

# Vers l'union monétaire européenne : pourquoi et comment ? \*

**Daniel Gros,**

*Senior Research Fellow au CEPS (Bruxelles)  
et Conseiller économique à la DGII de la Commission des CE (Bruxelles)*

**Niels Thygesen,**

*Senior Research Fellow au CEPS (Bruxelles)  
et Professeur à l'Université de Copenhague*

*Le titre de cet article fait référence aux deux questions fondamentales concernant l'union monétaire de la Communauté européenne : pourquoi et comment ?*

*Notre analyse suggère que la fixation irrévocable des taux de change comporte des coûts et des bénéfices. Le principal coût est le renoncement au maniement des taux de change comme instrument d'ajustement, tandis que les bénéfices essentiels sont une crédibilité renforcée de la politique monétaire et l'élimination de l'impact des chocs purement financiers sur les taux de change. Il est difficile d'établir un bilan précis des bénéfices et des coûts, mais il est manifeste que les coûts devraient se réduire et les bénéfices augmenter à mesure que progresse l'intégration des économies de la Communauté.*

*L'introduction d'une monnaie commune procurerait des bénéfices additionnels, sans occasionner le moindre coût supplémentaire ; elle augmenterait le bénéfice net que l'on est en droit d'attendre de l'union monétaire.*

*Au-delà de la première étape, des mesures institutionnelles seront nécessaires pour établir une union monétaire. Quoique séduisante d'un point de vue théorique, la concurrence entre monnaies a peu de chances de permettre des progrès substantiels dans un environnement tel que celui de la première phase au cours de laquelle, de toutes façons, les taux d'inflation convergeront probablement vers un niveau plus bas. Il n'y a pas lieu d'encourager la concurrence entre monnaies pour en faire un instrument de discipline anti-inflationniste aussi longtemps que la politique monétaire commune proposée est fondée sur l'obligation*

\* La version anglaise de cet article a été présentée à la conférence *European Monetary Integration: From German Dominance to an EC Central Bank?*, organisée par le Centre for Contemporary German Studies de l'Université Johns Hopkins, à Washington, D.C., en mai 1990.

*clairement définie de viser la stabilité des prix et que l'institution qui gère cette politique bénéficie d'une garantie d'indépendance. Aller au-delà de la première étape risque également de s'avérer nécessaire dans la mesure où le rôle dominant de la Bundesbank se trouvera affaibli par le renforcement des autres monnaies lié au caractère de moins en moins probable des réalignements.*

*Quelles mesures institutionnelles faut-il alors prendre au-delà de la première étape ? A l'instar du rapport Delors, nous recommandons la création d'un Système européen de banques centrales (SEBC), qui nécessitera une révision du Traité. Le SEBC assumerait progressivement les fonctions d'une banque centrale européenne. Il pourrait utiliser, de diverses manières, les réserves obligatoires, reproduisant, au niveau européen, les pratiques des banques centrales nationales. Cet instrument pourrait être décisif dans le contrôle, par le SEBC, des conditions globales de liquidité et permettre ainsi le passage en douceur à la phase ultime de l'union monétaire européenne (UME), caractérisée par une monnaie commune et une banque centrale européenne.*

L'intégration monétaire européenne est à nouveau à l'ordre du jour. En avril 1989, le Conseil européen de Dublin a même abouti à un accord stipulant que l'union monétaire européenne (UME) devait être achevée au plus tard en janvier 1993, date de l'achèvement prévu du grand marché intérieur européen. Alors que les chefs d'Etat et de gouvernement encouragent l'intégration monétaire pour des raisons essentiellement politiques, les économistes en examinent les coûts et les bénéfices. Cet article tente donc de répondre aux deux questions fondamentales qu'un économiste aimerait poser au sujet de l'intégration monétaire européenne :

- *Pourquoi ?* Quelles sont les raisons économiques qui incitent à progresser dans la voie de l'intégration monétaire ?
- *Comment ?* Quelles « mesures concrètes » mettre en œuvre pour atteindre ce but ?

Avant d'aborder l'examen de ces deux questions, il convient de clarifier d'abord un préalable, celui de la destination finale vers laquelle devrait tendre un processus d'intégration monétaire. La première section examine donc en détail la signification de l'union monétaire en insistant sur la distinction entre des taux de change « irrévocablement fixes » et une monnaie commune : il est donc important de toujours préciser ce que l'on entend par « union monétaire ». Nous montrons également que la qualité de la politique monétaire globale est aussi importante pour l'union que la fixation des taux de change. La deuxième section établit ensuite qu'une union monétaire accompagnée d'une politique monétaire d'ensemble anti-inflationniste devrait être porteuse de gains économiques substantiels, même si ces bienfaits ne sont pas toujours mesurables. Toutefois, alors que les coûts surviennent dès

le stade initial de verrouillage des taux de change, la plupart des bénéfices n'apparaissent qu'avec la monnaie commune. Dans la troisième section, nous examinons les mesures concrètes vers l'union monétaire évoquées par le rapport Delors (CE, 1989) et susceptibles de mener de l'actuel Système monétaire européen (SME) à une banque centrale européenne.

## **Quel objectif ? : la signification d'une union monétaire**

Il est généralement admis que l'aboutissement de l'intégration monétaire doit être une union monétaire. Le sens de ce concept n'est toutefois pas toujours clair. D'après le rapport Delors, une union monétaire est caractérisée par la combinaison de deux éléments :

- la libéralisation totale des mouvements de capitaux et l'intégration complète des marchés financiers et bancaires ;
- l'abolition des marges de fluctuation des devises entre elles et le verrouillage irrévocable des parités de change.

Le plan Werner (CE, 1970) affirmait explicitement que les monnaies nationales seraient alors parfaitement substituables, ce qui équivaldrait à la création d'une monnaie commune. Un point de vue semblable est apparemment sous-jacent dans le rapport Delors sans jamais être explicite. Notre propos, dans cette section, est de démontrer, au contraire, qu'un système de taux de change irrévocablement fixes n'est pas équivalent à une union monétaire complète car, tant que subsisteront les monnaies nationales, il existera des unités de compte différentes et donc des coûts de transaction pour passer d'une monnaie à une autre.

Les coûts de transaction demeurent l'obstacle majeur empêchant les monnaies nationales d'être des substituts parfaits même si les parités sont irrévocablement verrouillées. Pour une personne faisant ses courses en Allemagne, des liras italiennes ne sont pas parfaitement substituables à des marks si elle doit échanger les liras contre des marks avant toute transaction. Le change a en effet un coût, représenté par la marge existant entre le cours d'achat et celui de vente des devises ; or tant que les institutions financières devront couvrir les frais qu'entraînent la détention de billets de banque étrangers et l'obligation d'avoir plusieurs systèmes de comptabilité, il leur faudra maintenir un tel écart ou, ce qui est équivalent, avoir recours à des commissions de change. Ce coût varie avec le montant des transactions mais il n'est jamais négligeable — jusqu'à 2 à 3 % pour le change en espèces <sup>(1)</sup> —, même si les taux de change sont très stables, comme c'est le cas

---

(1) Pour les transactions interbancaires, l'écart entre les cours d'achat et de vente est en général beaucoup plus faible : il est de l'ordre de 0,05 à 0,1 % pour les principales devises. Les différentes monnaies nationales (et l'écu) pourraient rapidement devenir, pour les entreprises, des substituts étroits. Toutefois, l'essentiel des encaisses de transaction est détenu par les ménages.

depuis longtemps entre le mark et le florin néerlandais. La taille du marché semble être un déterminant majeur de la marge de change : en effet, dans la plupart des pays européens, la marge est plus faible sur le dollar américain que sur les monnaies européennes. Verrouiller les taux de change a donc peu de chances de réduire ces coûts actuellement élevés.

Pour ces raisons, il semble peu probable que la fixation (même si elle est supposée irrévocable) des taux de change en Europe rende les monnaies nationales parfaitement substituables. Cela importe-t-il ? Certes, parce que cette imparfaite substituabilité a deux conséquences importantes sur les plans politique et économique.

Tout d'abord, tant que les monnaies nationales demeurent des substituts imparfaits, la demande de monnaie nationale peut rester stable. Il n'y a donc pas de raison économique impérieuse incitant à la création d'une institution monétaire commune. Aussi longtemps qu'il y aura accord sur la banque centrale prépondérante, le système pourra fonctionner comme le présent SME : la banque centrale dominante — point d'ancrage du système — décidera de l'orientation de sa politique monétaire (s'il s'agit de la Bundesbank, il s'agira probablement de maintenir la stabilité des prix) et les banques centrales des autres pays s'y adapteront. L'orientation de la banque centrale *leader* sera alors transmise à tout le système par l'intermédiaire des marchés des changes <sup>(2)</sup>. Le degré de substituabilité des monnaies nationales a donc une incidence sur les arguments économiques en faveur d'une banque centrale européenne.

D'autre part, les bénéfices de l'union monétaire ne peuvent être au mieux que partiellement réalisés dans un système de taux de change irrévocablement fixes. En revanche, le principal coût associé à l'union monétaire — la perte du taux de change comme instrument de politique économique — se manifesterait également dans un système de changes fixes. Ce second argument concernant les coûts et bénéfices économiques de l'union monétaire est développé plus longuement dans la section suivante.

La fixation des taux de change dans une union monétaire ne détermine que des rapports — les relations entre les politiques monétaires nationales et les niveaux des prix — ; en soi, le verrouillage des taux de change n'a aucune implication sur les variables agrégées, c'est-à-dire sur la politique monétaire globale et le taux d'inflation de l'ensemble de la zone. Tout le monde s'accorde cependant sur le fait que l'union monétaire européenne devrait être un espace de stabilité des prix.

Les bienfaits de la fixation, voire de l'abolition des taux de change, dépendent de la maîtrise de l'inflation. Bien que les coûts de l'inflation soient aussi difficiles à mesurer que les bénéfices de l'union monétaire, il semblerait que même de petites déviations par rapport à l'objectif de stabilité des prix aient un coût, en termes de bien-être, aussi élevé que les gains potentiellement associés à une monnaie commune. Nous

---

(2) Voir Gros (1988) pour un examen plus détaillé de ce point.

soutenons donc que l'objectif d'union monétaire n'est souhaitable que s'il nous mène à une zone de « stabilité monétaire », dans le sens de stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie. Il s'ensuit que les mesures institutionnelles examinées dans la quatrième section ont pour objectif non seulement de verrouiller les parités, mais aussi d'assurer la stabilité des prix.

## **Pourquoi ? : les coûts et bénéfices de l'union monétaire**

### **Taux de change irrévocablement fixes : coûts et bénéfices**

Dans la mesure où les réalignements de taux sont déjà peu fréquents dans l'actuel SME, quels sont les coûts d'un renoncement formel à tout réajustement futur entre les monnaies <sup>(3)</sup> ? De notre point de vue, la réponse est à rechercher dans les analyses traditionnelles en termes de « zones monétaires optimales » et dans celles, plus récentes, sur la crédibilité et les incitations auxquelles sont soumises les autorités en matière de cohérence temporelle de leur comportement.

La théorie macroéconomique traditionnelle explique pourquoi les réalignements sont un instrument utile de politique monétaire : les gouvernements peuvent en effet considérer qu'un réalignement est souhaitable si les économies dont ils sont considérés comme responsables devant leur électeurat subissent des chocs différenciés <sup>(4)</sup>. De tels chocs peuvent être d'origine externe ou interne, par exemple une augmentation du prix de l'énergie ou une explosion des coûts nationaux. Un gouvernement peut alors regretter de s'être préalablement engagé dans un système de taux de change fixes, dans la mesure où l'absorption du choc par réalignement des parités pourrait être moins coûteux qu'un ajustement graduel des niveaux relatifs des prix nationaux.

Si les gouvernements européens s'attendaient à d'importants chocs différenciés dans le futur, **et ce quel que soit le régime de changes** — et indépendamment du processus d'intégration progressive des économies —, ils prendraient un grand risque en s'engageant à maintenir des taux de change irrévocablement fixes. L'adhésion croissante à l'objectif d'unification monétaire est, avant tout, le signe d'une reconnaissance implicite, par la plupart des gouvernements de la CE, de la faible probabilité de chocs majeurs et différenciés et de l'utilité limitée des réalignements comme instrument de politique économique.

---

(3) Gros et Thygesen (1990) examinent aussi un certain nombre de questions spécifiques soulevées lors des débats de politique économique en Europe.

(4) Voir, par exemple, le survey de Cohen (1989).

Chacun de ces deux aspects est important :

- L'existence de chocs différenciés selon les pays constitue la seule justification du recours au réalignement. Cependant, des études récentes montrent que dans la plupart des pays de la Communauté (Stockman, 1988) les chocs les plus importants sont différenciés par industrie plutôt que par pays. Bien que la structure industrielle varie considérablement d'un Etat membre à un autre, ces chocs tendent à s'annuler au niveau agrégé, dans la mesure où la plupart de ces économies reposent sur plusieurs secteurs. Les chocs différenciés par pays qui ne sont pas le fruit de mesures (nationales) de politique économique ne sont donc pas aussi importants qu'on le pense généralement.

- Un réalignement, c'est-à-dire une modification du taux de change nominal, ne constitue la réaction appropriée à un choc que si les variables nominales, notamment les salaires et les prix, sont rigides. Dans le cas contraire, les agents ajustent proportionnellement les prix et les salaires de sorte que le réalignement n'affecte ni les prix relatifs ni les variables réelles. L'expérience au sein du SME montre que c'est effectivement ce qui se passe. Aucun pays n'a pu acquérir d'avantage compétitif en ayant recours exclusivement à des réalignements. En l'absence de mesures d'accompagnement, les dévaluations tendent surtout à être inflationnistes.

Même si l'on s'accorde généralement sur ces points, les gouvernements ont raison de penser qu'un verrouillage des taux de change restreint leur capacité à mener une politique active de stabilisation. En outre, la théorie macroéconomique récente suggère que, puisque l'expansion monétaire et la dévaluation sont d'autant plus efficaces qu'elles sont inattendues, il existe des gains de court terme à ne pas respecter ses engagements de maintenir les taux fixes.

Il y a donc des raisons de penser que certains gouvernements peuvent être incités à se désister de l'UME afin de poursuivre sans obstacle leurs objectifs macroéconomiques. Pour une importante catégorie de chocs affectant une économie — les changements de la politique économique nationale qui rendent impossible le maintien de changes fixes —, le régime des changes n'est manifestement pas indifférent. Dans l'UME, les chocs de politique économique seraient limités à ceux qui ne remettent pas en cause la fixité des taux. Les gouvernements qui pensent a priori que la marge de manœuvre restante est trop étroite jugeront l'UME coûteuse. Peut-on cependant penser que ce coût sera compensé par des bénéfices ?

Un gouvernement qui veut explicitement se réserver le droit de réaligner ses taux de change — ou un gouvernement dont l'adhésion au régime de changes fixes apparaît peu crédible — en paiera le prix : sur les marchés nationaux des biens, du travail et des actifs financiers, les agents s'attendent à ce qu'il mette à profit cette liberté de manœuvre ; dans une telle économie sujette au risque de dévaluation, les agents tendront à augmenter plus rapidement les coûts et les prix, et à ajouter une prime de risque aux rendements attendus des actifs libellés en monnaie nationale ; des anticipations d'inflation plus forte se traduiront

alors par un taux d'inflation effectif et des taux d'intérêt nominaux plus élevés. Même si le taux de change demeure alors fixe, le taux d'inflation sera temporairement plus élevé et la production temporairement plus faible que si l'engagement à maintenir les taux fixes avait été perçu comme véritablement irrévocable. Si, au contraire, la monnaie est effectivement dévaluée, les anticipations des agents privées auront été vérifiées et il sera, par la suite, plus difficile d'établir une réputation de gouvernement peu inflationniste.

En termes macroéconomiques, l'analyse coûts-bénéfices d'un système de taux de change irrévocablement fixes doit donc mettre dans la balance (a) le coût du renoncement à « accommoder » d'éventuels chocs nationaux majeurs et permanents contre (b) l'avantage qu'il peut y avoir à conforter la confiance des agents dans la stabilité et le caractère prévisible des prix à long terme. Le verdict de chaque membre sur la manière dont les points (a) et (b) s'équilibrent est évidemment subjectif ; il dépend de la probabilité des chocs futurs et de la crédibilité des engagements politiques. La seule chose que l'on puisse affirmer sans craindre de se tromper, c'est qu'entre les coûts et les bénéfices, la balance penche probablement en faveur de ces derniers, dans la mesure où la probabilité de chocs différenciés est faible dans la CE et où chacun perçoit désormais plus clairement les bénéfices que l'on peut attendre d'une convergence complète vers le bas des taux d'intérêt et des anticipations d'inflation.

En outre, les coûts éventuels d'une fixation irrévocable des taux de change ont déjà été en partie subis par les pays membres de l'actuel SME, puisque des pays tels que la France et le Bénélux ont déclaré leur intention de ne plus recourir aux réalignements et que les fluctuations des taux à l'intérieur des limites autorisées sont trop faibles pour avoir un impact réel quelconque. Les bénéfices macroéconomiques — caractère plus prévisible et plus stable des prix futurs, meilleure protection contre des chocs engendrés par les politiques nationales —, ne se sont toutefois pas encore concrétisés, en dépit du fait que les réalignements ont été peu fréquents dans le SME depuis 1983. Il n'est pas non plus évident qu'ils pourront se manifester sans l'introduction d'une mesure supplémentaire — une monnaie commune qui scellerait définitivement l'UME. De notre point de vue, les bienfaits d'une fixation irrévocable des taux de change sont en eux-mêmes suffisants pour compenser les coûts décrits ci-dessus ; mais nous pensons que l'introduction de la monnaie commune constituerait un progrès décisif qui ferait pencher la balance du côté des bénéfices.

La fixation des taux de change engendre aussi un bénéfice microéconomique : elle permet d'éliminer l'incertitude qu'introduit dans le commerce international la variabilité des changes. Les exportateurs et importateurs peuvent toutefois se couvrir contre cette source d'incertitude, à un coût relativement bas, s'ils ont accès à un marché financier sophistiqué ; avec l'ouverture et la sophistication croissantes des marchés financiers dans la Communauté, la variabilité des taux de change devrait moins gêner le commerce international. Les études empiriques semblent le confirmer, puisqu'elles ne mettent pas en évidence de corrélation inverse significative entre la variabilité des taux de

change et le volume du commerce. En outre, l'actuel SME a déjà réduit la variabilité des taux des pays participants à l'accord de changes : elle n'est plus que d'environ un quart de celle observée dans les années soixante-dix. L'élimination de cette variabilité résiduelle des taux de change n'accroîtra donc probablement pas substantiellement le volume du commerce intra-européen.

### **Avantages de la monnaie commune**

La création d'une monnaie commune aurait, selon nous, au moins cinq autres avantages :

- *L'élimination des coûts de transaction* : La raison la plus évidente d'escompter de l'introduction d'une monnaie commune des gains importants a déjà été mentionnée : seule la monnaie unique permet d'éliminer complètement les coûts de transaction. L'économie réalisée sur ces coûts provient de l'existence de la marge achat-vente et des commissions de change. Un écart de cours de 2 à 5 %, voire davantage, pour les espèces est pratique courante actuellement ; mais dans la mesure où le tourisme intra-communautaire ne représente qu'une faible part du PIB de la Communauté, l'économie réalisée par les ménages sera faible. En ce qui concerne le commerce intra-communautaire, qui compte pour 20 % du PIB de la Communauté et qui est en grande partie le fait des entreprises, les écarts achat-vente et autres commissions sont beaucoup plus faibles (en général moins de 0,5 %).

Les économies directement attribuables à la disparition des coûts de transaction devraient donc être faibles, sans être insignifiantes : sans doute de l'ordre de 0,025 à 0,05 % du PIB de la Communauté, soit, en termes absolus, de l'ordre de 10 à 20 milliards d'écus par an <sup>(5)</sup>.

- *L'élimination des coûts d'information et de l'incitation à la discrimination par les prix* : Même si les économies directes sur les coûts de transaction sont peu importantes, le maintien des monnaies nationales pourrait entraîner des coûts indirects élevés puisqu'il permet aux entreprises de pratiquer une discrimination par les prix entre les différents marchés par les prix. Les consommateurs, habitués à évaluer les prix dans leur propre monnaie nationale, ont du mal à comparer des prix exprimés en différentes monnaies, même si le taux de change est fixe. La pratique des détaillants dans les régions frontalières consistant à « arrondir » les taux de change à un niveau relativement éloigné des taux effectifs suggère que ce coût implicite de l'information est sans doute très élevé.

L'étude du « coût de la non Europe » (voir Emerson, 1988) fournit un ordre de grandeur des gains qui devraient résulter de la suppression de tous les obstacles — notamment les taux de change — aux échanges intra-communautaires : l'augmentation résultante du PIB de la Commu-

---

(5) Le commerce intra-communautaire représentant environ 20 % du PIB de la CE, les économies sur les coûts de transactions seront de l'ordre de 0,2 % du PIB si ces coûts (directs et indirects) sont d'environ 1 % de la valeur des transactions. A cela s'ajoutent les économies réalisées dans le tourisme et le commerce de détail trans-frontalier.

nauté serait de 2,5 à 6,5 %. La valeur la plus élevée résulterait de l'élimination complète de la discrimination par les prix et ne pourrait donc être atteinte que grâce à la création d'une monnaie commune. En tout état de cause, le gain réalisé grâce à l'introduction d'une monnaie commune pourrait être de l'ordre de 2 % du PIB de la CE, soit 80 milliards d'écus en termes absolus.

- *Gains dynamiques d'efficacité* : Les effets dynamiques probables de l'introduction d'une monnaie commune suggèrent l'existence, plus hypothétique, de gains additionnels. Les économistes reconnaissent depuis longtemps que les effets les plus bénéfiques de l'intégration des marchés sont de nature dynamique. Toutefois, jusque récemment, ces effets dynamiques étaient difficiles à mesurer faute de cadre théorique permettant d'expliquer une croissance continue qui n'était pas le fait du progrès technique exogène. Les modèles élaborés récemment pour expliciter la nature des facteurs qui, outre progrès technique exogène, peuvent engendrer la croissance, sont encore embryonnaires<sup>(6)</sup>, mais peuvent en principe être utilisés pour évaluer l'impact dynamique de l'introduction d'une monnaie commune. Alors qu'il semble très difficile de mesurer précisément l'augmentation de la croissance dû à l'union monétaire, il est évident que ces effets dynamiques pourraient éclipser par leur ampleur les gains ponctuels d'efficacité plus facilement mesurables : en effet, toute augmentation, même faible, de la croissance potentielle aura, avec le passage du temps, un impact exponentiel sur le niveau du revenu.

- *Un besoin réduit de réserves officielles de change* : Les économies réalisées sur les réserves internationales constituent une source plus macroéconomique de gains liés à la monnaie commune. Aussi longtemps que les monnaies nationales seront maintenues, les autorités monétaires devront posséder des réserves de change que les marchés doivent juger suffisantes pour défendre la parité. Le coût directement attribuable à la détention de ces réserves est sans doute faible, car celles-ci peuvent être investies dans des actifs portant intérêt ; mais le coût d'acquisition et de maintien de la confiance dans l'engagement à maintenir les taux de change fixes pourrait être élevé, en particulier dans le cas des pays dont le taux de change n'a pas été stable dans le passé.

- *Une présence européenne renforcée dans le système monétaire international et sur les marchés financiers internationaux* : L'introduction d'une monnaie commune pourrait aussi donner naissance à d'autres gains, d'origine externe cette fois. Une monnaie unique européenne pourrait remplacer, au moins en partie, le dollar américain pour certaines transactions. Le gain direct de seigneurage qui en résulterait pour la banque centrale européenne serait faible : au plus peut-être 30 milliards d'écus en tout, équivalant à des gains d'efficacité de 2,4 milliards d'écus placés à 8 %<sup>(7)</sup>. Des effets indirects beaucoup plus

---

(6) Voir Romer (1989) pour un exposé succinct des nouvelles théories de la croissance.

(7) Ce chiffre est fondé sur des estimations selon lesquelles 130 milliards de dollars environ, en billets, sont en circulation hors des Etats-Unis (pour la plupart en Amérique Latine), un quart à un tiers de ces avoirs en dollars étant susceptibles d'être convertis en écu.

substantiels pourraient toutefois découler d'une substitution massive de monnaie européenne au dollar dans les portefeuilles internationaux. Ces transferts pourraient, cependant, ne constituer qu'un avantage incertain, dans la mesure où ils risquent d'avoir des effets indésirables sur le taux de change de la monnaie européenne face au dollar, entraînant une baisse de la monnaie américaine en dessous de son niveau de long terme.

## **Comment ? : les mesures concrètes**

Que faut-il faire pour aboutir à une union monétaire ? Dans la présente section, nous voulons examiner les mesures concrètes qu'il convient de prendre : d'abord, celles que les pays souffrant encore de déséquilibres majeurs doivent mettre en œuvre s'ils veulent participer à une union monétaire dont l'objectif est la stabilité des prix ; ensuite les mérites respectifs de l'approche par les institutions et de l'approche par les marchés ; enfin les mesures qui suivent la démarche proposée dans le plan Delors.

### **Les mesures concrètes au niveau national : désinflation et convergence**

Plusieurs Etats membres ne sont, actuellement, même pas en mesure de participer au mécanisme de change du SME. Et parmi ceux qui y participent, quelques-uns pourraient très difficilement se joindre à une union monétaire dont l'objectif serait la stabilité des prix. La raison principale en est que l'inflation et les anticipations d'inflation sont encore élevées dans ces pays. L'on ne peut espérer réduire immédiatement l'une ou les autres à un niveau nul ou proche de zéro, dans la mesure où les agents mettront du temps à s'ajuster à un environnement de prix stables. En outre, ils auraient de bonnes raisons de n'ajuster que de manière graduelle leurs anticipations et leur comportement si les déséquilibres sous-jacents à l'inflation n'avaient pas disparu. L'existence de dettes et de déficits publics importants étant l'une des principales raisons qui incitent les gouvernements à pratiquer une politique monétaire inflationniste, l'effort de désinflation aurait beaucoup à gagner d'une convergence de la politique fiscale. L'ampleur de la désinflation requise varie bien sûr d'un pays à l'autre ; les mesures concrètes à prendre aussi (Gros et Thygesen, 1990). Nous considérons néanmoins que ces modifications des politiques nationales constituent des « mesures concrètes » aussi importantes que les recommandations institutionnelles du rapport Delors.

## L'unification par le marché ou par les institutions

Jusqu'ici, nous avons soutenu qu'une union monétaire avec monnaie commune engendrerait d'importants gains économiques nets. Pour certains, le corollaire naturel de cette proposition est qu'il n'est pas nécessaire de prendre de nouvelles mesures institutionnelles : si en effet l'unification des monnaies est réellement profitable, les marchés convergeront spontanément vers la monnaie unique. La seule mesure légale à prendre serait dès lors de lever l'obligation d'utiliser exclusivement la monnaie nationale ; il ne serait nécessaire ni de fixer les taux de change ni de coordonner les politiques nationales.

La logique économique qui sous-tend cette proposition est extrêmement simple : la concurrence étant, en général, la meilleure structure de marché, il convient de l'appliquer au choix des monnaies. Les agents adopteront la meilleure monnaie — probablement celle qui présente la plus grande stabilité de pouvoir d'achat. C'est ce que l'on pourrait appeler **l'approche par la concurrence des monnaies**.

Bien qu'une telle approche soit fondée sur une certaine logique, elle implique que les constitutions monétaires actuelles de la grande majorité des pays sont défectueuses car elles donnent aux gouvernements le monopole d'émission de la monnaie. Les tenants de cette approche soutiennent que l'inadéquation entre l'optimum théorique et la réalité est d'ordre purement politique dans la mesure où les gouvernements veulent se réserver une source de gains substantiels : le seigneurage. Toutefois, même d'un point de vue strictement économique, on pourrait rétorquer qu'il existe, dans le processus de sélection d'une monnaie, d'importantes économies d'échelle. Les bénéfices engendrés par l'adoption d'une monnaie commune sont des manifestations indirectes de ces économies d'échelle potentielles et les estimations des ordres de grandeur discutés plus haut indiquent que ces économies peuvent être considérables. La libre concurrence n'est pas, en général, la structure de marché optimale en présence d'économies d'échelle externes<sup>(8)</sup> et il est donc possible de défendre, sur des bases purement économiques, le monopole gouvernemental sur la monnaie et les mesures institutionnelles visant à l'union monétaire.

L'écu privé constitue une alternative aux mesures institutionnelles qui ne manque pas de partisans. Selon cette **approche par la monnaie parallèle**, l'union monétaire serait possible sans intervention officielle majeure si les marchés en venaient à adopter une monnaie parallèle, l'écu, qui évincerait progressivement les autres monnaies jusqu'à devenir, de fait, la monnaie commune. Cette approche ne nécessiterait pas non plus la fixation des taux de change. Au contraire, grâce à l'utilisation croissante de la monnaie parallèle, une monnaie unique pourrait émerger sans nul besoin de convergence des politiques nationales. Le rapport Delors n'a pas retenu l'approche par la monnaie parallèle et,

---

(8) Il est crucial, pour l'argument, que les économies d'échelle soient externes : si elles pouvaient être internalisées par chaque émetteur de monnaie, la concurrence disparaîtrait et une monnaie supplanterait les autres.

pour notre part, nous ne pensons pas non plus qu'elle représente une alternative viable dans la mesure où il semble peu probable que les marchés utilisent une monnaie parallèle si les coûts de transaction sont élevés (Gros et Thygesen, 1990).

Cette approche par le marché pourrait, au mieux, se substituer à la deuxième phase prévue par le rapport Delors car, même si elle parvenait à établir une monnaie commune, le besoin d'une institution monétaire commune qui gérerait cette monnaie se ferait toujours sentir.

### *Monnaies concurrentes*

La proposition du gouvernement britannique (HM Treasury, 1989) constitue une variante de l'approche par la concurrence entre monnaies nationales. Ce document propose que seule la première phase du rapport Delors soit mise à exécution. A l'issue de cette première étape, la concurrence entre monnaies deviendrait effective, dans la mesure où la libéralisation des marchés de capitaux et le marché unique des services financiers se traduiraient par une diversification de l'offre de services et d'instruments financiers <sup>(9)</sup>.

Toutefois, il ne semble pas que la proposition anglaise entende l'union monétaire sous sa forme habituelle de monnaie unique. Comme nous l'avons soutenu dans la section précédente, il apparaît peu probable que, dans l'environnement de faible inflation et de variabilité réduite des taux de change auquel devrait aboutir la première étape du plan Delors, les monnaies nationales soient évincées par une monnaie parallèle ou par la monnaie la plus forte de la CE. Il est dès lors peu vraisemblable que la concurrence entre monnaies fasse avancer vers l'union monétaire.

De surcroît, l'argument selon lequel seule la concurrence entre politiques monétaires peut assurer la stabilité des prix, exagère l'influence effective de la concurrence entre monnaies et néglige les difficultés à l'« ancrage » des prix et des anticipations dans l'environnement économique créé par la première phase de l'unification. Les marchés privés n'adoptent pas toujours la monnaie ayant le pouvoir d'achat le plus stable. Le dollar américain, par exemple, n'a pas perdu sa place de première monnaie internationale en dépit du fait qu'au cours des vingt dernières années, il a perdu plus de son pouvoir d'achat que le mark — et, plus récemment, plus que le yen. La raison en est à nouveau l'existence d'économies d'échelle dans l'usage d'une monnaie. La stabilité du pouvoir d'achat n'est que l'un des déterminants du « succès » d'une monnaie.

Le problème conceptuel le plus fondamental que soulève l'approche anglaise est qu'elle vise à rendre les monnaies de plus en plus substituables. La substituabilité entre monnaies constituerait certes un progrès vers l'union monétaire, mais des substitutions massives entre

---

(9) Ces éléments de la proposition anglaise pourraient et devraient faire partie du programme de réalisation du marché intérieur des services financiers.

monnaies menaceraient la fiabilité des politiques monétaires nationales et remettrait en cause le rôle d'ancrage que joue le mark dans le SME. Si réellement il devait y avoir substituabilité généralisée, une institution monétaire commune deviendrait une absolue nécessité. En ce sens, l'approche par le marché, qu'elle privilégie le rôle de monnaie parallèle de l'écu ou qu'elle suive la démarche anglaise, nécessiterait des mesures institutionnelles.

### **L'approche institutionnelle : les étapes prévues par le rapport Delors**

Le Conseil Européen avait demandé au Comité Delors d'« étudier et de proposer des mesures concrètes en vue de l'union (monétaire) »<sup>(10)</sup>. Dans la suite, nous supposerons le lecteur familier avec les trois étapes proposées par le rapport Delors.

#### *1<sup>re</sup> étape : renforcement de la coordination volontaire*

La première étape n'a soulevé que peu d'objections lors de la présentation du rapport Delors au Conseil européen de Madrid en juin 1989. Elle a débuté le 1<sup>er</sup> juillet — date limite prévue par le rapport Delors — mais aucune date n'a été retenue pour son achèvement. Cependant il a été convenu que la Conférence intergouvernementale qui doit se réunir pour déterminer les étapes suivantes devait prévoir leur mise en œuvre avant 1993. Quelles sont les principales innovations de cette première étape et sont-elles à même de remplir les objectifs fixés ?

Les caractéristiques nouvelles, dont l'impact sur la coordination des politiques telle qu'elle est pratiquée dans l'actuel SME est incertain, sont apparemment au nombre de trois :

- i) de nouvelles procédures de coordination à l'intérieur du Comité des gouverneurs des banques centrales et du Conseil ECOFIN ;
- ii) la participation au SME de toutes les monnaies ;
- iii) l'expérimentation de certaines des procédures en cours de négociation en vue des étapes ultérieures de l'UME.

Le premier point a en principe été clarifié par la décision prise par le Conseil ECOFIN de remplacer la Décision de 1964, qui définit le mandat du Comité des Gouverneurs des banques centrales, et la Décision de 1974 concernant la convergence économique, par de nouvelles décisions définissant la forme et la teneur des efforts de coordination des politiques menés par les banques centrales et le Conseil ECOFIN.

Les nouvelles décisions, qui s'inspirent fortement du rapport Delors (§ 51 et 52), sont difficiles à évaluer dans la mesure où tout dépend de la façon dont les deux organes européens feront usage de leur mandat :

---

(10) Conclusions du Conseil Européen de Hanovre, 27-28 juin 1988, reprises dans le rapport Delors, Annexe 1, p. 43.

les pouvoirs conférés par les Décisions de 1964 et 1974 ne furent jamais pleinement utilisés. Prise au pied de la lettre, la tâche du Comité des Gouverneurs consisterait à développer une image plus visible dans le public et à renforcer sa capacité analytique et la structure de ses sous-comités, ce qui lui permettrait d'avoir une approche *ex ante* de la coordination monétaire, au lieu de la simple analyse *ex post* qu'il pratique aujourd'hui. Il s'agirait là d'un changement important ; reste à voir si les Gouverneurs souhaiteront vraiment s'exprimer plus franchement dans leurs rapports au Conseil et au Parlement européens, ou dans les opinions collectives qu'ils sont censés émettre sur les politiques économiques nationales ou sur les politiques poursuivies par l'ensemble des membres du SME. Les discussions menées au sein du Comité Delors semblent suggérer qu'en réalité les chances de progresser volontairement — sans changement institutionnel — vers une authentique coordination *ex ante* sont probablement très minces.

Le Comité Delors a mené un petit sondage auprès des banques centrales européennes quant aux possibilités d'aller de l'avant sans modifier le Traité. Résumés sommairement, les résultats font ressortir que les plus petits participants ne verraient aucun inconvénient à soumettre la formulation et les décisions de politique envisagées à une coordination *ex ante* au sein du Comité des Gouverneurs : les petits pays ont perdu toute illusion d'autonomie monétaire. En revanche plusieurs des plus grands pays n'envisageaient pas la possibilité d'un progrès significatif sans modifications majeures de leur législation monétaire nationale et du Traité. Les raisons de cette attitude sont de deux ordres : dans certains pays, la responsabilité de la politique monétaire nationale est partagée entre la banque centrale et les autorités politiques, ces dernières étant peu enclines à déléguer leurs pouvoirs à un mécanisme mal défini de coordination des banques centrales ; dans d'autres, le processus de décision de la banque centrale est si élaboré qu'il paraît difficile de déléguer, même par l'entremise de son président, la moindre compétence à un organe européen. La première des deux situations correspond plus ou moins au cas de la France et probablement *a fortiori* du Royaume-Uni lorsque la livre sterling aura rejoint l'union ; la seconde, au cas de l'Allemagne Fédérale. De l'un et l'autre de ces points de vue, il apparaît nécessaire d'élaborer quelque chose de mieux défini qu'une simple coopération volontaire avant qu'un changement authentique ne puisse se produire.

Une fois la conférence intergouvernementale convoquée et des propositions détaillées sur les étapes futures vers l'UME faites — propositions devant être intégrées dans un Traité remanié —, il pourrait y avoir un effet en retour sur la première étape : les pays les moins enclins à envisager une révision immédiate du Traité se montreront peut-être plus soucieux de prouver qu'une coordination volontaire calquée sur les procédures obligatoires proposées pour les étapes ultérieures peut fonctionner aussi bien qu'un système remanié<sup>(11)</sup>. Un processus constructif de réaction aux

---

(11) Certains officiels de la Bundesbank et de la Netherlands Bank ont fait des commentaires de cette nature sur la première étape ; voir, par exemple : Pöhl (1989, pp. 146 et suivantes) et Szasz (1989).

perspectives de changement institutionnel, absent jusqu'ici dans le SME tant que les institutions n'étaient pas menacées, serait alors envisageable. On ne saurait évidemment s'opposer à une telle mise en œuvre, dès la première étape, d'idées proposées pour la phase suivante de coordination complète et obligatoire. S'il devait en être ainsi, cela contredirait la prédiction faite ci-dessus, à savoir que les deux premières caractéristiques de la première étape — symétrie accrue du système et risque plus grand d'instabilité en cas d'adhésion de nouveaux membres — rendaient peu probable toute amélioration qualitative du système et risquaient même, en l'absence de changements institutionnels, de menacer sa stabilité.

Cependant, notre hypothèse première est que l'on doit se préparer à l'éventualité où la première étape se révélerait instable. Il convient donc que cette première phase soit aussi brève que possible, c'est-à-dire qu'elle n'excède pas le temps nécessaire à la négociation et à la ratification d'une révision du Traité. Quant à savoir s'il y aura effectivement une évolution ultérieure, tout dépend des propositions concrètes concernant l'étape suivante. Avant la fixation irrévocable des taux, le rapport Delors propose une étape intermédiaire.

#### *2<sup>e</sup> étape : union « douce » et émergence d'une banque centrale*

Pourquoi une étape intermédiaire entre la coopération étroite mais volontaire de la première phase et le verrouillage irrévocable des taux de change, suivi de l'introduction d'une monnaie commune, est-elle souhaitable ou même nécessaire ? Ne pourrait-on pas prolonger simplement cette première étape jusqu'à ce que tous les participants jugent possible l'adoption de cette mesure ultime ?

Il nous paraît peu probable que trois des éléments nécessaires au passage à des taux irrévocablement fixes et à un Système européen de banques centrales (SEBC), organe de gestion collective de la politique monétaire, émergent sans une telle étape intermédiaire. Ces éléments sont (i) un consensus sur la formulation des objectifs ultimes, (ii) un cadre analytique commun pour déterminer les objectifs intermédiaires et les procédures de la politique monétaire et (iii) une expérience commune suffisante. Ces trois éléments font partie d'un processus d'apprentissage sans lequel la dernière phase pourrait difficilement être mise à exécution. Nous partageons donc l'opinion exprimée dans le rapport Delors : une étape intermédiaire, même brève, est indispensable. En particulier, l'apprentissage d'une véritable prise de décision commune est souhaitable avant la centralisation totale de l'autorité monétaire dans la dernière phase.

D'une certaine manière, les choses seraient plus simples si l'on pouvait se passer de cette étape intermédiaire, dans la mesure où le partage des responsabilités entre les banques centrales nationales et le SEBC naissant est complexe. Il est donc essentiel, pour la cohésion du système, que l'attribution des compétences soit dépourvue d'ambiguïté.

Le Comité Delors n'a pas voulu donner le détail de cette phase intermédiaire « car cette [transition] dépendra du degré de coordination

atteint au cours de l'étape précédente, du contenu du Traité et des décisions que prendront les nouvelles institutions » (CE, 1989, § 57). Alors que les préparatifs en vue de la conférence intergouvernementale s'accélèrent, il est urgent de préciser la façon dont l'étape intermédiaire peut fournir un cadre au processus d'apprentissage <sup>(12)</sup>.

Dans la mesure où les taux de change seront effectivement stabilisés et où la probabilité d'une modification des parités sera jugée faible, les politiques monétaires nationales seront, en pratique, de plus en plus sévèrement contraintes. Stabiliser les taux de change requiert donc l'élaboration d'un cadre permettant la coopération et la coordination des politiques monétaires nationales. Plus le degré de fixité des taux de change est élevé et plus les capitaux sont mobiles, plus la coordination doit être étroite et l'orientation générale des politiques des membres décidée en commun.

Mettre en œuvre une politique commune nécessite toutefois l'existence d'un certain consensus sur les objectifs — finals et intermédiaires —, sur la formulation de la politique monétaire et sur l'utilisation de ses instruments ; or on ne peut pas dire qu'un tel consensus existe aujourd'hui, du moins de manière explicite. Nous nous attacherons par la suite seulement au troisième point et ce d'une manière sommaire, l'étude de chacun des trois aspects requérant une analyse macroéconomique poussée, des études empiriques et une étude de faisabilité.

Pour chacune des banques centrales, le principal objectif sera, au cours de la deuxième phase, d'assurer un maintien crédible de taux de change stables vis-à-vis des autres monnaies. La coordination *ex ante* des objectifs d'accroissement du crédit intérieur devrait faciliter cette tâche ; en pratique, les banques pourraient occasionnellement s'écarter de l'objectif défini pour assurer la stabilité à court terme des taux de change.

La formulation commune des objectifs finals et intermédiaires de la politique monétaire constituerait, en soi, un pas important vers la coordination *ex ante*. Les banques centrales participantes intensifieraient leurs échanges d'informations sur la manière dont elles formulent leur politique monétaire, en utilisant un cadre analytique commun dans leurs travaux préparatoires et en élaborant ensemble des stratégies communes d'intervention et des orientations générales communes en matière d'accroissement du crédit intérieur, au lieu de se contenter de passer en revue les évolutions passées. Même si ces nouvelles orientations communes n'avaient pas un caractère d'obligation, la coordination pourrait devenir plus étroite, en préparation de l'étape ultérieure ; en principe, ce processus commence dès la première phase.

Toutefois, il est peu probable qu'une politique monétaire commune puisse se dégager de simples discussions, sans conférer au SEBC de véritables pouvoirs de décision, du moins en ce qui concerne certains instruments importants de la politique monétaire. Mais il n'est pas

---

(12) La suite emprunte beaucoup à Thygesen (1989b), qui approfondit la contribution de l'un des auteurs aux *Collected Papers for the Delors Report* (Thygesen, 1989a).

évident de partager l'autorité en matière monétaire entre un organe central — le conseil et le directoire du SEBC — et les banques centrales nationales. L'efficacité des opérations exige qu'il n'y ait jamais le moindre doute, ni sur les marchés financiers, ni dans l'esprit des autorités politiques nationales, sur la responsabilité respective de chacun des organismes dans telle ou telle décision.

Dans la deuxième phase, toute centralisation viable d'instruments ou de compétences au sein du SEBC devra certainement concerner trois types de décisions de politique monétaire :

- l'ajustement des différentiels de taux d'intérêt à court terme ;
- la politique d'intervention vis-à-vis des monnaies tierces ;
- les modifications des coefficients de réserves obligatoires.

- *Les différentiels de taux d'intérêt à court terme*

La modulation des écarts de taux d'intérêt de court terme constitue le principal instrument de gestion de l'actuel SME ; c'est aussi celui qui sera le premier concerné par une centralisation progressive des responsabilités. Son maniement a déjà fait l'objet, dans le passé, d'une coordination poussée et occasionnellement de prises de décision communes, ou du moins bilatérales.

Mais le transfert progressif des responsabilités en matière de gestion des différentiels de taux d'intérêt, des organes nationaux à un organe communautaire — le Comité des Gouverneurs, dans la première phase, puis le Conseil du SEBC à partir de la deuxième étape —, ne suffira pas à garantir que le niveau moyen des taux d'intérêt dans les pays membres sera approprié, même s'il devrait y avoir moins d'escalades des taux d'intérêt et de tensions que dans le système actuel. Pour être en mesure de mieux contrôler le niveau moyen des taux, le SEBC devrait pouvoir disposer d'un instrument permettant d'influencer les sources nationales de création monétaire. Un tel instrument serait le pouvoir d'imposer des réserves obligatoires sur la création monétaire intérieure et de développer progressivement un marché pour un actif européen de réserve assorti d'un taux d'intérêt propre.

- *La politique d'intervention vis-à-vis des monnaies tierces*

Les interventions sur les marchés des changes des monnaies tierces constituent un deuxième instrument pour lequel une gestion conjointe pourrait être envisagée. En principe, une politique commune d'intervention pourrait être mise en œuvre en s'accordant sur des orientations communes et en laissant aux banques centrales nationales le soin de mener, de manière décentralisée, les interventions. Mais d'autre part, il est sans doute important que soit démontrée explicitement la capacité des pays membres à intervenir ensemble sur des monnaies tierces, d'une manière qui renforce la cohésion du SME. Faute d'une présence du SEBC sur les principaux marchés des changes, celui-ci pourra difficilement intervenir à la source pour empêcher que les chocs financiers extérieurs n'aient un impact sur la stabilité du SME. Dès lors, une

« certaine mise en commun des réserves » (CE, 1989, § 57), ainsi que la mise à la disposition du SEBC d'importantes réserves en monnaies du SME, est souhaitable dans la deuxième phase.

Dans une précédente étude (Gros et Thygesen, 1988), nous avons montré comment, en l'absence d'une structure opérationnelle adéquate, une politique commune d'intervention pourrait être mise en œuvre par l'une des banques centrales participantes. Tant que persistera une certaine flexibilité des taux de change et que le SEBC ne sera pas opérationnel, une banque centrale nationale pourrait jouer le rôle d'agent d'exécution des décisions du SEBC. Il ne s'agirait pas d'un agent d'exécution au sens strict, comme la banque fédérale de réserve de New York, dans la mesure où une certaine liberté lui serait laissée dans l'interprétation des orientations formulées par le directoire du SEBC. Le candidat désigné à ce poste serait la Bundesbank, qui conduit déjà l'essentiel des interventions vis-à-vis des monnaies tierces des pays membres du mécanisme de change de l'actuel SME. On peut également faire confiance à la Bundesbank pour interpréter les recommandations du SEBC d'une manière compatible avec la stabilité des prix. En soi, cela contribuerait déjà à garantir que le SEBC pratiquera une politique anti-inflationniste stricte. Au fur et à mesure que l'on approcherait de la fixation irrévocable des taux de change et que la compétence nationale résiduelle en matière de politique monétaire serait plus circonscrite, cette marge de manœuvre se réduirait, jusqu'à ce que le SEBC ait développé ses propres capacités d'intervention sur les marchés des changes ou que le département concerné de la Bundesbank soit incorporé au SEBC.

- *Les réserves obligatoires*

Le pouvoir d'imposer un coefficient de réserves obligatoires sur la création monétaire intérieure et de faire varier ce coefficient pourrait constituer un troisième instrument expressément affecté au SEBC.

La substituabilité accrue entre les monnaies participantes, qui résulte de l'intégration des marchés financiers européens, incite inévitablement les autorités monétaires à penser la création monétaire de manière agrégée — pour l'ensemble de la zone —, à formuler des objectifs intermédiaires de création monétaire intérieure compatibles avec l'objectif agrégé et à élaborer des procédures permettant de maintenir l'agrégat global au niveau sur lequel elles se sont mises d'accord ; Ciampi (1989) propose une analyse des options envisageables <sup>(13)</sup>.

L'essentiel est que le SEBC ait le pouvoir d'imposer un coefficient de réserves obligatoires, uniforme ou différencié selon les pays, soit sur la croissance du passif monétaire des banques centrales nationales, soit sur le crédit accordé par les banques à leurs secteurs résidents respectifs. Ces réserves obligatoires seraient déposées auprès du SEBC

---

(13) Les deux paragraphes qui suivent rappellent les principes essentiels de cette proposition, tandis que le reste de la sous-section les approfondit.

et l'offre en serait contrôlée par ce dernier grâce à l'allocation d'actifs de réserve (en écu officiel) correspondant à la demande de chaque banque centrale nationale, dans la mesure où les objectifs de création monétaire et d'accroissement du crédit intérieur seraient respectés. Tant les considérations de coûts que celles de disponibilité des réserves inciteraient les banques centrales à maintenir la création monétaire nationale à un niveau proche des objectifs fixés. Il faudrait, pour cela, donner au SEBC un certain pouvoir discrétionnaire en matière d'avances et de retrait de réserves, de façon à permettre des écarts marginaux par rapport aux objectifs. Le nouveau système pourrait facilement remplacer la méthode actuelle de création d'écus officiels au moyen de *swaps* temporaires portant sur le cinquième des réserves d'or et de dollars, en même temps que le système d'octroi, par le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) de crédits par le mécanisme des « facilités à très court terme ».

Le système créerait un mécanisme de contrôle monétaire analogue à celui qu'utilisent les banques centrales nationales qui ont recours aux réserves obligatoires pour influencer la création monétaire et l'accroissement du crédit dans leurs systèmes bancaires respectifs. Une relation hiérarchique s'établirait alors entre le SEBC et les banques centrales nationales, tout en laissant à celles-ci une marge de manœuvre dans le choix des instruments à usage interne.

De manière alternative, on pourrait concevoir que le SEBC impose des coefficients de réserves obligatoires directement sur l'accroissement du crédit intérieur dans les systèmes bancaires nationaux, c'est-à-dire sur les sources de la création monétaire nationale. L'avantage de cette méthode résiderait dans le fait d'assigner l'instrument monétaire collectif à un objectif intermédiaire — l'accroissement du crédit intérieur — qui correspond davantage au système des changes fixes ; mais elle risque d'introduire une certaine marge d'erreur dans le mécanisme de contrôle, dans la mesure où les coefficients ne s'appliqueraient pas aux postes du bilan des banques centrales dont celles-ci sont le plus directement responsables.

Une autre démarche permettant au SEBC d'avoir une certaine influence directe sur les conditions régnant sur les marchés financiers consisterait à imposer un coefficient uniforme de réserves obligatoires sur les dépôts dans les banques commerciales ou sur leur accroissement<sup>(14)</sup>. Cette variante obligerait toutes les banques commerciales de la Communauté à geler, sous forme de réserves obligatoires auprès d'une institution monétaire centrale, une fraction de leurs dépôts. Seuls des « fonds fédéraux », qui pourraient être libellés en écu, pourraient être utilisés pour ces réserves obligatoires.

L'offre globale de ces fonds fédéraux serait sous le strict contrôle du SEBC, ce dernier étant la seule institution pouvant les émettre. Le soin d'allouer les fonds aux différents pays et banques serait laissé à un marché de fonds fédéraux sur lequel les banques commerciales s'échangeraient les dépôts auprès de l'institution monétaire centrale,

---

(14) Voir Gros (1989c) pour plus de détails.

dont elles auraient besoin pour satisfaire aux exigences de réserves obligatoires. Le système serait alors analogue aux systèmes nationaux de réserves obligatoires, mais à l'échelle européenne. Le coefficient européen de réserves obligatoires pourrait dès lors être en sus et indépendant des coefficients nationaux.

Cette approche impliquerait que le SEBC intervienne directement sur un marché qui refléterait les conditions de liquidité au niveau communautaire, ce qui serait d'autant plus souhaitable que le SEBC serait davantage concerné par les conditions générales que par les conditions spécifiques aux marchés nationaux. Afin d'assurer un transfert progressif de compétences, des autorités nationales aux autorités communautaires, il serait peut-être utile d'imposer initialement une limite au volume total des opérations d'*open-market* que l'institution monétaire centrale serait autorisée à effectuer au cours d'une période donnée. Ces restrictions pourraient être progressivement levées pendant la deuxième phase de l'unification.

Cela pourrait être mis en œuvre en conférant au SEBC le pouvoir d'imposer un coefficient de réserves obligatoires sur tous les dépôts des résidents de la CE auprès des banques commerciales de la Communauté. Pour permettre aux banques l'accès aux dépôts auprès du SEBC, ce dernier acquerrait initialement le montant requis de titres sur le marché. Ces titres pourraient être libellés en écu ou en monnaies nationales à condition que la proportion des titres libellés dans les différentes monnaies corresponde à leur pondération dans l'écu. Une fois créé ce montant initial de fonds fédéraux, le SEBC contrôlerait le volume total de fonds fédéraux dans le système par des achats ou des ventes d'*open-market*.

Par l'intermédiaire des conditions de ses opérations d'*open-market*, le SEBC influencerait directement la liquidité du système : s'il effectuait une vente d'*open-market*, réduisant le volume de liquidités disponibles, les banques commerciales de la Communauté devraient restreindre leurs dépôts, puisque le taux d'intérêt sur les fonds fédéraux augmenterait ; en limitant le volume des fonds fédéraux disponibles, le SEBC limiterait la création totale de liquidités.

Ce mécanisme serait compatible avec différentes procédures opératoires du SEBC : il pourrait, par exemple, choisir un objectif de taux d'intérêt et restreindre (augmenter) l'offre de fonds fédéraux à chaque fois que le taux d'intérêt effectif de l'écu ou des fonds fédéraux deviendrait inférieur (supérieur) à l'objectif ; mais il pourrait aussi prendre pour objectif le volume des fonds fédéraux en laissant au taux d'intérêt le soin d'ajuster l'offre et la demande, sans intervenir sur le marché.

Il est probable qu'il faille envisager des procédures différentes pour la deuxième et la troisième étape du processus d'unification, mais le mécanisme en soi n'a pas lieu d'être modifié pour permettre le passage à la troisième phase. L'évolution ultérieure du système serait alors progressive et pourrait assurer la transition en douceur à l'étape finale sans modifications institutionnelles majeures.

Il reste à considérer comment la seule décision qui, dans le cadre actuel du SME, fasse, en pratique, aujourd'hui l'objet d'une prise de décision commune — les réalignements des parités monétaires —, pourrait être traitée dans la deuxième phase. Serait-il plus judicieux de transférer au SEBC cet instrument, ou faut-il le laisser, comme dans l'actuel SME, au Conseil ECOFIN ?

Il y a des arguments pour et contre un tel transfert de compétence mais, selon nous, il faut, pour trancher en faveur de l'un ou l'autre de ces deux organes, considérer la mesure dans laquelle les membres auront rempli les conditions requises pour l'union complète. Même si cela s'avérait possible, il serait dangereux de transférer la responsabilité des décisions de réalignement au SEBC dans la deuxième phase si des divergences profondes de performances économiques persistaient. Mais il serait souhaitable de transférer cette responsabilité si le recours aux réalignements n'était qu'occasionnel et si le SEBC disposait des instruments monétaires nécessaires pour étayer les taux fixes de la manière décrite plus haut. En guise de conclusion sur ce point, on pourrait dire que le pouvoir de décider des réalignements pourrait faire partie des attributions du SEBC dans la deuxième phase, mais qu'il s'agit là d'un transfert de compétence moins prioritaire que l'attribution des autres instruments de gestion au jour le jour d'une politique monétaire de plus en plus collective.

### *3<sup>e</sup> étape : union « dure » avec autorité collective sur la politique économique*

Cette partie sera brève puisque nous avons déjà, dans notre évaluation des coûts et bénéfices de l'UME dans la première section, examiné les principales caractéristiques de la phase ultime. Par rapport à l'étape intermédiaire, les changements majeurs sont la fixité irrévocable des taux de change, qui, selon nous, devra être rapidement suivie par l'introduction d'une monnaie commune, la centralisation complète des pouvoirs en matière monétaire, confiés à un système européen de banques centrales, et le passage à des procédures contraignantes en matière de politique budgétaire.

L'élément clef de la troisième phase est, bien entendu, la constitution du SEBC, qui doit garantir son indépendance et inciter ses organes de décision à poursuivre l'objectif de stabilité des prix.

Dans une publication précédente (Gros et Thygesen, 1988, en particulier Section III, pp. 59 et suivantes), nous avons examiné plus en détail la façon dont une intégration monétaire plus poussée devrait être menée afin d'assurer une stabilité monétaire maximale. Une partie de cette discussion a été reprise et approfondie par le rapport Delors et par des études beaucoup plus détaillées sur la façon dont une banque centrale européenne autonome ayant un objectif de stabilité pourrait être constituée (voir notamment Louis, 1989). Il n'y a donc pas lieu de s'attarder davantage sur la constitution du SEBC.

Les principaux éléments permettant de garantir la mise en œuvre d'une politique orientée vers la stabilité sont :

- l'obligation de maintenir la stabilité des prix ;
- l'indépendance de l'institution vis-à-vis des autres instances économiques et l'indépendance des membres du Directoire grâce à un mandat de longue durée ;
- l'interdiction d'accorder des crédits au secteur public, européen ou national.

Ces éléments de structure du SEBC font maintenant l'objet d'un large consensus. La seule tâche restante est de les incorporer aux statuts du SEBC qui seront élaborés lors de la réunion prochaine de la conférence intergouvernementale sur l'UME.

## Références bibliographiques

- CE, 1970 : *Rapport sur l'union économique et monétaire*, « rapport Werner », Bruxelles, CCE.
- CE, 1989 : *Rapport on Economic and Monetary Union in the European Community*, « rapport Delors », Luxembourg, BPOCE.
- CIAMPI Carlo A., 1989 : « An Operational Framework for an Integrated Monetary Policy in Europe », Annexe au rapport Delors, pp. 225-232.
- COHEN Daniel, 1989 : « The Costs and Benefits of a European Currency », Ch. 7 in M. de Cecco and A. Giovanni eds., *A European Central Bank ?*, Italian Macroeconomic Policy Studies et CEPR, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 195-209.
- EMERSON Michael, 1988 : « The Economics of 1992 », *European Economy*, n° 42, mars.
- GROS Daniel, 1988 : « The EMS and the Determination of the European Price Level », *CEPS Working Document* n° 35, Bruxelles.
- GROS Daniel, 1990 : « The Ecu and Common Monetary Policy : From a Pre-Monetary Union Stage to a Full Monetary Union », Centre for European Policy Studies, *CEPS Working Document* n° 45, Bruxelles, février.
- GROS Daniel et Niels THYGESEN, 1988 : « The EMS : Achievements, Current Issues and Directions for the Future », *CEPS Paper* n° 35, Bruxelles ; version française : « Le SME : performances et perspectives », *Revue de l'OFCE*, n° 24, juillet.
- GROS Daniel et Niels THYGESEN, 1990 : « Concrete Steps Towards Monetary Union », *CEPS Paper* n° 45, Bruxelles, avril.
- HM Treasury, 1989 : *An Evolutionary Approach to Economic and Monetary Union*, Londres, novembre.
- LOUIS Jean Victor et al., 1989 : *Vers un Système européen de banques centrales*, Collection dirigée par l'Institut d'études européennes, Editions de l'Université de Bruxelles.
- PÖHL Karl Otto, 1989 : « The Further Developments of the European Monetary System », Annexe au rapport Delors, pp. 131-135, septembre.

- ROMER Paul, 1989 : « Increasing Returns and New Developments in the Theory of Growth », *NBER Working Paper* n° 3098, septembre.
- STOCKMAN Alan C., 1988 : « Sectoral and National Disturbances to Industrial Output in Seven European Countries », *Journal of Monetary Economics* 21, pp. 387-409.
- SZASZ André, 1989 : Commentaire de l'article « Institutional Development of the EMS », de Niels Thygesen, présenté à la conférence : *The European Monetary System in the 1990s*, organisée par la Banque centrale de Grèce et le CEPS à Athènes, 31 août-2 septembre.
- THYGESEN Niels, 1989a : « A European Central Banking System - Some Analytical and Operational Considerations », annexe du rapport Delors, pp. 157-176.
- THYGESEN Niels, 1989b : « The Benefits and Costs of Currency Unification », présenté à la conférence de Kiel, *The Completion of the Internal Market* ; à paraître dans le volume de la conférence, Kiel Institute of World Economics.
- WALTERS Alan, 1986 : *Britain's Economic Renaissance*, Oxford University Press, Oxford.