

Vers une monnaie commune en Europe ?

Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak

Département d'économétrie de l'OFCE

L'union monétaire européenne est de nouveau à l'ordre du jour. Soutenue par la France, soucieuse à la fois d'affirmer l'irréversibilité de son choix d'une politique de franc fort et de limiter l'actuelle domination monétaire de la RFA, l'unification n'est concevable du point de vue allemand que sous des conditions garantissant le maintien d'une politique monétaire autonome et rigoureuse.

Trois catégories de voies sont envisageables. Celles qui privilégient le développement d'une monnaie parallèle, n'apparaissent guère susceptibles d'aboutir à une disparition totale des monnaies circulant effectivement. Celles, que nous regroupons sous le terme « méthode douce », qui consistent à transférer progressivement les pouvoirs monétaires des banques centrales nationales à un institut fédéral autonome, supposent une phase transitoire difficile, où la France perdrait de son autonomie monétaire sans bénéficier de meilleures facilités de financement. Enfin la « méthode brutale », difficilement réalisable pour des motifs politiques, propose que l'union soit réalisée sans aucune phase transitoire.

Quel que soit le processus considéré, les avantages — meilleure circulation des fonds en Europe, baisse des taux d'intérêt en France — doivent être pesés face aux dangers — création d'un pouvoir monétaire autonome plus sensible à la stabilité des prix qu'à la croissance, risque de pertes durables de compétitivité — et aux incertitudes car selon sa configuration institutionnelle, le système permettra une plus grande autonomie des politiques budgétaires ou au contraire les enfermera dans un carcan monétaire.

En France, comme en Europe, de nombreux hommes politiques, chefs d'entreprise, banquiers ou économistes souhaitent que dans un délai rapide de nouveaux progrès soient faits dans le domaine de l'unification monétaire européenne. Cette opinion est renforcée par l'expérience des fluctuations excessives du dollar, qui a révélé les facteurs d'instabilité que comporte un système de changes flexibles où chaque pays poursuit une politique monétaire autonome, et par les leçons du Système monétaire européen, qui a montré à la fois la

possibilité d'avoir des changes plus stables en Europe et les défauts d'un accord limité à la stabilisation des changes.

La construction de l'Europe monétaire est revenue périodiquement à l'ordre du jour depuis vingt ans, d'abord à la fin des années soixante, avec le rapport Werner, puis au milieu des années soixante-dix, à la suite des perturbations monétaires internationales, de nouveau à la fin des années soixante-dix, lors de la mise en place du SME, et enfin au début de l'année présente. A chaque fois, jusqu'à présent, les réalisations sont apparues décevantes comparées aux objectifs initiaux.

Outre qu'il met en jeu de façon irréversible le partage du pouvoir monétaire entre autorités nationales et internationales, le sujet est ardu. Les différents projets des experts, souvent contradictoires, restent vagues sur des points cruciaux. Pour certains la monnaie européenne est une occasion d'importer en France la gestion rigoureuse de l'Allemagne. Pour d'autres il s'agit, au contraire, de permettre à la France de faire financer sans larmes par les Allemands le déficit extérieur que provoquerait une politique plus expansionniste. Les hommes politiques ont donc du mal à gérer un dossier qu'ils ne maîtrisent pas totalement. Sur un sujet aussi technique il est difficile qu'un débat public s'instaure, ce d'autant plus qu'il s'agit de la valeur des monnaies et qu'à partir du moment où on discute publiquement de la valeur d'une monnaie les spéculateurs ont tendance à la fuir ou à se précipiter sur elle. Il y a donc un risque important que des décisions irréversibles soient prises sous la pression de la technocratie de Bruxelles, sans que l'ensemble des implications ait été assez bien vu et pris en compte.

Nous nous proposons ici, après avoir présenté les positions françaises et allemandes, d'examiner les deux approches possibles : celle qui passe par la création, puis l'extension d'une monnaie parallèle et celle qui met en avant la création d'une banque centrale européenne. Nous pourrions ensuite poser la question : quelles seraient les conséquences de l'union monétaire, en particulier pour la France ?

Des positions convergentes ?

Une proposition française,

La question de la construction monétaire européenne a été relancée en janvier 1988 à l'initiative de la France, qui a adressé à ce sujet un mémorandum aux instances de la CEE. En même temps Edouard Balladur, alors ministre de l'Economie et des finances, portait le sujet sur la place publique en se prononçant en faveur de la création d'une banque centrale européenne et d'une monnaie unique, pour laquelle il reprenait le nom d'écu.

Ce mémorandum mettait en avant les imperfections du fonctionnement actuel du SME, tenant principalement à son caractère asymétrique : la discipline du système frappe automatiquement le pays dont la monnaie est en position de faiblesse, celui-ci peut donc être obligé de changer de politique même si le déséquilibre est causé par un autre pays dont la politique monétaire est trop restrictive et qui accumule des excédents de façon excessive. Il soulignait aussi que certains pays européens ne participent pas à l'accord de change du SME (c'est le cas du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal), tandis que l'Italie bénéficie d'une marge de fluctuation élargie. Cela posera des problèmes au moment de la libéralisation des mouvements de capitaux.

Le mémorandum proposait d'abord une liste des progrès à réaliser à court terme : intégrer la livre et mettre fin au statut particulier de la lire, assurer la liberté des mouvements de capitaux, renforcer la coordination des autorités monétaires et surtout réduire l'asymétrie du système : « aucun pays ne doit être, *a priori*, exonéré de modifier sa politique dès lors que celle-ci s'écarte des objectifs fixés en commun, que cette politique soit exagérément expansive ou exagérément restrictive ». L'intervention doit reposer sur le pays dont la monnaie aurait tendance à diverger anormalement vers le haut ou vers le bas.

Le mémorandum se prononçait pour l'établissement, à terme, d'une zone à monnaie unique et appelait à la réflexion sur quelques questions, notamment : si on décide d'adopter une monnaie unique, celle-ci devra-t-elle être définie par un panier de monnaies ? Fera-t-on circuler en Europe un ou plusieurs signes monétaires ? Faut-il mettre en place une banque centrale et, le cas échéant, quelles seront ses attributions ?

Ce texte est très représentatif des discours favorables à l'union monétaire. Si la dénonciation des défauts du système actuel est nette, l'image d'un nouveau système est extrêmement floue et aucun projet précis n'est proposé.

Cette position de la France n'a pas été remise en cause par le changement de gouvernement survenu en mai. D'ailleurs le Comité pour l'union monétaire de l'Europe regroupe aussi bien Pierre Bérégovoy que Valéry Giscard d'Estaing. Elle n'a guère fait l'objet de débats contradictoires parmi les hommes politiques français ou les économistes. Toutefois, si la plupart des réactions apparaissent favorables, le lecteur attentif peut remarquer que la monnaie unique européenne est pour les uns avant tout un moyen d'importer en France la pratique allemande de politique monétaire rigoureuse et de garantir la stabilité des prix (voir, par exemple, André Fourçans, *Le Monde* du 29 juin 1988), tandis que pour les autres il s'agit au contraire d'exporter une politique monétaire plus soucieuse de permettre l'expansion économique et, en facilitant la circulation des capitaux en Europe, de faire reculer la contrainte extérieure qui pèse sur la France (c'est la position de François Lagrange, *Le Monde* du 20 septembre 1988).

des réticences allemandes,

En RFA, contrairement à la pratique française, la banque centrale (Deutsche Bundesbank) jouit d'une grande autonomie en ce qui concerne la conduite de la politique monétaire. Cette autonomie lui a été reconnue par la loi de 1957 qui lui a assigné la tâche de « préserver la valeur de la devise nationale ». Et la Bundesbank insiste souvent pour préciser qu'elle entend par là le pouvoir d'achat du mark plutôt que son taux de change. Aussi a-t-elle toujours été très réticente à tout système qui l'obligerait à relâcher sa discipline monétaire pour maintenir la stabilité du change avec des pays trop inflationnistes. Dans le débat sur l'union monétaire européenne l'Allemagne a parlé par deux voix, celle du gouvernement et celle de la banque centrale. Avec certaines nuances, ces deux voix ont exprimé des réticences et posé des conditions préalables.

A la suite de l'intervention d'Edouard Balladur, le premier à réagir fut Hans Dietrich Genscher, ministre des Affaires étrangères. S'il appuie le projet, il pose des conditions supplémentaires : une banque centrale européenne doit être indépendante vis-à-vis du pouvoir politique, en particulier elle ne doit pas être contrainte de financer des déficits budgétaires nationaux ou européens et elle doit poursuivre avant tout un objectif de stabilité des prix. Genscher propose que l'ECU voit son rôle augmenté comme monnaie parallèle avant de devenir la monnaie commune.

Le ministre des Finances, Gerhard Stoltenberg, renchérit rapidement : d'abord il émet les plus grandes réserves sur tout système qui augmenterait les obligations de l'Allemagne à venir en aide aux pays à monnaie faible. Et surtout il ajoute une condition préliminaire : les banques centrales nationales doivent être autonomes avant que l'on puisse envisager la création d'un institut commun. Or, actuellement, parmi les pays européens, seules la Bundesbank et, à un degré moindre, la banque centrale des Pays-Bas répondent à cette condition.

Le point essentiel pour la Bundesbank, maintes fois exprimé par son président Karl Otto Pöhl, est que toute banque centrale européenne doit avoir la même indépendance et le même objectif de stabilité des prix que la banque centrale allemande actuellement, indépendance et objectif garantis institutionnellement. Aussi la Bundesbank s'oppose fermement à ce que la politique monétaire de l'Europe soit décidée au niveau des banques centrales tant que celles-ci ne sont pas indépendantes ; elle s'oppose à la stabilité des taux de change si celle-ci nuit à la stabilité des prix en RFA et elle met en garde contre toute extension du rôle de l'ECU tant que celui-ci n'est pas émis par une institution indépendante et qu'il est moins stable que le mark. Dans l'état actuel des choses elle estime que le système est suffisamment symétrique et refuse toute obligation supplémentaire qui remettrait en cause la possibilité dont elle dispose, de choisir ses objectifs de politique monétaire. A ses yeux l'unification monétaire européenne passe d'abord par une phase de transition et de mise à l'épreuve de ses partenaires où, dans chaque pays, les pratiques de la politique monétaire s'aligneraient sur le

modèle allemand, la banque centrale européenne venant couronner ce processus.

Cette exigence allemande semble s'imposer progressivement. C'est ainsi que le Parlement européen s'est prononcé, en septembre 1988, pour une banque centrale européenne en reprenant les arguments de la Bundesbank quant à la nécessité de son autonomie et à la priorité à donner à la stabilité de la valeur de la monnaie. Parmi les responsables politiques français, si Edith Cresson remarquait « qu'une technostucture libre de toute attache nationale, non élue, assume un pouvoir considérable, indépendamment de la volonté politique des Etats me paraît dangereux et un peu irréaliste », Raymond Barre acceptait l'idée que la Banque de France devienne indépendante du pouvoir politique et Michel Rocard se déclarait prêt à faire cette concession pour rassurer les Allemands.

En résumé, compte tenu du rapport de force, le projet français doit être clarifié : s'agit-il, par l'intermédiaire d'une monnaie européenne, d'accepter le modèle allemand ou au contraire d'essayer de briser le poids de la Bundesbank en Europe ?

une avancée au niveau européen ?

Le Conseil européen, tenu à Hanovre les 27 et 28 juin 1988, a désigné un comité d'experts chargé d'étudier la question qui sera examinée de nouveau au Conseil européen de Madrid en juin 1989. Ce comité, que préside Jacques Delors, se compose des douze gouverneurs des banques centrales et de trois experts, tous nommés à titre personnel : Miguel Boyer, ancien ministre du gouvernement socialiste espagnol, membre du Comité pour l'union monétaire de l'Europe, qui s'est déjà déclaré partisan d'une monnaie parallèle émise par une banque centrale européenne ; Alexandre Lamfalussy, de la Banque des règlements internationaux et Niels Thygesen, économiste danois, qui après avoir participé au manifeste de la Toussaint (voir plus loin), s'est récemment prononcé pour la mise en place d'une institution centrale qui d'abord coordonnerait les politiques monétaires et réaliserait progressivement l'union monétaire, la monnaie commune étant le but ultime. On peut remarquer, et regretter, que ce comité réunisse des banquiers et des économistes d'inspiration monétariste et donc que ses recommandations risquent d'être biaisées par un trop grand souci de la stabilité monétaire et une certaine indifférence aux problèmes de la croissance et de l'emploi.

Dans un entretien récent Jacques Delors (*Le Monde* du 20 juillet 1988) estime que ce qui manque le plus dans cette affaire c'est la réflexion plutôt que la volonté politique. Lui aussi pose sa liste de questions : faut-il une monnaie commune ? Cette monnaie doit-elle être une monnaie unique ou une monnaie parallèle ? Serait-elle définie comme un panier de monnaies ou aurait-elle une existence autonome ? Quel serait le statut de la banque centrale européenne ? Quel serait le lien entre l'unification monétaire et la coordination des politiques budgétaires ?

Il apparaît donc à l'issue de cet aperçu que les partisans de l'union monétaire européenne n'en sont pas encore à proposer un projet précis et cohérent. Or le temps presse si on pense aux défauts du système actuel, que la libéralisation des mouvements de capitaux accentuera. Pourtant le débat n'est pas récent et de nombreux projets ont déjà été élaborés et discutés.

Ces projets peuvent être classés en deux catégories : les uns préconisent la création, puis l'extension, d'une monnaie parallèle européenne dont la vocation serait de remplacer progressivement les monnaies nationales. L'expansion de l'ECU peut être considérée comme un pas timide dans cette direction. Les autres mettent l'accent sur un renforcement de la coordination des banques centrales telle qu'elle existe actuellement dans le cadre du SME, coordination qui conduirait à une banque centrale européenne de type fédéral, grâce à une raréfaction progressive des modifications de parité et, à terme, une fixité totale des taux de change.

A la recherche de la monnaie parallèle

Le manifeste de la Toussaint, une utopie créatrice ?

Au milieu des années soixante-dix des économistes européens d'inspiration monétariste ont proposé à plusieurs reprises la création d'une monnaie parallèle, indexée et émise par une institution européenne. Ce groupe s'est exprimé dans le manifeste de la Toussaint (paru en 1975 et repris dans Fratianni et Peeters (1979)) et les rapports OPTICA (1975 et 1976). Pascal Salin (1980) est allé le plus loin dans le raisonnement, se faisant l'avocat de la concurrence de monnaies privées.

Ces auteurs croient à la théorie quantitative de la monnaie, à la parité des pouvoirs d'achat et à la parfaite flexibilité des salaires et des prix. Fondièrement la politique monétaire n'aurait pas d'impact réel et ne déterminerait que le niveau général des prix. De plus, et cela est particulièrement net dans l'ouvrage de Salin, l'Etat ne serait pas le garant du bien public, mais l'instrument de bureaucrates soucieux avant tout de développer leurs pouvoirs. Aussi l'Etat émettrait trop de monnaie, non dans le but altruiste de maintenir le plein-emploi, mais de façon à maximiser son seigneurage, c'est-à-dire le revenu qu'il tire de la création monétaire, ce qui serait la cause essentielle de l'inflation.

Pour mettre un terme à cette situation, Salin propose la fin du monopole étatique d'émission monétaire et la libre concurrence des monnaies. Dans son esprit le système idéal serait un système de monnaies privées, émises librement, les règles du marché garantissant automatiquement que seules subsisteraient les meilleures monnaies,

c'est-à-dire celles dont le pouvoir d'achat serait le plus stable. Dans cette optique la création d'une monnaie européenne est avant tout une occasion pour changer les règles du jeu monétaire.

Salin est très hostile à un régime de changes gérés, tel que le SME, puisqu'il permet aux banques centrales de modifier arbitrairement la valeur des monnaies par des réalignements. De plus ces banques, réunies en cartel, seraient encore plus incitées à maximiser leur profit de seigneuriage puisqu'elles auraient moins à craindre la concurrence. Il s'oppose à tout projet d'unification conduit par les banques centrales, qui renforcerait plus encore le monopole de la création monétaire.

Les propositions du manifeste de la Toussaint et des rapports OPTICA ne vont pas aussi loin et restent très vagues. Il s'agit de créer une monnaie parallèle indexée, dont le pouvoir d'achat serait garanti vis-à-vis d'un certain panier européen de marchandises. La valeur de l'euro en une monnaie nationale évoluerait selon la formule :

$$E = \sum \frac{a_i (1 + \pi_i)}{e_i}$$

où a_i est la part de la monnaie i dans l'euro, π_i le taux d'inflation du pays i durant la période et e_i le taux de change de la monnaie i avec la monnaie considérée.

L'euro apparaît surtout comme une réserve de valeur protégée de l'inflation. Pas totalement, toutefois, dans la mesure où les résidents d'un pays dont le taux de change réel s'apprécierait seraient perdants en pouvoir d'achat. Les auteurs du projet minimisent ce défaut en soutenant que la parité des pouvoirs d'achat est à peu près vérifiée.

La diffusion de cette monnaie serait déterminée par les forces du marché, les résidents de chaque pays pouvant en obtenir librement contre leur monnaie nationale. La banque centrale de chaque pays serait alors endettée en euro et couvrirait les coûts de l'indexation, ce qui réduirait l'attrait pour les pouvoirs publics d'une politique inflationniste.

Cependant on voit mal comment cette monnaie deviendrait progressivement une unité de compte effectivement utilisée dans les échanges. Même en tant que réserve de valeur, comme les auteurs du projet ne discutent pas d'un taux d'intérêt que rapporterait l'euro, elle ne serait intéressante que tant que le taux d'intérêt sur les autres placements serait inférieur au taux d'inflation. Enfin les auteurs n'évoquent jamais de crédits en euro que les banques pourraient accorder en contrepartie de leurs dépôts : le projet repose uniquement sur la bonne volonté des banques centrales.

De quelques problèmes que posent les monnaies parallèles

De façon plus générale tout projet de monnaie parallèle bute sur la difficulté de remplir les trois fonctions de la monnaie telles que les

définissait déjà Aristote : unité de compte, moyen de transactions et réserve de valeur.

C'est la fonction d'unité de compte qui définit la monnaie. Celle-ci tire sa valeur de la confiance que l'on a en sa valeur du fait de son rôle dans les transactions, dans les contrats salariaux et de son pouvoir libérateur dans le paiement des dettes et des impôts. Or il est difficile de concevoir un processus concurrentiel dans ces domaines. Ce processus nécessiterait en effet que les entreprises et les commerçants choisissent la monnaie de facturation, que les salariés négocient d'être payés dans une monnaie ou une autre, ce qui rendrait beaucoup plus difficiles toutes les transactions et accroîtrait fortement au départ les incertitudes. Il existe certes des exemples de coexistence de monnaies, mais généralement dans des cas d'hyperinflation, tels que la dollarisation des économies que l'on connaît, ou que l'on a connu, en Argentine, en Uruguay ou en Israël. On imagine mal, dans l'Europe d'aujourd'hui, une situation où, au moment de régler ses achats, le client choisirait la monnaie de règlement selon le cours que propose le marchand. La monnaie est un choix social unificateur, de même que le droit ou la langue.

On ne peut donc envisager qu'une pseudo monnaie parallèle, c'est-à-dire une monnaie qui renoncerait à tout rôle dans les échanges pour n'être que réserve de valeur. Les projets se limitent alors à suggérer la création d'une nouvelle catégorie de titre financier. Reste à savoir comment se déterminerait son taux d'intérêt ainsi que les conditions d'arbitrage qui régiraient l'offre et la demande de cet actif. N'oublions pas que tout actif financier suppose à la fois un détenteur et un émetteur, aux yeux desquels il doit, pour se développer, être plus attractif que les actifs préexistants, ce qui n'est pas simple car leurs intérêts sont contradictoires. Du point de vue de l'émetteur, par exemple, les actions représentent le passif le plus intéressant, puisque leur rémunération dépend du profit de l'entreprise, mais le risque est reporté sur les détenteurs. A l'inverse un actif apprécié par les détenteurs, de par sa liquidité, sa rentabilité, son absence de risque, est difficile ou coûteux à émettre. On voit mal ce qui pousserait un emprunteur à essayer d'émettre un titre fiable et rémunérateur de façon à évincer la monnaie publique.

Aussi les projets de monnaie parallèle susceptible de concurrencer les monnaies nationales n'apparaissent-ils guère réalistes.

D'autres propositions utopiques

Un autre exemple de la négligence du principe du primat des transactions peut être trouvé dans le projet du professeur Magnifico (1974) : celui-ci proposait de créer une monnaie écran entre les monnaies européennes et l'extérieur. Les valeurs des monnaies européennes envers la monnaie écran auraient été fixes, mais ajustables, la valeur de celle-ci par rapport au dollar étant défendue conjointement. Ce projet n'était pas viable par essence puisque rien ne garantissait la valeur de cette monnaie qui dépendait arbitrairement des décisions des banques

centrales, qui pouvaient choisir à chaque ajustement dans quel sens variait la monnaie écran et dans quel sens variait l'ensemble des monnaies européennes. Par exemple, si les banques centrales européennes voulaient dévaluer leur monnaie de 10 % par rapport au dollar, elles auraient pu soit déprécier la monnaie écran, soit la maintenir fixe et déprécier toutes les monnaies vis-à-vis de la monnaie écran.

Faut-il dire ici un mot des projets du professeur Schmitt (1977) sur la monnaie européenne ? Oui, sans doute, car un économiste aussi réputé qu'Aglietta (1988) semble les prendre au sérieux. On retrouve un projet qui vise, par l'intermédiaire de la monnaie européenne, à réformer complètement le système monétaire. Schmitt est l'auteur d'une théorie monétaire originale où la monnaie, qui se limite chez lui à la circulation du revenu, est soigneusement distinguée de la finance. Sa grande thèse est que le système actuel est foncièrement vicié : la confusion entre monnaie et finance aboutirait à créer de « faux paiements » à incidences inflationnistes. Lorsqu'un pays exporte, la quantité de biens disponibles serait réduite mais pas le revenu, de sorte que le pays connaîtrait inévitablement des tensions inflationnistes : « La cause de l'inflation mondiale est dans le paiement des exportations. » (*op. cit.*, p. 111).

Pour remédier à cela Schmitt propose de créer une banque centrale supranationale : celle-ci enregistrerait les actifs et les passifs de chaque pays qui naîtraient des transactions commerciales ou financières et chaque soir les transformerait automatiquement en crédits. Cette banque s'ajouterait aux banques centrales nationales comme sa monnaie, qui ne circulerait qu'entre banques centrales, aux monnaies existantes.

Le diagnostic de Schmitt est difficile à comprendre : grossièrement, les importations compensent les exportations. Un pays peut avoir un excédent net qui correspond naturellement à un excédent de l'épargne intérieure sur l'investissement. Certes des déséquilibres peuvent survenir, mais ils n'ont pas l'automatisme que prédit Schmitt et on ne peut trouver d'organisation du système financier qui assurerait qu'automatiquement la demande de biens égale l'offre au niveau de plein-emploi et de stabilité des prix. Sa proposition ne donne aucune limite à l'endettement d'un pays, ce dernier étant assuré de voir sa dette consolidée.

Aujourd'hui cependant l'idée de monnaie parallèle n'est plus seulement de nature académique ; elle a acquis une dimension plus concrète avec le développement de l'ECU. De plus la perspective de libéralisation des mouvements de capitaux à l'horizon 1990 conduit à se demander si le mark n'est pas la monnaie parallèle de demain.

De l'ECU comme embryon de monnaie parallèle

Le succès de l'ECU (voir en particulier Aglietta (1986) et Vissol (1987)) amène certains à voir en lui l'esquisse de la monnaie européenne, mais si beaucoup attribuent le nom d'écu à une future monnaie européenne, ils ne lui donnent pas nécessairement la même signification. S'agit-il d'octroyer ce nom, déjà intégré dans le langage, à une monnaie unique commune à valeur autonome et intrinsèque ou se

réfère-t-on simplement au principe d'une monnaie panier qui ne peut être par définition qu'une enième monnaie, comme l'ECU tel qu'il existe déjà ?

L'ancêtre de l'ECU est l'unité de compte européenne (UCE), créée en 1975 et définie comme une pondération des différentes monnaies des pays de la CEE. Cette unité n'était utilisée que pour l'établissement des budgets communautaires.

En 1979, lors de la création du SME, apparaît l'ECU officiel (*European Currency Unit*), qui ne sert que pour les transactions entre banques centrales (voir encadré n° 1). En vertu des textes les banques

1. Composition de l'ECU

Actuellement dix monnaies entrent dans la composition de l'ECU. En septembre 1989 leurs parts respectives seront réexaminées (ceci a lieu systématiquement tous les cinq ans ou chaque fois qu'un pays voyant le cours de sa monnaie se modifier de plus 25 % par rapport à l'ECU en fait la demande) et l'entrée de la peseta ainsi que de l'escudo seront envisagées. Chaque modification de composition se fait de façon à préserver la valeur instantanée de l'ECU.

La composition de l'ECU fait clairement apparaître la prédominance des monnaies allemande et française qui comptent à elles deux pour plus de 50 % de l'ensemble. La part de chaque monnaie n'a guère varié depuis 1979. Cependant le poids du mark s'est renforcé, à l'opposé de celui du franc, alors que la part de la livre sterling a connu les plus fortes variations (à la hausse comme à la baisse).

La valeur de l'ECU en chaque monnaie est déterminée chaque jour par un calcul mettant en jeu le cours de chaque monnaie et la pondération de chacune d'elle telle que donnée ci-dessous.

1. Poids des monnaies

En pourcentage

	13 mars 1979	17 septembre 1984	12 janvier 1987
Mark allemand	33,0	32,1	34,9
Franc français	19,8	19,1	19,0
Livre sterling	13,6	15,0	11,9
Florin néerlandais	10,5	10,1	11,0
Lire italienne	9,5	10,0	9,4
Francs belge et luxembourgeois	9,5	8,6	9,1
Couronne danoise	3,0	2,7	2,8
Drachme grecque	—	1,3	0,8
Total	100,0	100,0	100,0

Source : CEE.

centrales signataires de l'accord déposent 20 % de leurs réserves en or et en dollars auprès du FECOM (Fonds européen de coopération monétaire). Ces avoirs qui sont alors comptabilisés en ECU apparaissent à l'actif des banques centrales. Mais il s'agit d'une pure fiction comptable. En effet, les banques centrales déposent non des ECU, mais de l'or et des dollars et restent créancières de ce qu'elles ont effectivement déposé, de sorte qu'un ECU à l'actif de la Banque de France n'a pas nécessairement la même valeur qu'un ECU de la banque centrale du Danemark. En particulier, ce sont les banques centrales nationales, et non le FECOM, qui perçoivent les plus-values ou moins-values liées aux modifications de la valeur des réserves en or ou en dollar. Pour que l'ECU officiel existe réellement, il faudrait que les banques centrales détiennent effectivement leurs réserves en ECU, c'est-à-dire en se constituant des paniers de monnaies dans les proportions composant l'ECU, quitte à déposer ces réserves auprès du FECOM. Mais dans la mesure où les Allemands surveillent principalement le cours du mark en dollar et les autres pays le cours de leur monnaie en mark, des interventions en ECU seraient extrêmement délicates. L'ECU officiel a donc en grande partie un caractère fictif.

De façon inattendue l'expansion de l'ECU a été le fait du secteur privé, d'où le terme d'ECU privés. Cette expansion ne concerne que les transactions financières, les échanges commerciaux n'étant que très marginalement facturés en ECU. Si référence est souvent faite à Saint-Gobain, qui publie ses comptes en ECU, cela reste plus symbolique que représentatif d'une large réalité.

Le développement s'est principalement effectué sur le marché obligataire, mais des crédits et des dépôts bancaires sont aussi apparus. Sur l'ensemble de la période on peut distinguer deux phases, l'expansion des actifs libellés en ECU ayant connu son maximum en 1985 pour se stabiliser ensuite à un niveau nettement inférieur. Cette stagnation s'explique essentiellement par la stabilité des monnaies du SME et par les fluctuations du cours de la livre sterling, qui ont diminué l'attrait de la stabilité de l'ECU.

Les émetteurs d'obligations étaient à l'origine essentiellement français et italiens, le gouvernement italien ayant par exemple émis des bons du Trésor en ECU. La première émission a eu lieu en 1981 ; en 1985, l'ECU venait en cinquième position parmi les eurodevises, représentant 4,5 % du montant des émissions, derrière le dollar (60 %), le franc suisse (9 %), le yen (7,5 %), le mark (7 %) et devant la livre (4 %). Mais, en 1988, l'ECU serait retombé à la septième place, dépassé par la livre et le dollar canadien (d'après le *Bank of England Quarterly Bulletin* de novembre 1988).

Les dépôts bancaires, surtout importants au Luxembourg, provenaient en grande partie d'Allemagne et des Pays-Bas, pour être prêtés en France et en Italie. De la fin de 1982, date depuis laquelle on dispose de statistiques bancaires, à mars 1988, les dépôts se sont élevés de 7 à 90 milliards. Pour l'essentiel ces dépôts étaient de nature interbancaire (à hauteur de 77 % en mars 1988) et internationaux (76 %). Les crédits étaient — fait caractéristique de l'intermédiation en ECU — supérieurs aux dépôts, une partie des crédits étant financée par

des ECU fabriqués par les banques qui s'endettent dans chacune des monnaies composantes de l'ECU. L'ECU occupe aujourd'hui la sixième place des eurodevises, en terme de prêts internationaux (soit 2,6 % en mars 1983).

L'attrait de l'ECU est la plus grande stabilité de sa valeur par rapport à chacune des monnaies qui entrent dans sa composition, d'où de moindres risques de mouvements erratiques (graphique 1). Les titres en ECU procurent aussi une relative stabilité en termes de taux d'intérêt (voir encadré n° 2). Certes, on peut penser que l'ECU privé est inutile, puisque chaque intervenant pourrait se constituer lui-même, à partir d'actifs ou de dettes dans les monnaies de son choix, le panier qui serait optimal pour lui. Mais recourir à l'ECU permet de réduire les coûts de transaction : il est moins coûteux d'émettre un gros emprunt en ECU que plusieurs en monnaies nationales. Il en va de même pour le détenteur d'obligations. L'extension de l'ECU permet le développement d'un marché secondaire et donc des gains de liquidité pour les intervenants. De même sur les marchés alimentaires on peut acheter des assortiments tout prêts de légumes pour pot-au-feu ou choisir d'acheter séparément les différents légumes.

2. Rentabilité comparée des placements en France et en devises

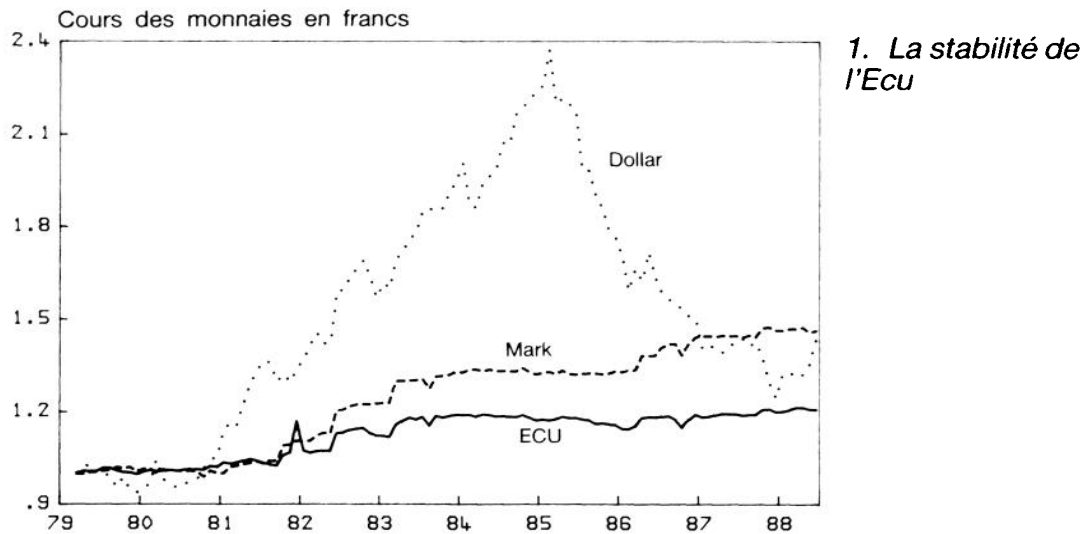
Le tableau 2 permet de comparer, sur deux périodes contrastées l'attrait de plusieurs placements à trois mois du point de vue d'un résident français. Il donne la rentabilité moyenne de ces placements ainsi que la variance de cette rentabilité qui est un indicateur du risque encouru. On remarquera que le contrôle des changes a partiellement protégé le marché monétaire français des turbulences spéculatives qui ont frappé l'eurofranc ; cela est particulièrement net sur la première période. Le placement en dollar est de loin le plus risqué. Le placement en ECU ou en mark comporte pour un Français un risque important comparé à un différentiel moyen de rentabilité faible ou même négatif.

2. Rentabilité des placements à 3 mois pour un français

En termes annuels

	Mai 1981 à décembre 1984		Janvier 1983 à juin 1988	
	Moyenne	Variance	Moyenne	Variance
Marché monétaire français . .	13,8	2,2	8,5	1,2
Eurofranc	17,0	4,4	9,5	1,8
ÉCU	15,1	14,3	9,1	5,8
Mark	14,3	11,4	7,5	5,9
Dollar	33,2	26,6	- 13,3	27,2

Sources : OCDE et Financial Statistics (CSO), nous remercions la BFCE de nous avoir fourni le taux interbancaire sur l'ECU. Calculs OFCE.



Source : OCDE, *Financial Statistics* (CSO).

En tant que monnaie panier l'ECU privé repose sur des monnaies préexistantes, circulant effectivement, ce qui est un avantage par rapport à une monnaie créée *ex-nihilo*. Par contre son pouvoir d'achat correspond, par définition, à la moyenne des monnaies qui entrent dans sa composition, ce qui le rend nécessairement moins stable que celui de la meilleure des monnaies. De même au fond des assortiments de légumes tout prêts se trouvent parfois des légumes défraîchis.

La composition de l'ECU constitue parfois un handicap à son utilisation. Ainsi dans le cas de facturations commerciales, par exemple entre la France et l'Allemagne, les contractants sont gênés par la présence de monnaies tierces. La stabilité de l'ECU, et donc son attrait, seraient renforcés s'il y avait coïncidence entre les monnaies qui le composent et les monnaies du SME, soit que la livre adhère au mécanisme de change, soit qu'elle soit exclue de la composition de l'ECU. Dans l'état actuel des choses l'ECU ne bénéficie pas totalement de la stabilité du SME. Il risque de souffrir de l'introduction de nouvelles monnaies de pays ne participant pas au SME et n'ayant pas d'euromarchés développés.

Les conséquences monétaires d'un développement de l'ECU sont ambiguës : si simultanément les entreprises françaises et européennes s'endettent plus en ECU, tandis que les Français et les Européens détiennent plus d'ECU, l'impact sur les réserves de change de la France est de sens indéterminé. Toutefois ce développement renforcerait l'interdépendance des politiques monétaires. Un pays qui voudrait mener une politique monétaire plus restrictive que ses partenaires verrait ses entreprises s'endetter en ECU et donc l'impact de sa politique restrictive affaibli. Un pays qui voudrait pratiquer une politique monétaire plus expansionniste verrait fuir son épargne à l'étranger. Ces mouvements seraient d'autant plus faciles que la substitution serait aisée entre ECU et monnaie nationale. Notons que la situation n'est pas symétrique : il est plus facile de résister à un afflux qu'à un départ de capitaux, de sorte que le pays qui veut imposer une politique restrictive l'emporte sur celui qui préfère une politique plus laxiste.

Quel est l'avenir de l'ECU sous sa forme actuelle ?

Le développement de l'ECU privé n'avait pas été anticipé. Beaucoup envisagent maintenant qu'il devienne la monnaie européenne de demain, se substituant progressivement aux monnaies existantes, non seulement dans les opérations financières mais aussi commerciales.

Cette perspective suscite des réactions de nature opposée. Le Comité pour l'union monétaire de l'Europe défend la thèse selon laquelle il faudrait une banque centrale européenne, dont la fonction principale serait de développer l'usage privé de l'ECU et d'en défendre la valeur. Dans le sillage de ce Comité, de grandes entreprises européennes, regroupées au sein de l'Association pour l'union monétaire de l'Europe, proposent de promouvoir l'utilisation de l'ECU dans les facturations commerciales. Cette idée est souvent reprise par des Britanniques, mais comme substitut à une construction monétaire européenne basée sur la coopération institutionnelle. La bonne volonté du gouvernement britannique s'est, d'après lui, traduite par le fait qu'il ait commencé à émettre des bons du Trésor en ECU en septembre dernier. Par contre la même perspective suscite une crainte certaine en RFA, l'ECU ayant par définition un pouvoir d'achat moins stable que le mark.

Ce schéma d'intégration monétaire ne nous semble pas réaliste. S'il y a un jour une monnaie commune, celle-ci ne sera plus une monnaie panier, définie à partir de monnaies existantes. L'ECU n'est donc qu'un palliatif à l'absence d'union monétaire et ne constitue pas un point de passage obligé vers celle-ci.

De surcroît on ne peut pas affirmer que l'ECU soit actuellement une monnaie à part entière. Mettons de côté le fait que l'on distingue deux types d'ECU, et considérons l'ECU privé. Celui-ci s'est, jusqu'à présent, cantonné dans le rôle de réserve de valeur et n'est jamais utilisé effectivement dans les transactions. Un saut qualitatif devrait être franchi là, saut difficilement envisageable. Certains préconisent certes qu'un certain nombre de versements se fassent obligatoirement en ECU (subventions agricoles, impôts communautaires), mais à court terme cela risque de rendre la Communauté plus difficilement gérable et d'accroître le coût de l'instabilité monétaire.

Techniquement l'ECU, tel qu'il est actuellement, n'a d'autonomie ni quant à son cours ni quant au taux d'intérêt vis-à-vis des monnaies qui le composent, de sorte qu'on voit mal quels seraient les degrés de liberté d'une banque centrale qui émettrait des ECU.

Si le statut de l'ECU changeait, et que celui-ci ne soit plus une monnaie panier (la transsubstantiation dont parle Aglietta (1987)), on retrouverait la difficulté, déjà signalée, de rendre crédible une monnaie n'ayant aucun rôle dans des transactions effectives et sans pouvoir libérateur. De plus il serait cocasse de commencer l'unification monétaire en Europe en créant une treizième monnaie, ce qui ne peut qu'accentuer les risques d'instabilité.

La concurrence des monnaies et la libéralisation des mouvements de capitaux

Dans la perspective de 1992 les pays européens se sont engagés à permettre progressivement la constitution d'un espace financier européen, où les agents pourraient librement répartir leur portefeuille dans les devises de leur choix et les institutions financières se concurrencer dans toute l'Europe (voir CEE (1988) et Le Cacheux (1988)). Quelles seront les conséquences de cette concurrence directe des monnaies ?

Les Français pourraient détenir librement des actifs en marks, en livres, en dollars, etc. Cette perspective pose de nombreux problèmes d'harmonisation fiscale et réglementaire. Elle a aussi des conséquences monétaires. Compte tenu de l'existence du SME, on peut penser que, si les dépôts en livres et en dollars font courir des risques de change importants du fait de la volatilité de leurs cours (voir encadré n° 2 pour le cas du dollar), ce n'est pas le cas des dépôts en marks, qui aujourd'hui paraissent ne pouvoir que s'apprécier par rapport au franc. Les autorités françaises seraient donc plus encore qu'actuellement placées devant un dilemme :

— maintenir en permanence un différentiel d'intérêt suffisant avec le mark pour compenser le risque de dépréciation du franc, ce qui renchérirait encore le coût du crédit en France ;

— accepter de voir une partie importante de l'épargne française investie en mark. Dans ce cas la France perdrait un montant équivalent de réserves de change, à moins que les entreprises françaises acceptent de s'endetter en mark donc de supporter le risque de change. Cette dernière éventualité n'est en fait envisageable que si les taux d'intérêt français sont suffisamment plus élevés que les taux allemands, ce qui ramène au renchérissement du crédit en France.

La libéralisation des mouvements de capitaux risque de se traduire par un renforcement de la soumission de la politique monétaire française à celle d'outre-Rhin. On comprend donc que ce soient les Français qui soient actuellement demandeurs d'un renforcement de la coordination des politiques monétaires des pays membres. En fait, dès le début de la construction européenne, des projets avaient prôné l'unification monétaire à partir d'accords institutionnels plutôt que par les marchés.

De la coordination des politiques nationales à une banque centrale européenne

Au niveau des instances communautaires deux grandes étapes ont marqué la construction de l'Europe monétaire : le rapport Werner et l'instauration du SME. Elles se situent, contrairement au cadre précédent, dans une optique institutionnelle. Le processus d'unification monétaire se fait par le renforcement de la coordination des politiques monétaires des Etats membres, la question d'une monnaie européenne n'étant que secondaire.

Les ambitions du rapport Werner

Ce rapport, dont la version finale a été adoptée par les autorités officielles de la Communauté à la fin de 1970, marque l'engagement de celle-ci dans le projet d'union monétaire. C'est la référence obligée, bien que ses dispositions ne se soient guère concrétisées.

Ainsi l'union monétaire aurait dû être effective en 1980 : « L'union économique et monétaire est un objectif réalisable dans le courant de la présente décennie, dès lors que la volonté politique des Etats membres de réaliser cet objectif, exprimée solennellement à la conférence de La Haye, est présente ». Des étapes menant à ce but pour le moins ambitieux et dont on ne peut aujourd'hui que constater qu'elles n'ont pas été accomplies, seule la première a été amorcée et a conduit à la création du FECOM.

Le rapport Werner considérait l'union économique et monétaire dans un cadre large. L'union monétaire était ainsi définie : « Une union monétaire implique à l'intérieur la convertibilité totale et irréversible de monnaies, l'élimination des marges de fluctuation des cours de change, la fixation irrévocable des rapports de parité et la libération totale des mouvements de capitaux. Elle peut s'accompagner du maintien de signes monétaires nationaux ou consacrer l'établissement d'une monnaie communautaire. Du point de vue technique, le choix entre ces deux solutions pourrait paraître indifférent, mais des considérations d'ordre psychologique et politique militent en faveur de l'adoption d'une monnaie unique qui affirmerait l'irréversibilité de l'entreprise. »

Pour y parvenir, le rapport proposait un resserrement progressif des marges de fluctuation des parités entre monnaies européennes, de façon à aboutir à la fixité totale des taux de change. L'application de ce plan requièrait à la fois un renforcement de la coordination et une harmonisation des politiques nationales, donc une volonté politique très affirmée. La création d'une banque centrale européenne était déjà envisagée. Cette banque aurait eu, à l'image du Federal Reserve System des Etats-Unis, une structure fédérale.

Il est important d'observer que ce rapport a été conçu en période de change fixe. Chaque pays devait obligatoirement préserver la valeur de sa monnaie par rapport au dollar, de sorte que la question de la coordination des politiques monétaires se posait en des termes autres qu'aujourd'hui.

Avec l'avènement des changes flexibles cette question a pris encore plus d'acuité, puisque la politique monétaire ne concernait plus seulement les taux d'intérêt, mais aussi le taux de change. Entre des nations aussi intégrées commercialement que les pays de la CEE les autorités ont cherché à définir un système de change qui évite les fluctuations incontrôlées et favorise l'intégration économique.

L'échec du Serpent, la réussite du SME

Les accords de Washington (décembre 1971) permettaient aux monnaies des pays signataires de fluctuer de plus à moins 2,25 % par rapport au dollar, ce qui présentait des risques de fluctuation doubles entre les monnaies européennes. C'est pourquoi, en mars 1972, les pays européens se sont engagés à ce que les fluctuations bilatérales restent dans une marge de plus ou moins 2,25 % : c'est le « serpent dans le tunnel ». Après mars 1973 les monnaies du Serpent flottent librement, mais solidairement, vis-à-vis du dollar. Cependant, la livre britannique a quitté le Système dès juin 1972, la lire italienne en 1973. Le franc français a essayé de participer au Système. Mais, en raison d'une inflation plus forte et d'un déficit commercial il a été contraint de quitter le Serpent en janvier 1974 ; il s'est alors déprécié fortement et a pu rentrer à un cours plus favorable (juillet 1975) ; mais dès mars 1976, il sortait de nouveau. Très vite le Système s'est restreint à une « zone mark », qui regroupait autour de la monnaie allemande celles du Benelux ainsi que les couronnes danoises, norvégiennes et suédoises.

Par contre le Système monétaire européen, entré en vigueur en 1979 sous l'impulsion de Valéry Giscard d'Estaing et d'Helmut Schmidt, a perduré. Le but de cet accord était de créer une zone de stabilité monétaire en Europe. Derrière cette ambition, deux objectifs : l'un, d'ordre interne, est de réduire les taux d'inflation dans les pays signataires de l'accord ; l'autre est d'amoindrir la variabilité des taux de change entre les monnaies appartenant au Système.

Le régime de change est celui des taux de change fixes, mais ajustables. Chaque monnaie a un cours pivot rattaché à l'ECU, les cours bilatéraux pouvant fluctuer à l'intérieur d'une marge de plus ou moins 2,25 %, sans que les autorités monétaires concernées aient à intervenir. Seule l'Italie bénéficie d'une marge de fluctuation élargie à 6 %. Des mécanismes automatiques de crédit à court terme, renforcés en septembre 1987 lors des accords de Nyborg, ont été mis en place afin d'aider les pays à défendre la parité de leur monnaie transitoirement menacée.

Les accords régissant le mécanisme de change du SME ont l'avantage et l'inconvénient d'être ambigus dans la mesure où les obligations

de chacun ne sont pas clairement définies. Si chaque pays doit maintenir la parité de sa monnaie, rien n'est dit dans l'accord sur le niveau des taux d'intérêt, de sorte que, si un pays pratique une politique monétaire plus restrictive que celle de ses partenaires, ceux-ci perdent des capitaux et sont contraints de s'aligner sur la politique la plus restrictive. C'est le biais déflationniste du Système.

A l'issue de dix ans d'existence on peut dresser un bilan du SME en fonction de ses objectifs initiaux (ceci est fait de façon plus détaillée par Gros et Thygesen (1988)). Les faits ont révélé une moindre variabilité des cours entre les monnaies des pays participant à l'accord, ainsi qu'un ralentissement des rythmes d'inflation nationaux. Mais dans quelle mesure la convergence des rythmes d'inflation est-elle imputable au fonctionnement du SME ? Il est plus délicat de répondre. Si pour certains le Système a un impact désinflationniste, on peut par ailleurs remarquer que des pays européens n'appartenant pas à la CEE, mais ayant lié leurs monnaies au mark, telles l'Autriche ou la Suisse, ont connu des taux d'inflation plus faibles et une croissance plus élevée que la plupart des pays du Système.

S'il apparaît que le SME, tel qu'il est aujourd'hui, est viable, il n'en est pas pour autant exempt de défauts, voire de contradictions. En premier lieu son fonctionnement a mis en évidence le caractère asymétrique des interventions des banques centrales, la charge de l'ajustement reposant sur celles dont les monnaies sont en position de faiblesse. Le mécanisme de change, initialement, faisait intervenir à la fois des taux de change bilatéraux et un indicateur de divergence calculé par rapport à l'ECU. Cet indicateur avait un caractère symétrique, en ce que la présomption de responsabilité, donc la charge de l'intervention, reposaient sur le pays dont la monnaie voyait son cours s'éloigner de la moyenne des autres monnaies, à la hausse comme à la baisse. A l'origine l'ECU et l'indicateur paraissaient être des éléments centraux du SME, tandis que par la suite leurs rôles ne se sont pas avérés essentiels au fonctionnement de l'accord de change. En fait l'indicateur n'a jamais été utilisé. Durant la première phase du SME il n'aurait d'ailleurs pas pu jouer du fait de l'inclusion de la livre dans l'ECU et des fortes fluctuations de celle-ci, qui enlevaient toute significativité à l'indicateur. En outre, et surtout, la construction théorique que constituait l'indicateur n'a pas tenu devant les rapports de force sur lesquels la Bundesbank s'est appuyée.

En 1979 deux cas de figure étaient envisageables : la mise en place du Système aurait pu conduire soit à transmettre de l'inflation en RFA, soit à diffuser la politique allemande dans les autres pays. La réalité relève du second cas de figure.

Pourquoi donc le SME a-t-il réussi, tandis que le Serpent avait échoué ? Cela ne tient pas à des particularités techniques : le succès du SME est avant tout dû à l'acceptation de politiques plus restrictives par la France et l'Italie. Dans ces deux pays l'acceptation des contraintes du SME est indissociable d'un choix fondamental de politique économique, choix qui, du fait même de l'appartenance au SME, a été rendu beaucoup plus nécessaire : la France et l'Italie ont choisi de renoncer à une certaine stratégie de croissance basée sur une forte

inflation, une restauration de la compétitivité par des dévaluations, un maintien de taux d'intérêt réels relativement bas grâce au contrôle des changes et à un système financier administré, pour adopter une stratégie vertueuse, copiée sur l'Allemagne, mettant l'accent avant tout sur la restauration des grands équilibres : désinflation, assainissement des finances publiques et équilibre extérieur. En Italie c'est spécifiquement la Banque d'Italie, qui s'est appuyée sur le SME pour promouvoir cette politique (voir CEE (1988)). En France cette stratégie aurait pu être mise en cause en 1981-1982. Le fait est que les partisans de la rigueur appuyés sur le SME l'ont emporté. Le SME est donc pour la France un élément de crédibilité d'une politique de franc fort et de renforcement d'une politique de rigueur. Dans cette optique l'asymétrie du Système, c'est-à-dire le poids prépondérant de la RFA, n'est pas un défaut, mais une nécessité.

Le fonctionnement actuel du SME se trouve mis en cause par la perspective de la libéralisation des mouvements de capitaux. En effet certains pays, en particulier la France et l'Italie, ont jusqu'ici eu recours à des mesures de contrôle de mouvements de capitaux, ce qui leur a permis d'atténuer des pressions spéculatives s'exerçant contre leur monnaie. Du fait de la levée de ces mesures, l'interdépendance des politiques monétaires pèsera plus lourdement sur eux.

Les perspectives d'évolution

Nous voici donc devant une construction qui est un demi-succès et un demi-échec : le SME a tenu, l'inflation a bien été réduite, mais la croissance n'a guère été stimulée ; le système est asymétrique et les taux d'intérêt restent élevés en France. De sorte que le problème demeure : le SME peut-il rester tel qu'il est ? faut-il le quitter ? ou peut-on aller plus loin dans la voie de la construction européenne et selon quelles modalités ? L'ambiguïté qui a fait le succès du Système continue à peser sur son fonctionnement : il n'y a pas de règles précises sur les réajustements de parité. Or les gouvernements français (et italiens) utilisent le SME comme arme anti-inflationniste. En conséquence le franc a tendance à se réévaluer en termes réels, ce qui freine bien l'inflation, mais induit des pertes de compétitivité. En même temps, comme la politique de franc fort n'est pas parfaitement crédible et que la crainte d'un décrochement franc/mark subsiste, le taux d'intérêt sur les actifs en francs doit être plus élevé que le taux allemand, de façon à compenser ce risque. L'économie française doit donc vivre avec ces deux handicaps. Pour faire baisser le taux d'intérêt, ce qui est l'objectif affiché de la politique monétaire, il faudrait avant tout réussir à convaincre les agents privés du refus absolu des autorités de dévaluer. Aussi des esprits malicieux pourraient penser que l'insistance que peut mettre le gouvernement français à soutenir le projet de monnaie commune, vise avant tout à montrer son attachement à un franc fort. Mais l'écart actuel des taux d'intérêt réels entre la France et la RFA (de l'ordre de 3,5 %) montre bien que cet objectif n'a pas été atteint.

La France doit donc choisir entre deux voies : celle de l'unification monétaire et celle du changement de politique de change. Il est nécessaire de les examiner toutes les deux.

A priori, deux méthodes sont envisageables pour aller vers l'union monétaire : la méthode douce, qui passe par un renforcement progressif de la coopération monétaire et la méthode brutale, qui consiste en une union soudaine.

L'unification « à petits pas »

Une des propositions les plus précises émane de Gros et Thygesen (1988). Pour eux l'union monétaire doit être réalisée. Elle est faisable dans le cadre actuel des institutions communautaires, les marchés des biens, des services et des capitaux devant être suffisamment intégrés dans la perspective de 1993. Elle est souhaitable au vu des risques d'éclatement du SME. A l'instar du rapport Werner, c'est aux institutions qu'incombe la charge de réaliser le processus d'unification. Que le système envisagé ait un caractère asymétrique, dans le sens où il serait placé sous la domination allemande leur apparaît positif. L'ancrage à la RFA apporte les garanties nécessaires de stabilité des prix et d'indépendance des banques centrales. Ils souhaitent l'instauration d'une monnaie aussi performante, en terme de stabilité de pouvoir d'achat, que le mark actuellement.

Les auteurs s'attachent à montrer que la mise en place d'une institution monétaire européenne est possible d'un point de vue organisationnel. Leur propos s'appuie sur l'histoire monétaire des Etats-Unis et sur le fonctionnement actuel du Federal Reserve System, modèle à partir duquel le système européen de banques centrales est envisagé. Dans ce contexte, les tâches administratives assurées par les banques centrales nationales existantes seraient distinguées des décisions de politique monétaire prises à un niveau centralisé.

A la tête du système serait placé un comité de sept membres, proposé par la Commission et le Parlement européen, confirmé par le Conseil des ministres de l'Economie et des finances. Ce comité serait nommé pour une période de huit à dix ans, soit une durée supérieure aux mandats des organes politiques européens, dans le but de garantir son indépendance. L'organe doté des pouvoirs les plus importants serait le Comité de politique monétaire européen (CPME), analogue au Federal Open-Market Committee américain. Composé des membres du Comité des Sept et de gouverneurs des banques centrales, appelés à voter par rotations, il déciderait des orientations de politique monétaire. La plus grande banque (*major bank*, dans le texte) devrait assurer une grande part de la réalisation des décisions du CPME sur les marchés des changes et des titres. Le comité pourrait être basé à Frankfurt, Paris ou Londres, selon le rapport de force.

La réalisation serait progressive. Durant une période transitoire des monnaies différentes coexisteraient. Le Comité aurait alors trois fonctions : définir une politique monétaire commune, assurer la gestion des taux de change entre les diverses monnaies et conduire la politique monétaire extérieure, c'est-à-dire les relations avec le dollar et le yen.

Cette approche soulève au moins deux problèmes quant à la réalisation des transitions. Tout d'abord, comment être assuré que les avan-

cées seront effectives ? L'expérience passée incite à un certain scepticisme sur ce point. Le temps est à la fois un allié, dans la mesure où il permet de moduler les décisions, et un frein au sens où il est alors tentant de remettre à plus tard l'application de mesures douloureuses. Ensuite, qui participerait ? Est-il possible qu'à l'origine, certains pays seulement, sous-entendu la RFA et ceux qui seraient prêts à se joindre à elle, s'engagent dans le processus, et que la participation des autres pays soit reportée à une période plus opportune ? C'est ce que suggèrent Gros et Thygesen. Concrètement cela signifierait que les pays prêts à suivre la discipline allemande dès à présent s'engageraient sur le chemin de l'union monétaire, tandis que les autres disposeraient de temps pour y adhérer. Même si tous les pays actuellement dans le SME s'engageaient dans le processus, subsisterait le problème de la livre sterling et des nouveaux membres de la CEE. L'Europe monétaire resterait géographiquement limitée.

Dans la plupart des projets la période transitoire est assez floue, car elle pose de nombreux et redoutables problèmes. Tout d'abord, les gouvernements ne seraient plus maîtres des taux d'intérêt et surtout du taux de change. Or ces éléments sont centraux pour toute politique économique : imaginons un pays qui a eu des pertes importantes de compétitivité, dues, par exemple, à une poussée salariale. C'est un arbitrage crucial de décider, ou de dévaluer pour regagner ces pertes d'un coup au risque de raviver son inflation, ou de chercher à maintenir son change pour freiner son inflation. On voit mal comment ce choix pourrait être imposé par un groupe de technocrates de Bruxelles ou de Francfort. Certes, actuellement, la marge de manœuvre des gouvernements est limitée par l'accord de change du SME, mais des possibilités de dévaluation subsistent même si elles sont soumises à des négociations au niveau européen.

Pendant cette phase transitoire, les monnaies restant différentes, il n'y aurait pas d'interpénétration des marchés monétaires et des marchés du crédit : une banque ou une entreprise allemande ne pourrait pas prêter à un homologue français sans que l'une des parties ne subisse un risque de change. Le système ne favoriserait donc pas la circulation des excédents des uns pour financer les besoins des autres. Imaginons maintenant qu'un pays subisse des fuites de capitaux ou un déficit commercial. Pour que le système fonctionne, il doit permettre de financer les déficits transitoires tout en n'assurant pas un financement automatique des déficits extérieurs ; il faudrait donc que la banque centrale du pays concerné puisse refuser de financer un déficit public ou qu'elle puisse augmenter ses taux.

On aurait ainsi un exemple unique de banque centrale gérant plusieurs monnaies, assorties de taux d'intérêt différents, et laissant ouverte la possibilité de modifications des taux de change intra-européens, ce qui serait susceptible d'induire des effets d'annonce. Si, par exemple, cette banque fixait à 3 % le taux sur le mark et à 7 % celui sur le franc, comment les agents ne comprendraient-ils pas que son intention est de dévaluer le franc de 4 % dans l'année ?

Cette phase transitoire risque d'être longue et pénible puisqu'il est nécessaire que le projet d'unification atteigne une grande crédibilité et

ait un fort retentissement pour pouvoir influencer les comportements de fixation des salaires. S'il s'agit simplement d'un accord mettant sur pied un comité de coordination, le retentissement sera faible et la politique décidée ne sera pas définie avec précision. Si la possibilité de dévaluation périodique reste inscrite, les spéculateurs comme les travailleurs n'auront pas de raison de modifier leurs attitudes. Le degré de liberté que laissera le processus d'unification aura donc un coût élevé.

L'unification brutale

Pour éviter que ce processus ne soit bloqué, l'alternative consiste à appliquer une méthode brutale, qui mène sans transition à l'union monétaire. C'est le seul moyen d'éviter tous les obstacles posés par les phases transitoires. Les gouvernements européens se mettent d'accord pour que l'union monétaire soit immédiatement réalisée en Europe : toutes les monnaies existantes sont remplacées par une seule à des parités définies par l'accord. Cela pourrait être la dernière occasion d'en modifier certaines : la France pourrait ainsi éventuellement demander une forte dévaluation en s'engageant à instaurer un blocage des salaires au départ, de manière à restaurer un rapport entre les prix nationaux et les prix de nos importations plus compatible avec nos besoins de niveau d'emploi.

Certes les agents endettés à long terme en franc, ou en une autre monnaie faible, seraient victimes de l'opération dans la mesure où ils devraient rembourser leurs dettes à un taux nominal élevé, en une monnaie devenue forte. Mais ceci ne diffère guère, dans le principe, du cas des emprunteurs qui, s'étant endettés à un fort taux nominal au début des années quatre-vingt anticipant une poursuite de l'inflation, subissent actuellement des taux d'intérêt réels extrêmement élevés. Eventuellement, le droit à la conversion des dettes pourrait être institué par une loi.

Un tel schéma d'intégration soulève cependant des difficultés, autres que purement techniques. Cette monnaie, écu, europa ou monnet, devrait être gérée par une banque centrale européenne. Au vu des rapports de force actuels, seule une institution donnant les mêmes garanties que la Bundesbank aurait des chances de prendre forme.

Un gouvernement a-t-il le droit de s'engager ainsi dans une politique irréversible sur un point aussi important sans consulter le peuple ? A vrai dire, le problème se pose dans des termes identiques, même si cela est moins apparent, dans le cas de la méthode douce. Peut-on s'engager sans débats démocratiques préalables dans une voie qui demande des sacrifices à court terme, sacrifices qui n'ont de sens que si on aboutit effectivement à l'union, union dont il s'agit de bien mesurer les conséquences ? Certes en France la Constitution de 1958 attribue au domaine législatif le soin de définir le régime monétaire, mais son article 11 permet de soumettre à référendum la ratification des traités internationaux. Ne conviendrait-il pas alors, vu l'importance de l'enjeu, de consulter les Français sur l'approbation du traité qui instituerait une banque centrale européenne et une monnaie commune ?

Les conséquences de l'union monétaire

Imaginons que les gouvernements soient prêts à abandonner une partie importante de leurs prérogatives actuelles sur la monnaie en faveur d'un organisme monétaire européen. Reste à savoir si cet abandon est envisageable et souhaitable.

Quatre points doivent être examinés, que l'on préconise la méthode douce ou brutale. Faut-il accepter une banque centrale indépendante ? Peut-on imaginer des pays à monnaie commune sans règles salariales communes ? Que deviendra la politique budgétaire ? Les fonds circuleront-ils plus facilement et le système permettra-t-il à la France un endettement plus facile et à moindre coût ?

De l'autonomie de la banque centrale

Aujourd'hui, même par la méthode douce, tout progrès de la construction européenne requiert au préalable, du fait des exigences allemandes, la séparation de la monnaie et de la politique économique. La question fondamentale dans ce domaine est celle de l'autonomie de la politique monétaire.

Il est des pays où les banques centrales jouissent d'un certain degré d'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique. C'est le cas aux Etats-Unis, en RFA, aux Pays-Bas et en Suisse (voir Banaian, Laney et Willet (1983), Burdekin (1987) et Eizenga (1987)). Certes les responsables sont en partie nommés par des instances politiques, ce qui atténue *a priori* la notion d'indépendance. Cependant, afin de limiter les portées de ce biais, ces responsables sont nommés pour une durée supérieure à celle des mandats politiques (quatorze ans par exemple pour les membres du *Board* du Federal Reserve System) et ne peuvent être démis. La loi peut assigner une mission plus ou moins précise à la banque centrale, comme il est fait pour la Deutsche Bundesbank. L'Institut d'émission néerlandais, quoique la loi laisse au gouvernement une certaine influence, bénéficie en pratique d'une grande liberté vis-à-vis du pouvoir politique.

Cela n'implique pas toujours que la répartition des tâches soit définie en termes clairs. Ainsi, dans le cas allemand, la banque centrale est « gardienne » de la valeur de la monnaie, mais c'est le gouvernement qui négocie les réajustements de parité au sein du SME. Toutefois, dans les faits, l'opinion de la Bundesbank prévaut.

Discuter de la nécessité de l'indépendance de la banque centrale implique de prendre position sur la place de la politique monétaire dans la politique économique. C'est un sujet délicat, aussi bien sur le plan

théorique qu'historique. Donnons d'abord les arguments contre cette autonomie : la politique économique forme un tout et on arrive plus facilement à une situation optimale en gérant de concert l'ensemble des instruments. Une gestion de la monnaie par des banquiers, non soumis au verdict des urnes, susceptibles de ne pas avoir une vue globale de la stratégie macroéconomique, risque de conduire à des aventures malheureuses, telles que le contrôle d'un agrégat de monnaie sans signification économique. En cas de changement de cap de la politique économique, que se passe-t-il si les gérants de la monnaie désapprouvent la nouvelle politique mise en œuvre et cherchent à lutter contre elle ? La coexistence d'une politique monétaire visant à lutter contre l'inflation, donc maintenant des taux d'intérêt élevés ainsi qu'un change fort, et d'une politique budgétaire visant à éviter un chômage trop important risque d'aboutir à une situation à l'américaine de déficit extérieur et de pertes de compétitivité. Il existe des cas (par exemple, après une hausse excessive des salaires) où un réajustement des prix relatifs est nécessaire, réajustement qu'il est plus simple de faire par une politique centralisée, la politique de change, que par une action décentralisée sur les négociations salariales.

Les arguments favorables sont d'abord les exemples allemand et suisse, qui sont des succès quant à la stabilité des prix. Sur le plan théorique les partisans de l'indépendance pensent que les Pouvoirs publics auraient généralement tendance à faire une politique monétaire trop expansionniste, ce qui ne peut être bénéfique qu'à court terme. Une fois que les agents de l'économie, salariés et spéculateurs, ont intégré cette politique dans leur comportement, celle-ci ne fait plus que générer de l'inflation et des taux d'intérêt élevés. Par contre, si travailleurs et spéculateurs sont sûrs que la politique monétaire restera rigoureuse, ils en tiennent compte et les taux d'intérêt peuvent baisser comme les salaires n'augmenter que raisonnablement. Dans ce cadre d'analyse une politique budgétaire bien menée peut remplir toutes les tâches de régulation économique et on pourrait donner comme seule finalité à la politique monétaire de préserver le pouvoir d'achat de la monnaie (voir Cohen (1986)). Pour qu'une politique monétaire rigoureuse soit crédible, le plus simple est de lier les bras au pouvoir politique.

Sur les moyens, cette école se partage. Certains préconisent de confier la gestion de la monnaie à des sages avec la mission précise et irrévocable d'en protéger la valeur. D'autres, tels Friedman (1962), ne faisant pas confiance à des sages pour réagir de façon avisée et craignant que ceux-ci n'abusent de leur pouvoir, vont jusqu'à proposer d'inscrire le taux de croissance de la masse monétaire (et donc sa définition) dans la Constitution.

En tout état de cause, le gain de crédibilité d'une politique monétaire rigoureuse et du maintien d'une monnaie forte, que procurerait aujourd'hui à la France le fait que la politique monétaire se décide bientôt rue de Valois et non rue de Rivoli et demain à Wilhelm-Epstein-Strasse au sein d'un Comité européen, doit être pesé soigneusement par rapport aux coûts économiques et sociaux qui résulteraient d'un trop grand poids donné aux préoccupations de stabilité monétaire dans notre politique économique.

Salaires et monnaie

Un deuxième obstacle à la réalisation de l'union monétaire a trait aux différences de comportements salariaux entre les pays européens. Imaginons que survienne un nouveau choc pétrolier, qu'en France les salaires augmentent fortement, alors qu'en RFA les règles de cogestion fassent que les salaires supportent le poids du choc. La France perd de sa compétitivité et l'arme de la dévaluation n'est plus utilisable. Il est donc nécessaire de passer par le mécanisme long et douloureux de l'austérité en France pour faire pression sur les salaires.

Certains refusent ce raisonnement : ils pensent qu'une politique monétaire commune et rigoureuse provoquera vite l'alignement des règles salariales. Ils estiment que la pratique des dévaluations compétitives est de toute façon inutile en raison des mécanismes d'indexation salariale. Une politique monétaire commune obligera la politique économique à beaucoup plus de rigueur : il ne sera plus possible d'augmenter les charges des entreprises sans discernement, en comptant sur la dévaluation pour restaurer la compétitivité. De plus ils estiment que la politique de dévaluation a un coût permanent, le coût de la « triste réputation » (Jeanneney (1988)), c'est-à-dire la surprime qu'il faut payer par la suite en terme de taux d'intérêt pour compenser le risque, aux yeux des spéculateurs, de détenir une monnaie susceptible d'être dépréciée. Comme le dit Pöhl : « Les spéculateurs ont une mémoire d'éléphant et sont peureux et agiles comme des lièvres ».

Si la libéralisation des mouvements de capitaux a fortement limité la capacité de la politique monétaire à influencer le taux d'intérêt réel, la politique monétaire peut encore jusqu'à présent modifier, du moins à court terme, le taux de change réel. C'est cette liberté que la monnaie unique ferait perdre. Mais nous n'en sommes pas encore en Europe à un stade d'uniformisation suffisante des pratiques salariales pour garantir qu'il soit possible de maintenir des taux de change réels satisfaisants à moyen terme, par le seul jeu des marchés et des négociations salariales sans recourir de temps en temps à des dévaluations.

Des politiques budgétaires

Une fois atteinte l'union monétaire, qu'advient-il des politiques budgétaires ? Le nouveau système imposera au gouvernement de se financer uniquement par titres et non plus par émission monétaire de la banque centrale. Ceci n'a guère l'importance que certains économistes lui accordent, car subsisteront les possibilités de prêts des organismes financiers publics, telle la Caisse des dépôts et consignations, par exemple.

Pour les uns l'union monétaire, en obligeant chaque pays à s'aligner sur le modèle allemand, favorisera la rigueur de la politique économique. Pour les autres, au contraire, l'union monétaire est l'occasion d'envisager des politiques de relance. Le système assurerait une circu-

lation parfaite des fonds en Europe et donc un allègement, grâce aux excédents allemands, de la contrainte extérieure pesant actuellement sur la France. Pour de nombreux commentateurs, l'avantage principal du système est que cela entraînera un recyclage automatique des excédents allemands au profit de la France : « L'Allemagne prêtera » (comme l'écrit plaisamment Serge Federbusch, *Le Monde* du 7 juin 1988). Actuellement l'Allemagne n'est pratiquement pas exportatrice de capitaux à long terme (tableau 3), que ce soit vis-à-vis de la CEE ou de l'ensemble du monde.

3. Balance des paiements de la RFA Moyennes annuelles sur 1984-1987

En milliards de DM

	Avec le reste du monde Solde	Avec le reste de la CEE Solde
Balance courante	+ 60,5	+ 14,8
Capitaux à long terme		
Investissement direct	- 13,6	- 3,5
Investissement de portefeuille	+ 17,3	+ 8,1
Crédit	- 6,7	- 1,2
Autres	- 2,9	- 0,8
Solde des mouvements de capitaux à long terme	- 5,9	+ 2,6
Capitaux à court terme		
Banques	- 23,2	- 17,7
Secteurs privé non financier	- 23,8	- 17,2
Pouvoirs publics	- 1,3	- 1,4
Solde des mouvements de capitaux à court terme	- 48,3	- 36,2
Erreurs et omissions	5,2	Non déterminable
Position nette de la Bundesbank	- 11,5	par région

Source : Deutsche Bundesbank.

Certains des partisans de l'unification européenne estiment que celle-ci permettra des politiques économiques plus expansionnistes. Les autorités prenant conscience de la force que représente l'Europe et de sa faible propension à importer globalement, n'hésiteront pas à s'engager dans une politique de lutte contre le chômage. Ceci serait favorisé par l'unification monétaire, dans la mesure où seul apparaîtrait au niveau monétaire le solde courant positif de l'Europe dans son ensemble (tableau 4). Il s'agit en quelque sorte de financer, par les excédents allemands, une relance européenne concertée. Mais n'est-il pas utopique, après être passé sous les fourches caudines de la RFA en matière

4. Solde de la balance des opérations courantes des pays de la CEE

En milliards de dollars

	1985	1986	1987
Allemagne	16,2	37,9	44,3
Belgique-Luxembourg	0,7	2,9	2,5
Danemark	- 2,7	- 4,3	- 2,9
Espagne	2,7	4,1	0,1
France	- 0,4	2,9	- 4,5
Grèce	- 3,3	- 1,7	- 1,3
Irlande	- 0,7	- 0,7	0,4
Italie	- 3,6	2,8	- 0,7
Pays-Bas	5,3	4,6	3,2
Portugal	0,4	1,1	0,7
Royaume-Uni	4,2	0,1	- 2,7
Total	19,5	49,7	39,1

Source : OCDE.

monétaire, d'espérer que nous serions mieux placés pour influencer sa politique budgétaire ?

En fait, certains commentateurs pensent même que l'unification monétaire permettrait de faire l'économie de la concertation des politiques budgétaires : un pays isolé pourrait faire une relance tout seul, même s'il n'a pas réussi à convaincre ses partenaires de faire une relance commune. En effet un pays pourrait avoir un fort déficit public, qu'il ferait financer par les autres ; non pas directement certes, puisque la banque centrale européenne ne financerait pas les Etats, mais sur les marchés. En épongeant les marchés obligataires de son pays pour financer son déficit public, un pays pourrait amener ses entreprises à s'endetter auprès de ses banques commerciales, celles-ci à se refinancer auprès de la banque centrale nationale et la banque centrale nationale à se refinancer auprès de la banque centrale européenne ; il pourrait ainsi attirer une certaine partie de l'épargne européenne. Dans une union monétaire parfaite les soldes des balances commerciales des différents Etats membres n'ont pas de conséquences monétaires. La France pourrait alors faire financer, sans tensions de change ou d'intérêt, un déficit commercial par les Allemands. Voilà ce qui explique l'attrait du système pour certains.

On voit donc que tout dépend de la constitution de la banque centrale européenne. Soit aucune distinction n'est faite selon la résidence des banques qui accordent des crédits, reçoivent des dépôts et sollicitent du refinancement. Dans ce cas la coexistence de ce système et de l'autonomie des politiques budgétaires renforcent effectivement les possibilités de chaque pays de mener une politique budgétaire autonome. Mais les Allemands seront-ils dupes ? Ne demanderont-ils pas des garanties en matière de déficits budgétaires ? Soit les refinan-

cements restent individualisés par pays et en ce cas la banque centrale peut empêcher un pays de trop avoir recours au refinancement ou du moins lui demander de réviser sa politique. Vu les conceptions économiques qui risquent de prévaloir à la direction de la banque centrale, cela ne peut que renforcer l'orthodoxie des politiques budgétaires. Un des attraits de l'union disparaît alors.

L'instauration d'une politique monétaire commune renforcera l'interdépendance des politiques budgétaires et la nécessité de la coordination. Selon les institutions qui seront mises en place, cela pourra permettre des relances isolées ou au contraire renforcer les disciplines budgétaires. Le fait est que la plupart des projets sont très peu précis sur ce point quand ils ne sont pas muets.

De la relance par les taux

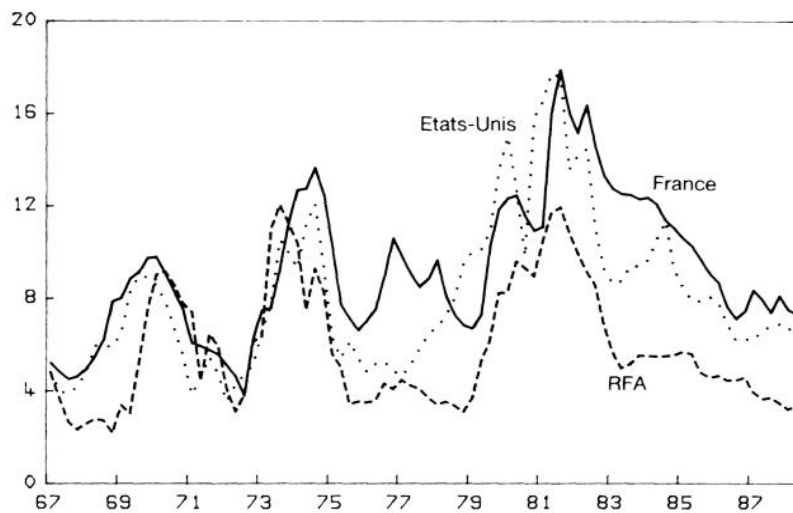
Mais ne peut-on imaginer qu'une meilleure circulation des capitaux entraîne automatiquement une relance en France ?

Ce mécanisme ne jouerait pas grâce à une plus grande disponibilité des fonds en France. En effet ce n'est pas une contrainte financière qui limite actuellement notre endettement : les administrations françaises ne restreignent pas leur déficit par manque de prêteurs, mais pour ne pas aggraver la dette publique. Il en va de même pour les entreprises, qui ne subissent pas globalement de contrainte ni sur le marché intérieur ni sur les marchés extérieurs. La France, dans son ensemble, ne s'est jamais heurtée au refus des prêteurs sur les marchés internationaux ; l'endettement extérieur net de la France est aujourd'hui pratiquement négligeable contre 15 % du PIB pour les USA.

Par contre, certains (Jeanneney (1988)) mettent leur espoir dans une meilleure allocation des financements à l'échelle européenne et dans l'impact d'une baisse des taux d'intérêt. Cette baisse proviendrait de deux mécanismes : les taux d'intérêt internationaux sont actuellement gonflés par l'incertitude qui s'attache aux taux de change. Par exemple, lorsqu'un résident allemand prête à un résident français sur les marchés obligataires ou en passant par un intermédiaire financier, soit le prêt a lieu en franc et le résident allemand réclame un taux élevé pour compenser le risque de dévaluation du franc, soit le prêt ne peut avoir lieu qu'en mark et le résident français répugne à s'endetter en raison du risque d'appréciation de cette monnaie. La monnaie unique éviterait cette barrière aux transferts internationaux de capitaux.

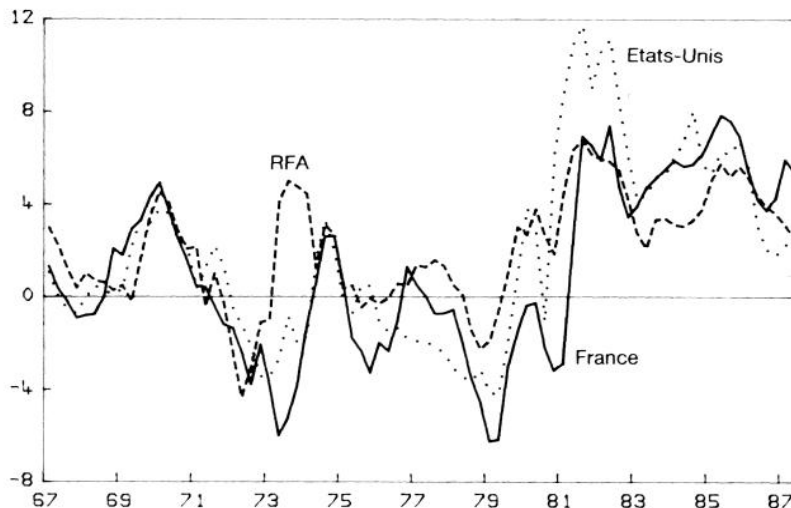
De plus, conjoncturellement, l'union monétaire permettrait des taux plus bas en France puisque ceux-ci, en raison des anticipations de dévaluation, sont actuellement supérieurs aux taux allemands. Le gain serait de l'ordre de 3 points (graphique 2). Par contre, sur longue période, la France avait traditionnellement un taux d'intérêt réel plus bas que la RFA (graphique 3). Cet avantage, qui a disparu depuis 1981, serait définitivement perdu.

Par ailleurs l'évolution des taux d'intérêt ne manquera pas d'être influencée par la création d'un vaste marché financier européen : d'une



2. Evolution des taux d'intérêt nominaux

Source : FMI.



3. Evolution des taux d'intérêt réels ex-post

Sources : FMI, calculs OFCE.

part la concurrence accrue entre les intermédiaires devrait conduire à une réduction du coût de l'intermédiation financière. Dans le cas de la France cet effet sera particulièrement fort, car la concurrence obligera à supprimer la réglementation archaïque qui pèse sur les banques (telles qu'interdiction de la rémunération des dépôts à vue et de la tarification des chèques, réglementation de la rémunération des placements à terme). Par contre, en favorisant la concurrence entre les institutions financières pour attirer les déposants, elle risque de renchérir encore le coût du crédit.

Existe-t-il une politique de change alternative ?

La perspective d'une monnaie commune européenne, avec toutes ses implications quant à la perte d'autonomie des politiques économiques nationales, s'explique avant tout par l'impuissance que ressentent les gouvernements à infléchir l'évolution économique par une politique active. Après l'échec coûteux de diverses politiques de relance, les gouvernements sont avant tout préoccupés d'éviter les dérapages de l'inflation, du déficit extérieur et de la dépréciation de la parité. La forte incertitude qui, dans un monde de changes flottants, pèse sur les conséquences des mesures de politique économique, n'incite pas à mener des politiques énergiques. Aussi l'ambiance qui accompagne la construction monétaire européenne, consiste plus à se prémunir d'un éventuel retour de l'inflation et de l'instabilité des changes que de chercher à résoudre les problèmes délicats que pose la coexistence de nations dont les besoins en matière de croissance et d'emploi diffèrent.

A contrario, un projet acceptable pour la France et les nations du sud de l'Europe, devrait garantir les possibilités d'une politique active de croissance, c'est-à-dire en particulier la liberté de choisir à certains moments des dévaluations compétitives suffisamment fortes, seul moyen qui reste à un pays de concilier croissance et équilibre extérieur. Ceci n'est certes pas une solution de facilité, puisque ce type de dévaluation ne fonctionne qu'accompagné d'un certain blocage des salaires. Le maintien de cette possibilité nécessite en outre, nous l'avons dit, des taux d'intérêt plus élevés donc, d'une façon ou d'une autre, une politique de subvention à l'investissement.

Aussi est-il permis de suggérer que la France au lieu de s'engager sous la bannière allemande de rigueur monétaire, ou sous celle de l'ouverture financière que prône Bruxelles, recherche plus activement des alliés pour une politique monétaire de croissance.

Actuellement c'est dans l'ambiguïté que progressent les projets d'unification européenne. Si certains y voient les chances d'ouvrir des possibilités de relance en Europe, n'oublient-ils pas que la France est en la matière demandeur et que tout projet, s'il veut aboutir, doit avoir l'aval de l'Allemagne ? Plus cohérente, mais guère adaptée aux problèmes actuels de la France, nous semble la position de ceux qui veulent saisir l'occasion pour enfermer la politique économique de la France dans un carcan.

Références bibliographiques

- AGLIETTA M., ed. (1986) : *L'Ecu et la vieille dame*, Economica, Paris.
- AGLIETTA M. (1987) : « Des principes keynésiens pour un pôle monétaire européen », in Zerbato M. ed., *Keynésianisme et sortie de crise*, Dunod, Paris.
- AGLIETTA M. (1988) : « Régimes monétaires, monnaie supranationale, monnaie commune », miméo, CEPII, Paris.
- ALLEN P.R. (1987) : « *The ECU and Monetary Management in Europe* », miméo, prepared for the ECU Conference-University of Leuven, Belgium, june 12-13.
- BANAIAK K., LANEY L.O. et WILLET T.D. (1983) : « Central Bank Independence : an International Comparison », *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, march.
- BASEVI G., FRATIANNI M., GIERSCH H., KORTEWEG P., O'MAHONY O., PARKIN M., PEETERS T., SALIN P. et THYGESEN N. (1975) : « The All Saints' Day Manifesto for European Monetary Union », *The Economist*, november 1.
- BOISSIEU de C. (1987) : « L'Ecu et la libéralisation financière en Europe », *Revue d'économie politique*, juillet-août.
- BURDEKIN R. (1987) : « Swiss Monetary Policy : Central Bank Independence and Stabilization Goals », *Kredit und Kapital*, vol. 20.
- COHEN D. (1986) : « Imaginer la monnaie unique », in *L'écu et la vieille dame*, CEPII, Economica, Paris.
- COHEN D., MELITZ J. et OUDIZ G. (1988) : « Le système monétaire européen et l'asymétrie franc-mark », *Revue économique*, mai.
- Commission des communautés européennes (1988) : « La création d'un espace financier européen », *Economie européenne*, n° 36.
- DREZE J.H. et WYPLOSZ C. (1988) : « Une stratégie de croissance ambidextre pour l'Europe : l'autonomie par la coopération », *Revue économique*, mai.
- EIZENGA W. (1987) : « The Independence of the Deutsche Bundesbank and the Nederlandsche Bank with Regard to Monetary Policy : a Comparative Study », *SUERF Papers on Monetary Policy and Financial Systems*, n° 2.
- FRATIANNI M. et PEETERS T., ed., (1979) : « *One Money for Europe* », Praeger Publishers, New-York.
- FRIEDMAN M. (1962) : « Should there be an Independent Monetary Authority ? », in L.B., ed., « *In Search of a Monetary Constitution* », YEAGER Harvard University Press, Cambridge.
- GIAVAZZI F. et GIOVANNINI A. (1988) : « Modèles du SME : l'Europe n'est-elle qu'une zone deutsche mark ? », *Revue économique*, mai.
- GIAVAZZI F. et PAGANO M. (1988) : « The Advantage of tying one's Hands — EMS Discipline and Central Bank Credibility », *European Economic Review*, vol. 32, n° 5, june.
- GROS D. et THYGESEN N. (1988) : « *The EMS : Achievements, Current Issues and Directions for the Future* », CEPS.

- GROS D. et THYGESEN N. (1988) : « Le SME : performances et perspectives », *Observations et diagnostics économiques*, juillet.
- JEANNENEY J.-M. (1988) : « Les effets d'une monnaie européenne », *Lettre de l'OFCE*, n° 53, mars.
- LE CACHEUX J. (1988) : « Finances et monnaies européennes : la révolution de 1989 », *Lettre de l'OFCE*, n° 57, septembre.
- LE CACHEUX J. et LECOINTE F. (1987) : « Les contradictions du Système monétaire européen », *Lettre de l'OFCE*, n° 50, décembre.
- MAGNIFICO G. (1974) : *L'Europe par la monnaie, une nouvelle approche*, Lavauzelle, Paris.
- OPTICA Report 1975 (1975) : « *Towards Economic Equilibrium and Monetary Unification in Europe* », Commission of European Communities, Bruxelles.
- OPTICA Report 1976 (1976) : « *Inflation and Exchange Rates* », Commission of European Communities, Bruxelles.
- PADOA-SCHIOPPA T. (1984) : *Europe, monnaie et politique économique*, Commission des Communautés européennes, Bruxelles.
- SALIN P., ed., (1974) : *L'unification monétaire européenne*, Calmann-Levy, Paris.
- SALIN P. (1980) : *L'unité monétaire européenne : au profit de qui ?*, Economica, Paris.
- SCHMITT B. (1977) : *La monnaie européenne*, PUF, Paris.
- VISSOL Th., ed., (1987) : « Du dollar à l'ECU », *Reflets et perspectives de la vie économique*, juin.