectif ultime de la CEE dans la résolution de 1978 sur le SME. Une raison supplémentaire qui explique ce choix venait de la reconnaissance croissante du fait que tous les bénéfices du Marché unique ne pourraient être recueillis en l'absence d'une monnaie unique. Les différentes monnaies nationales rendaient en effet le commerce transfrontalier plus difficile.

Du Traité de Maastricht à l'introduction de l'euro

L'Acte unique confirma le principe d'une transition vers une UEM. Les douze États membres ont rapidement concrétisé cette volonté. En juin 1988, le Conseil européen demanda à un comité présidé par Jacques Delors, alors président de la Commission européenne, de proposer les étapes concrètes devant mener à l'UEM. Le comité était composé des gouverneurs des Banques centrales ainsi que trois experts externes. Le comité Delors acheva ses travaux en avril 1989, proposant la création de l'UEM en trois étapes.



Le Conseil européen de Madrid de juin 1989 accueillit le rapport Delors comme une bonne base de travail et décida que la première phase de l'UEM débiterait le 1^{er} janvier 1990. À cette date, toutes les restrictions entravant les mouvements de capitaux entre les États membres devaient être levées. Comme les étapes ultérieures vers l'UEM nécessitaient une modification du Traité, une Conférence intergouvernementale (CIG) fut convoquée en décembre 1990. Des développements politiques renforcèrent la nécessité d'approfondir l'intégration européenne. Suite à la chute de l'Union soviétique, une CIG sur l'Union politique fut mise sur pied en parallèle à celle sur l'UEM. Les dirigeants politiques ont considéré que la création d'une union politique permettrait l'ancrage solide d'une Allemagne unie au sein de l'Europe et apporterait une base et un complément politique à l'UEM.

Le sommet à Maastricht fin 1991 constitua ainsi le point de convergence des voies politique, économique et monétaire. Les chefs d'État adoptèrent le Traité de Maastricht, qui traduisait les accords portant à la fois sur l'UEM et sur l'union politique. Le Traité définissait les contours de l'UEM et fixait le calendrier pour sa réalisation.

Le Traité de Maastricht fut signé en 1992. La même année rappela à chacun la fragilité du SME. Plusieurs monnaies furent contraintes de quitter le mécanisme de change, tandis que d'autres durent être dévaluées. Cette crise engendrait des changements significatifs des cours de changes, ce qui à son tour influençait fortement les échanges commerciaux au sein du Marché unique.

Les événements de 1992 confirmèrent à l'envie la nécessité de progresser vers la monnaie unique. D'un côté, la libre circulation des capitaux avait pris une telle ampleur que les marchés pouvaient exercer de très fortes pressions sur les monnaies. De l'autre, les tensions inhérentes au SME s'accroissaient sous l'effet du ralentissement du processus de convergence économique au début des années 1990. La conjonction d'écarts d'inflation et de déficits budgétaires entraîna une détérioration de la position concurrentielle de certains pays. Des doutes ont en particulier vu le jour quant à la position concurrentielle de certains nouveaux participants au SME, dont on jugeait qu'ils avaient adhéré à des cours trop élevés. En outre, la réunification de l'Allemagne provoquait une désynchronisation des cycles en Europe. La faiblesse du dollar américain conduisait par ailleurs à un renchérissement du deutsche mark. Enfin, les contretemps ayant émaillé la ratification du Traité de Maastricht au Danemark ont été perçus par les marchés comme un signe que le passage à l'UEM n'était pas encore acquis. Comme la spéculation persistait en 1993, s'attaquant dorénavant aussi aux monnaies dont les fondamentaux économiques

étaient solides, le Conseil décida d'élargir les marges de fluctuation du mécanisme de change à ± 15 %. Cette mesure avait pour but de décourager les spéculateurs en réintroduisant un *two way risk* pour les participants du marché.

En dépit de ces difficultés, la détermination politique d'achever l'UEM demeura forte et le Traité de Maastricht fut finalement ratifié par l'ensemble des États membres en 1993. Les événements de 1992 ont sans doute renforcé la volonté d'adopter l'UEM, car il était apparu de plus en plus clair que l'UEM était la seule façon de préserver un marché unique européen complet et achevé dans un contexte mondial de flottement généralisé des monnaies et de libre circulation des mouvements de capitaux. Au cours des années qui suivirent, les États membres, stimulés fortement par les marchés financiers, ont dès lors poursuivi vigoureusement des politiques de convergence économique et monétaire.

LA RÉUSSITE DE LA TRANSITION

En mai 1998, le Conseil européen décida que onze États avaient rempli les conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique et participeraient à la troisième phase de l'UEM : la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande. Cette dernière phase de l'UEM a débuté le 1^{er} janvier 1999.

Il faut prendre toute la mesure de la difficulté de la tâche que s'étaient assignés les Européens. La fusion simultanée de onze monnaies n'avait aucun précédent historique. Il fallait tout créer à partir de rien - institutions, monnaie, concept stratégique - et faire d'emblée de la nouvelle monnaie une entité au moins aussi crédible que la meilleure des anciennes monnaies. En effet, la monnaie unique ne devait pas être simplement la meilleure possible. Elle devait être au moins aussi bonne que chacune des anciennes monnaies.

Le strict respect de cette promesse était une condition sine qua non de la création de l'euro. Pourtant, cette promesse était extraordinairement difficile à remplir, car il fallait que la courbe de rendement de la nouvelle monnaie se coule naturellement dans la courbe de rendement la plus basse associée aux monnaies les plus crédibles. Une telle occurrence a été considérée impossible par les observateurs, les investisseurs et les marchés jusqu'à la fin de l'année 1997. C'est à ce moment que les Banques centrales de la future zone euro s'engagèrent dans une campagne mondiale de communication pour expliquer que la future monnaie avait été bâtie institutionnellement et conceptuellement dans le dessein d'être aussi crédible que les meilleures anciennes monnaies.



Progressivement, les participants du marché ont accepté de changer radicalement leur manière de percevoir la transition. Tous les taux d'intérêt de marché de la future zone euro se sont alors alignés sur les taux les plus bas.

Le 4 janvier 1999 - premier jour ouvrable de l'euro - les marchés financiers européens reflétaient une totale réussite de la transition à l'euro. La promesse faite aux peuples européens dans le Traité de Maastricht avait été scrupuleusement respectée : les 300 millions d'habitants de la zone euro bénéficiaient d'emblée, sans perdre un seul « point de base », de l'environnement financier le meilleur, celui correspondant à une crédibilité acquise progressivement au cours des décennies antérieures dans une partie de la zone.

Pour réussir cet exploit, il a fallu réunir simultanément quatre conditions relatives aux institutions monétaires et cinq éléments propres au concept de stratégie monétaire. Les conditions institutionnelles étaient :

1 - *l'unicité et la lisibilité de l'objectif premier de stabilité des prix* : dès lors que la contrainte majeure de la transition était la préservation du très bas niveau des taux d'intérêt, toute ambiguïté devait être écartée s'agissant de l'objectif central de la BCE. Ceci était d'autant plus indispensable que les Banques centrales nationales dont les monnaies avaient le plus haut niveau de crédibilité avaient précisément comme objectif principal la stabilité des prix ;

2 - *l'indépendance de l'Institut d'émission* : la recherche économique a montré l'importance de l'indépendance par rapport aux institutions politiques pour assurer la crédibilité de la Banque centrale et donc pour créer, en particulier, les conditions d'un ancrage solide des anticipations d'inflation. Dans le cas de la BCE, l'indépendance est garantie par le Traité de Maastricht et est donc mieux garantie qu'elle ne l'était par les lois nationales ;

3 - *la responsabilité devant l'opinion publique* : le Traité de Maastricht contient plusieurs éléments garantissant la responsabilité de la BCE devant l'opinion publique. Cette responsabilité ne correspond pas seulement à une exigence démocratique. Elle est également fondamentale pour la crédibilité et l'efficacité de la Banque centrale. L'opinion publique peut ainsi comparer en permanence les résultats effectifs obtenus en matière de prix à la promesse faite d'en maintenir la stabilité. La fréquence des rencontres entre la BCE et le Parlement européen donne une bonne illustration de ce point ;

4 - *le Pacte de stabilité et de croissance* : les Européens ont créé une monnaie unique dans un espace sans fédération politique achevée, sans gouvernement fédéral, sans budget fédéral. Le Pacte de stabilité et de croissance, demandant le respect de règles budgétaires et organisant la



surveillance mutuelle des politiques budgétaires par les pairs, était dès lors le seul moyen de pallier l'absence de budget fédéral.

Ces conditions institutionnelles n'étaient toutefois pas suffisantes. Il fallait en outre réunir cinq autres conditions, relatives à la nature du concept stratégique de politique monétaire. Dès le 13 novembre 1998, la Banque centrale européenne (BCE) prenait les cinq orientations fondamentales suivantes :

1 - *préciser la définition arithmétique de la stabilité des prix* : dans la continuité des « meilleures » définitions existant au sein de la future zone euro, la stabilité des prix était définie comme « moins de 2 % » (précisée plus tard par l'ajout « proche de 2 % »). Le fait de donner une définition arithmétique précise de la stabilité était un exercice obligé compte tenu des contraintes de la transition ;

2 - *placer la stratégie monétaire dans une perspective de moyen terme* : la BCE a affirmé d'emblée que son horizon s'inscrivait dans le moyen terme. Ceci permet notamment d'apprécier les effets complexes des chocs qui englobent le court et le moyen terme et facilite l'ancrage des anticipations d'inflation future sur toutes les durées, y compris le moyen et le long terme ;

3 - *adopter un concept de stratégie monétaire reposant sur deux piliers, une analyse économique en une analyse monétaire* : c'est une originalité du concept stratégique de la politique monétaire de l'Europe que de retenir une vision « binoculaire » dans le cadre d'une approche dite à « deux piliers » : un pilier économique et un pilier monétaire. Le fait de faire reposer la politique monétaire sur une analyse monétaire avait été la marque de nombreux concepts monétaires européens nationaux avant l'euro, y compris ceux appliqués par la Bundesbank et par la Banque de France. Le croisement de l'analyse économique et de l'analyse monétaire permet de réunir toutes les informations pertinentes y compris toutes celles fournies par les évolutions monétaires au moment de la décision. Il y a un large consensus pour accepter l'idée que dans le long terme l'inflation est un phénomène monétaire. L'existence d'une analyse monétaire a joué et joue un rôle important dans l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen long terme ;

4 - *assurer le caractère complet de l'analyse économique* : il nous est apparu important de prendre en compte l'économie dans sa réalité comme un vaste et complexe système en mouvement permanent, dans lequel l'incertitude joue un grand rôle, plutôt que de s'efforcer de résumer cette complexité en un modèle unique trop simple et trop réduit. L'analyse économique est donc conçue aussi complète que possible, afin de pouvoir tester la « robustesse » de nos décisions sur une multiplicité de modèles conceptuellement différents ;



5 - *introduire un concept renforcé de transparence en temps réel* : la BCE a été la première Banque centrale à publier un diagnostic complet sur ses analyses économiques et monétaires en temps réel. En outre, elle reste la seule grande Banque centrale qui tient une conférence de presse immédiatement après ses décisions. Ceci a joué un rôle important dans la réussite de la transition. Dans un espace comprenant dix langues différentes, ce concept de transparence a assuré l'unicité du discours et des termes de référence sur la politique monétaire.

Ces conditions institutionnelles et stratégiques ont constitué l'ensemble, nécessaire et suffisant, qui a permis de réaliser en 1999 ce qui était encore considéré comme impossible par une majorité d'observateurs à la fin de l'année 1997.

LES SUCCÈS DE LA MONNAIE UNIQUE

La monnaie unique a été un grand succès. Non seulement un grand succès « quantitatif », l'entreprise consistant à interconnecter onze marchés monétaires pour créer en une nuit de janvier 1999 un marché monétaire unique de la taille du marché monétaire américain étant un défi technologique considérable. Non seulement parce que l'introduction des billets et des pièces le 1^{er} janvier 2002 était la plus importante opération logistique jamais entreprise sur le continent européen en temps de paix.

Mais aussi et surtout parce qu'après une transition réussie, huit ans après sa création l'euro est une monnaie qui a préservé le très haut niveau de crédibilité, de confiance, de capacité de conserver la valeur qui était le privilège des meilleures monnaies européennes de la zone euro actuelle, avant l'euro.

Sur son mandat premier qui est d'assurer la stabilité des prix, l'euro a fait faire à l'Europe de très substantiels progrès. L'inflation moyenne depuis la création de l'euro s'est établie à 2,05 %. Ceci ne satisfait pas la Banque centrale européenne, puisque notre définition de la stabilité des prix est « moins de 2 %, près de 2 % », même si la période a été marquée par une succession de chocs inflationnistes, le choc pétrolier et les hausses des prix des matières premières n'ayant pas été les moindres de ces chocs.

Ces progrès sont en particulier illustrés par le fait que l'inflation moyenne dans la zone euro, dans les huit années précédant l'euro, était significativement supérieure à 2 % : 2,6 %.

Dans la mesure où la stabilité des prix est aujourd'hui considérée, non seulement en Europe, mais dans le monde, comme une condition nécessaire de la croissance durable et de la création durable d'emplois, il n'est pas surprenant que le taux moyen de croissance qui était de



1,8 % dans les huit années avant l'euro soit passé à 2 % depuis l'euro. Il n'est pas non plus surprenant que depuis l'euro les créations nettes d'emplois se soient élevées à 12,3 millions environ que l'on peut comparer aux moins de 3 millions créés pendant la même période avant l'euro.

Mais la monnaie unique n'a pas seulement apporté la stabilité interne et donc l'une des conditions nécessaires pour une création d'emplois durables. Elle a également renforcé la résistance de la zone euro aux chocs externes. Dotés d'une monnaie unique, les pays de la zone disposent d'une solide protection contre les turbulences extérieures et les chocs. Avant l'euro, des événements dramatiques, comme ceux du 11 septembre 2001, auraient probablement provoqué des tensions sur les marchés de capitaux et introduit des primes de risque significatives sur les marchés des taux d'intérêt et des tensions sur les marchés des changes. Naturellement rien de tel ne pouvait arriver et n'est arrivé dans la zone euro.

La monnaie unique représente le parachèvement du marché unique européen qui était l'objectif de long terme des pères fondateurs de l'Europe. Elle apporte un considérable renfort pour aider l'Europe à terminer le programme de « l'Acte unique » permettant de créer un marché unique effectif dans tous les secteurs d'activité. Réciproquement le bon fonctionnement à long terme de la monnaie unique exige que le marché du travail, les marchés de biens et de services et les marchés de capitaux soient intégrés et compétitifs et qu'ils fonctionnent dans un environnement de grande flexibilité. De ce point de vue des progrès ont été faits, mais beaucoup reste à faire. Ceci explique que la Banque centrale européenne appuie très fortement le programme de réformes structurelles de Lisbonne et, d'une manière générale, toutes les mesures renforçant la flexibilité de l'économie européenne.

S'agissant du renforcement de l'intégration économique de la zone euro avec la création de l'euro, il est important de souligner que cette intégration « domestique » à l'échelle d'un marché de plus de 300 millions d'habitants ne se fait pas au détriment du reste du monde, au contraire. Le commerce total intra-européen (exportations plus importations en proportion du produit intérieur brut) a augmenté substantiellement de 1998 à 2005 : de 26,5 % à 31 %. Dans le même temps le même critère appliqué au commerce extérieur à la zone euro montre une croissance encore plus rapide : de 24 % à 30 %.

La monnaie unique a joué un rôle de catalyseur de l'intégration des marchés financiers. Avec l'arrivée de l'euro, les marchés de capitaux nationaux, petits et fragmentés, se sont mués en un marché plus large et plus profond. Cette évolution a été favorable à la fois aux épargnants, aux investisseurs et aux emprunteurs. Les épargnants bénéficient d'une



offre plus vaste et plus diversifiée pour leurs placements. Les investisseurs peuvent quant à eux répartir leurs risques sur une plus grande palette de produits. Les emprunteurs, enfin, se voient offrir de meilleures possibilités de financement, car ils peuvent lever des fonds sur des marchés de capitaux plus vastes et plus liquides. Une intégration plus profonde des marchés de capitaux permet de réaliser des économies d'échelle tout en renforçant la concurrence. Ceci entraîne une allocation plus effective des capitaux et réduit les coûts de transaction, augmentant ainsi les incitations à épargner (grâce à de meilleurs rendements de l'épargne) et à investir (grâce à des coûts de financement plus faibles). Enfin, et ceci est également très important, l'intégration financière permet une meilleure répartition des risques au sein de la zone euro, ce qui permet de modérer considérablement les chocs. Le processus d'intégration a progressé rapidement dans le marché monétaire, particulièrement, mais pas exclusivement, sur la partie courte de la courbe de rendement, mais il subsiste cependant une marge considérable pour renforcer l'intégration dans le secteur de la banque de détail et des crédits aux particuliers où le marché reste très segmenté.

LES DÉFIS POUR LA MONNAIE UNIQUE

La BCE, en assurant la stabilité des prix et en étant crédible dans sa capacité d'assurer à moyen et long terme une stabilité correspondant à sa définition - moins de 2 %, proche de 2 % -, crée un environnement favorable à la croissance et à l'emploi. Cependant, si une bonne politique monétaire est une condition *nécessaire* pour la croissance et l'emploi, elle n'est pas *suffisante*. D'autres conditions sont également nécessaires : en particulier une bonne politique budgétaire, une politique de réformes structurelles visant à élever le potentiel de croissance à moyen-long terme de l'économie, et la préservation de la compétitivité du secteur productif. Le Traité de Maastricht est au demeurant, lui-même, fondé sur le principe selon lequel l'UEM s'appuie sur deux piliers, non seulement une bonne politique monétaire, mais également des politiques économiques saines.

Les défis posés au pilier économique de la zone euro sont de trois ordres. Il convient en premier lieu de mener des politiques budgétaires saines, qui sont de l'intérêt des États membres eux-mêmes. Des politiques budgétaires saines créent les conditions d'une croissance soutenable et renforcent la confiance des consommateurs comme des chefs d'entreprise. Elles créent également les marges budgétaires nécessaires pour amortir les effets du cycle économique et pour supporter le coût du vieillissement de la population. Des politiques budgétaires saines, en évitant des répercussions négatives pour les



autres pays et en facilitant la conduite de la politique monétaire, sont également un élément clé de la viabilité à long terme de l'Union monétaire.

Deuxièmement, les économies nationales doivent être flexibles, compétitives et dynamiques, non seulement pour qu'elles puissent s'adapter aux chocs économiques, mais aussi pour faire face au triple défi de la mondialisation, de l'évolution des technologies et du vieillissement de la population. Si l'on compare les données relatives à l'Union européenne avec celles des États-Unis, les défis que doit relever l'économie européenne sont clairs : beaucoup moins d'Européens travaillent et ils travaillent moins d'heures. On estime qu'un employé européen travaille en moyenne environ 40 jours de moins que son collègue américain. La période récente a permis à l'Europe de faire des progrès dans ce domaine, mais nous sommes encore très loin du compte. L'Europe, depuis quelques années, enregistre également un handicap significatif par rapport aux États-Unis en termes de progrès annuels de la productivité du travail. Au cours des cinq dernières années, la hausse annuelle moyenne de la productivité du travail au sein de la zone euro a été inférieure de 1,3 point de pourcentage à celle des États-Unis (2,5 % aux États-Unis en moyenne par an contre 1,2 % dans la zone euro).

16

Ces insuffisances appellent des mesures fortes pour stimuler l'emploi et promouvoir la productivité. C'est exactement le diagnostic qu'ont posé les chefs d'État ou de gouvernement lorsqu'ils ont adopté, en 2000, un projet courageux de réformes structurelles : la stratégie de Lisbonne. La BCE a toujours soutenu pleinement la stratégie de Lisbonne, car elle y voit une condition préalable permettant de tirer profit de tous les avantages de la monnaie unique. La mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne a toutefois connu des résultats contrastés. Des progrès en matière de réformes structurelles ont indiscutablement été accomplis dans tous les pays ces cinq dernières années et ces réformes commencent à porter leurs fruits, en particulier en ce qui concerne le volume des créations d'emplois : 12 millions environ dans la zone euro depuis le 1^{er} janvier 1999, soit plus que les États-Unis durant la même période. De nombreuses réformes supplémentaires restent nécessaires pour stimuler la croissance, l'emploi et augmenter la productivité. Les gouvernements nationaux doivent continuer de transformer leurs engagements en actes concrets. Un domaine clé à cet égard constitue l'intégration des marchés financiers, où la BCE a une responsabilité particulière : cette intégration est non seulement nécessaire pour achever le marché unique européen ; elle est aussi indispensable pour assurer la cohésion de la zone car une forte intégration financière permet d'absorber les chocs spécifiques à une économie nationale.



Enfin, il faut aussi surveiller attentivement les variations relatives de la compétitivité au sein de la zone euro, afin de prévenir, ou de corriger le cas échéant, les écarts excessifs. Les États membres devaient déjà surveiller étroitement l'évolution de la compétitivité relative de leur économie avant l'arrivée de la monnaie unique. Avec la monnaie unique, cette surveillance est devenue encore plus indispensable.

Les pays de la zone euro ont connu des évolutions assez contrastées de leur compétitivité relative depuis le lancement de l'UEM. L'Allemagne, par exemple, a enregistré un gain significatif de sa compétitivité-coût, corrigeant ainsi la perte de compétitivité résultant de la réunification. Une telle évolution montre que les mécanismes d'ajustement fonctionnent au sein de l'UEM. D'autres pays peuvent connaître une détérioration de leur position compétitive. Des pertes durables de compétitivité relative doivent être évitées car elles se traduiraient tôt ou tard par un handicap sérieux en matière de croissance. Comme ces pertes de compétitivité sont principalement dues à des dérives des coûts unitaires de production dans le secteur productif liées à un manque de flexibilité des marchés du travail et à des insuffisances dans le fonctionnement concurrentiel des marchés de biens et de services, c'est une raison supplémentaire de mener à bien les réformes.

Après l'échec des referenda français et néerlandais, l'Europe connaît une période de réflexion et de pause en ce qui concerne son organisation institutionnelle. Dans le même temps l'Union économique et monétaire s'approfondit, se renforce et s'élargit. Depuis le 1^{er} janvier 2007, nous sommes treize pays dans la zone euro. Sept pays supplémentaires membres de l'Union européenne participent au mécanisme de change. À travers le prisme de l'Union économique et monétaire, l'Europe n'est pas arrêtée : elle est en plein mouvement.

L'intégration européenne est une immense entreprise historique dont les racines sont très anciennes et qui ne peut être appréciée que dans la durée longue. Dans cette perspective de longue durée historique, un demi-siècle est comme une période courte. Mais dans cette courte période que de progrès substantiels ! Imaginons que l'on ait dit à Jean Monnet que, moins de 57 ans après la présentation du projet de la CECA, l'Europe serait dotée d'un Parlement élu au suffrage universel, d'une cour de justice établissant sa jurisprudence sur l'ensemble de l'Union européenne, d'un Conseil et d'une Commission regroupant 27 pays établissant entre eux un vaste marché unique et enfin d'une monnaie unique regroupant 13 pays



et 317 millions d'habitants, un ensemble d'une taille ayant le même ordre de grandeur que les États-Unis. Il y aurait certainement vu une confirmation de la justesse de sa vision fondatrice. Il aurait, me semble-t-il, aussi probablement été admiratif de voir l'ampleur prise par le développement historique de l'Union européenne. Et il aurait peut-être redit, en changeant le temps des verbes, ce qu'il écrit si bien dans ses Mémoires : « Ceux qui ne voulaient rien entreprendre parce qu'ils n'étaient pas assurés que les choses iraient comme ils l'avaient arrêté par avance se condamnaient à l'immobilité. Personne ne pouvait dire la forme qu'aurait l'Europe où nous allions vivre demain car le changement qui naît du changement est imprévisible ! »

NOTES

1. *Un Tractatus pour l'Europe* - L'Universitas de 1464.
2. Sully - *Mémoires* - Livre XXX.
3. Abbé de St Pierre - *Projet de paix perpétuelle* (1713).
4. Jean Monnet - *Mémoires* - Fayard page 353.