

La coopération monétaire européenne : du SME à l'Union monétaire

Daniel COHEN*

Université de Nancy-II, CEPREMAP et CEPR

L'intégration économique et financière de l'Europe devrait être complète en 1993. L'acte unique européen aura débarrassé l'Europe de la plupart de ses barrières commerciales et — dès 1990 — la mobilité des capitaux pourrait être totale. C'est donc une Europe où les biens, les services et les capitaux s'échangent sans contrainte, qui devrait s'épanouir au cours de la prochaine décennie. Au-delà de cette unification de la sphère économique et financière européenne, l'intégration monétaire n'est-elle pas l'étape logique que l'Europe doit encore franchir pour parvenir à réaliser un équilibre régional satisfaisant ? Telle est la question à laquelle je voudrais apporter ici certains éléments de réponse.

69

Cet article étudie tout d'abord la façon dont la coopération monétaire européenne s'est exprimée au sein du SME. Le SME est un système dont il est généralement admis qu'il a permis de réduire l'écart d'inflation entre la France et l'Allemagne, mais dont il est également reconnu qu'il oblige la France à payer des taux d'intérêt « trop » élevés, eu égard à ceux pratiqués en Allemagne. Une analyse économétrique est proposée qui montre que la France paie en effet une prime de risque par rapport à l'Allemagne, et que celle-ci s'explique notamment par l'écart entre les déficits budgétaires français et allemands. Une Union monétaire permettrait-elle de libérer, de façon efficiente, de l'écart ainsi créé entre les taux d'intérêt ? J'indique, dans la seconde partie de cet article, pourquoi la réponse (formelle) à cette question est négative.

Une Union monétaire ne permet pas de gérer rationnellement la parité de la monnaie commune par rapport aux autres monnaies (dollar et yen) dès lors que les politiques budgétaires des États membres ne sont pas coordonnées. Le même problème qui oblige aujourd'hui la France à payer une prime de risque au sein du SME pourrait donc nuire demain à l'efficacité d'une Union monétaire. Dans quelle mesure l'inefficacité créée par une Union monétaire est-elle préférable à celle créée par le SME ? Telle est la question que j'aborderai en conclusion de cet article.

* Cet article s'appuie sur les travaux que j'ai menés avec Gilles Oudiz et Jacques Méritz (1988) et Charles Wyplosz (1988). Qu'ils trouvent ici l'expression de ma reconnaissance, ainsi que Véronique Brunhes pour son aide efficace.

LA COOPÉRATION MONÉTAIRE AU SEIN DU SME

AUX SOURCES DU SME

La création du SME, en mars 1979, porte la marque des contraintes auxquelles les autorités françaises et allemandes devaient faire face. La faiblesse chronique du dollar au cours des années soixante-dix avait amorcé un mouvement de diversification des portefeuilles favorable au deutsche mark, et faisait craindre une sur-élévation nuisible à la compétitivité allemande. Au cours de cette même période, les autorités françaises avaient opté en faveur d'une politique économique vigoureusement anti-inflationniste qui leur faisait souhaiter la défense d'un franc fort. En liant la parité du franc et du mark, les Allemands pouvaient espérer limiter la perte de compétitivité des exportateurs allemands par rapport à leurs concurrents français et les Français pouvaient espérer bénéficier de la confiance en la monnaie allemande pour mener à bien leur politique de lutte contre l'inflation. Le SME devait ainsi mettre un terme à l'asymétrie de réaction du franc et du mark vis-à-vis des fluctuations du dollar, au plus grand bénéfice des deux monnaies.

Or, une décennie passée, force est de constater que cette asymétrie ne s'est pas résorbée : aujourd'hui encore, la faiblesse du dollar entraîne souvent celle du franc vis-à-vis du mark ; et, à l'inverse — quoique dans une moindre mesure — le raffermissement du dollar s'accompagne d'une appréciation du franc vis-à-vis du mark. Quelle est l'origine de cette asymétrie, pourquoi dix années de SME n'y ont-ils pas mis fin ?

Le contrôle des capitaux

Une première explication de cette asymétrie, née de l'analyse faite de l'évolution du mark au cours des années soixante-dix, privilégie les mouvements de portefeuille des investisseurs internationaux. Lorsque le dollar est faible, les investisseurs reportent leur portefeuille sur le mark, et le surcroît de demande pour la monnaie allemande produit une appréciation qui est générale vis-à-vis de toutes les monnaies, franc inclus. Malgré sa simplicité, et le reflet qu'elle semble donner des mouvements effectivement constatés, cette théorie n'est pas satisfaisante : elle n'explique pas, en effet, pourquoi le mark est seul à bénéficier du réaménagement des portefeuilles internationaux qui font suite à la baisse du dollar. Une théorie de la diversification des portefeuilles (sur laquelle semble s'appuyer cette approche) conduit à la conclusion que toutes les monnaies étrangères doivent bénéficier du recul du dollar.

Pour remédier à cette insuffisance de l'analyse, Giavazzi et Giavannini (1988) ont suggéré d'analyser l'asymétrie des choix de portefeuille à partir des asymétries institutionnelles et politiques qui pèsent sur les deux monnaies. Dans la mesure où le franc a longtemps fait l'objet du contrôle des capitaux, il apparaît comme un titre plus risqué que le mark : le marché de l'euro-franc est plus étroit, plus volatile que l'euro-mark, qui — du fait de l'absence de contrôles — reflète parfaitement le marché monétaire allemand.

Posé en ces termes, l'asymétrie entre le franc et le mark devient le reflet d'une asymétrie plus fondamentale que les « préférences » extrinsèques des investisseurs internationaux et devient le reflet des choix faits par les autorités monétaires pour défendre leur parité. À terme, néanmoins, au fur et à mesure que l'engagement des autorités françaises à libéraliser les mouvements de capitaux se renforcera, que restera-t-il de l'asymétrie franc-mark, et du SME comme l'un des moyens de la

DU SME À L'UNION MONÉTAIRE

résoudre ? La conclusion de Giavazzi et Giovannini découle de leur analyse : le contrôle des mouvements de capitaux en France a été à la fois la cause de l'asymétrie que le SME a cherché à réduire, et le moyen grâce auquel les autorités monétaires françaises ont permis de rendre crédible leur adhésion au système. Si la libéralisation des mouvements de capitaux devenaient crédible, le SME perdrait tout à la fois son objet et ses moyens d'exister. Leur conclusion est sans appel : le SME est un « cul de sac ».

Il est naturellement possible d'adhérer à l'analyse de Giavazzi et Giovannini sans partager leur conclusion. Si la moindre internationalisation du franc est cause de l'asymétrie franc-mark, et si, par ailleurs, la libéralisation des mouvements de capitaux devenait crédible, le SME perdrait en effet son objet initial, mais pourrait — de ce fait — se tourner vers d'autres objectifs : par exemple, ceux d'un renforcement de la coopération des politiques économiques (et notamment des politiques monétaires) et pourrait — à terme — permettre d'envisager une meilleure intégration (voire une Union) monétaire.

Nous reviendrons sur cette possibilité dans la seconde partie de cet article.

L'asymétrie des politiques monétaires

Une autre interprétation de l'asymétrie entre le franc et le mark attribue aux politiques monétaires menées en France et en RFA le rôle prédominant. Selon cette analyse¹ ce serait la différence de réponse des autorités monétaires françaises et allemandes aux vicissitudes du dollar qui expliquerait le jugement différencié des investisseurs. Confrontée à une perturbation du dollar, la Banque de France aurait tendance à en neutraliser des effets par une politique plus accommodatrice que celle menée par la Bundesbank laquelle, soucieuse de défendre la crédibilité de sa politique, s'interdit d'interférer avec le marché. Concrètement, en cas de dépréciation du dollar, les investisseurs redoutent que la Banque de France — pressée par le gouvernement — ne cherche à effacer la perte de compétitivité du franc par une politique monétaire trop laxiste.

71

L'objet du SME, dans un tel cadre d'analyse, consiste donc à convaincre les agents privés que la politique monétaire française saura garder la même neutralité que la Bundesbank vis-à-vis des vicissitudes du dollar. Par rapport à une telle approche, l'objet du SME n'a plus strictement partie liée aux contrôles des mouvements de capitaux (même si ceux-ci peuvent aider à sa mise en œuvre) et survit à leur libéralisation. Il devient le moyen de renforcer la « crédibilité » des engagements de la politique monétaire française. Du côté allemand, le rôle du SME est autre, mais non moins important : il vise à éviter que la dévalorisation du franc qui accompagnerait la baisse du dollar ne réduise la compétitivité des industriels allemands. Aider la politique monétaire française à trouver la même crédibilité que la politique allemande devient ainsi un objectif commun aux deux pays. L'adhésion à cet objectif est toutefois d'intensité diverse selon les conjonctures : lorsque le dollar est faible, les deux pays veulent éviter une baisse du franc ; en revanche lorsque le dollar est fort, le franc se raffermi vis-à-vis du mark et le SME est moins utile aux deux pays.

Comment le SME est-il parvenu à renforcer la « crédibilité » de la politique monétaire française est une question qui a fait l'objet de nombreuses analyses : Méliitz a souligné le coût « politique » des dévaluations (sanction désagréable d'une politique jugée laxiste) auquel tous les gouvernements cherchent à se soustraire. D'autres facteurs tels que les accords de change ou la politique de taux d'intérêt menés en

¹ — Voir notamment, Méliitz, 1988.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

France ont également été évoqués. C'est ce dernier aspect que je voudrais notamment souligner à présent.

UN BILAN DU SME

Que l'une ou l'autre de ces analyses de l'asymétrie franc-mark soit valide, toutes deux conduisent à interpréter le SME comme une « zone Mark » (pour reprendre l'expression de Giavazzi et Giovannini) : dans les deux cas en effet, c'est essentiellement le franc qui cherche à gagner la même crédibilité que le mark, eu égard à la libéralisation des contrôles de capitaux, ou eu égard à la conduite de la politique monétaire. Or, les éléments d'appréciation qui permettent de confirmer cette conclusion ne sont pas fortement convaincants.

Giavazzi et Giovannini (1988), par exemple, se sont employés à montrer que le report ou le déport du change à terme franc-mark ou lire-mark accompagnait toute modification des taux d'intérêt sur l'euro-franc ou l'euro-lire, mais aucune des modifications qui pourraient apparaître sur l'euro-mark. De cette observation, ils concluent que le mark sert d'étalon : les agents privés anticipent que toute modification des taux d'intérêt allemands se répercutera sur les taux français et italiens (annulant ainsi les fluctuations du change à terme). Or, comme il a été noté par de Grauwe (1988), les taux d'intérêt français et italien, sur leurs marchés monétaires intérieurs, sont aussi peu corrélés au change à terme que ne le sont les taux allemands. Le contrôle des capitaux a permis d'éviter à ces deux pays que leur marché intérieur ne subisse l'influence d'une « zone mark ». À l'heure de la libéralisation des capitaux, rien ne permet encore de garantir que les vicissitudes rencontrées préalablement sur les euromarchés, se retrouveront, tels quels, sur les marchés monétaires intérieurs².

De manière à juger de l'impact sur le marché monétaire intérieur français de la politique monétaire allemande (et pour apprécier le rôle joué par le SME), j'ai analysé l'évolution de la prime de risque payé par la France avant et après la mise en œuvre du système.

La technique économétrique et les résultats détaillés sont exposés dans l'annexe I. La principale conclusion de cette analyse peut être résumée comme suit. Avant la mise en œuvre du SME, le différentiel de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne était égal à l'anticipation de dépréciation du franc par rapport au mark (comme il est normal) augmenté (comme il l'est moins) d'une prime de risque. Elle apparaît avoir été positivement corrélée, avant 1979, au différentiel d'inflation entre la France et l'Allemagne. En d'autres termes, avant la mise en œuvre du SME (au cours de la période 1975-1979), les taux d'intérêt français étaient d'autant plus élevés que le différentiel d'inflation se creusait avec l'Allemagne (cette prime de risque surajustant en quelque sorte l'anticipation de dépréciation du franc déclenché par le différentiel d'inflation lui-même).

Au cours de la période 1979-1988, en revanche, une prime de risque continue d'être payée par la France, mais celle-ci n'est plus fonction du différentiel d'inflation : après 1979, elle est d'autant plus forte que le déficit budgétaire français se creuse vis-à-vis du déficit allemand.

En d'autres termes, il ressort de cette analyse que les taux d'intérêt français n'ont pas obéi à la même logique avant et après 1979. Au cours de la première période, il semble que ce soient les incertitudes vis-à-vis de l'inflation qui aient commandé les taux français ; au cours de la seconde période c'est en rapport au

² — Voir Cohen et Wyplosz (1988) pour des éléments d'appréciation empirique supplémentaires.

DU SME À L'UNION MONÉTAIRE

déficit budgétaire que les taux se sont déterminés. Il est naturellement extrêmement difficile de décider si c'est le SME à proprement parler qui est responsable de cette évolution (plutôt que l'évolution de la politique économique elle-même de part et d'autre du Rhin). Une interprétation (favorable au SME) peut toutefois être risquée : le SME a permis de convaincre les agents privés que la politique monétaire française chercherait désormais (après 1979) à éviter les dérapages du taux de change par rapport au différentiel d'inflation. En revanche, le SME n'a pas permis de convaincre que la politique budgétaire française s'imposerait la discipline compatible avec la stabilité du système : le différentiel de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne au cours de cette période s'en est ressenti.

Cette prime de taux d'intérêt payée par la France peut s'interpréter comme un coût de fonctionnement du SME. C'est ce coût que les autorités françaises ont le plus souvent dénoncé. Notre analyse fait apparaître de manière très nette le rôle joué par le déficit budgétaire français au cours de la période considérée et il est intéressant de noter que le déficit du compte courant n'est pas en tant que tel source d'une augmentation des taux d'intérêt. C'est également le diagnostic que semble avoir retenu les autorités françaises qui — nonobstant le changement de gouvernement — se sont accordées à privilégier la réduction du déficit.

DU SME À L'UNION MONÉTAIRE

Si l'on peut mettre au crédit du SME d'avoir aidé à la convergence des taux d'inflation français et allemand, celle-ci ne s'est pas faite sans coût, la prime de risque payée par la France sur son marché monétaire en donne une évaluation. Dans la mesure où l'une des vertus cardinales du SME est de renforcer la « crédibilité » de la politique économique française eu égard à la libéralisation des capitaux ou la convergence de ses objectifs d'inflation avec l'Allemagne, la question fondamentale qu'on ne peut éviter de se poser devient naturellement celle-ci : une Union monétaire n'est-elle pas une façon économiquement plus rationnelle d'atteindre ces mêmes objectifs ? Le débouché naturel du SME, si celui-ci devait par exemple atteindre son objectif de réduction totale du différentiel d'inflation avec l'Allemagne, ne serait-il pas de se fonder en une Union monétaire supranationale qui annulerait ipso-facto les coûts associés au maintien de la crédibilité du système ? Telles sont les questions que je voudrais à présent aborder.

73

LA RÉSISTANCE À L'UNION MONÉTAIRE

Mesurée à l'aune de l'Histoire, l'Union monétaire n'est pas une idée qui a connu un succès remarquable. Si l'on en croit Hamada (1985), seule l'Union latine, au XIX^e siècle, s'apparente à une expérience réussie d'Union monétaire. Toutes les autres tentatives d'Union monétaire ont échoué. Dans le cas allemand et italien notamment, il fallut attendre la constitution d'un État pour contraindre les régions à accepter une monnaie nationale. Plus proche de nous, l'échec du plan Keynes visant à construire une monnaie supranationale — le bancor — donne également une mesure des difficultés qui s'opposent à la création d'une monnaie supranationale.

Quelle est l'origine de ces résistances ? Il est paradoxal que les unions commerciales aient de tout temps paru plus faciles à réaliser que les Unions monétaires alors que — d'un point de vue purement théorique — il est généralement

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

admis que les Unions douanières produisent une réallocation importante des facteurs de production tandis que les Unions monétaires sont censées être neutres dans le long terme. Examinons quelques-uns des arguments qui sont généralement avancés contre l'idée d'une unification monétaire.

En premier lieu, une Union monétaire fait perdre un instrument — parfois jugé fondamental — de la politique économique : le droit de seigneurage. La création monétaire permet en effet à un État de se libérer — au moins transitoirement — d'une contrainte budgétaire qui pourrait devenir trop vive si la seule alternative devait être d'émettre des emprunts d'États ou de lever des impôts. Cet argument est parfois rattaché à l'idée selon laquelle la monnaie nationale est le gage de la souveraineté de l'État : le pouvoir de battre la monnaie lui permet d'échapper à la contrainte de ses créanciers et au risque de banqueroute. Dans la mesure en effet où les emprunts d'État sont libellés en monnaie nationale, l'État échappe nécessairement au risque de faillite : la monnaie nationale lui donne le pouvoir indiscutable d'émettre l'instrument qui a pouvoir libérateur.

Examinons la portée quantitative de ces arguments. Le droit du seigneurage mesure le revenu qui est gagné par l'État lorsqu'il émet la monnaie nécessaire à l'accroissement des encaisses nominales des agents. Il se calcule à partir de la création de monnaie réalisée par la Banque de France ou le Trésor (et prend en compte les réserves non rémunérées détenues par les intermédiaires financiers auprès de ces institutions). Il apparaît toutefois que pour un pays comme la France, le droit de seigneurage représente moins d'un demi-point de PNB. Dans d'autres pays comme l'Italie, les chiffres sont un peu plus nets (1,2 % du PNB), mais en tout état de cause, l'ordre de grandeur peut être considéré comme faible.

Ce revenu gagné par création monétaire ne suffit pas néanmoins à épuiser la mesure des bénéfices associés au pouvoir de battre monnaie. Lorsque l'État émet de la monnaie pour rembourser ses dettes il accomplit en fait deux politiques différentes : il gagne le droit de seigneurage calculé précédemment ; mais, dans la mesure où la création monétaire peut être inflationniste, il dévalorise également les dettes qu'il a déjà contractées. (Ce dernier élément n'est évidemment source de revenus que dans la mesure où il n'a pas été anticipé par les agents privés : parfaitement anticipé, en effet, le bénéfice de la dévalorisation de la dette est inclus dans le taux d'intérêt nominal). Une inflation « surprise » est potentiellement une source considérable de revenus dans la mesure où elle peut annuler tout ou partie de la dette publique. Dans la mesure où la politique monétaire est engagée à suivre une politique d'inflation faible ou modérée, les « surprises » que l'État peut engranger sont évidemment d'une ampleur beaucoup plus limitée. En tout état de cause, cette dimension de la politique monétaire et sans doute qualitativement plus fondamentale que la collecte du droit de seigneurage à proprement parler : elle est la garantie qu'en cas de crises graves, non « prévues », l'État trouvera toujours les moyens d'échapper à la faillite. C'est sans doute en rapport à cette idée que la « souveraineté » monétaire des États a été défendue.

La seconde dimension fondamentale de la politique monétaire que les États veulent difficilement abandonner est donnée par son pouvoir de stabilisation de l'économie (dans son ensemble et non plus simplement des finances publiques). Dans la mesure où la politique budgétaire est devenue, au fil du temps, de plus en plus difficile à manipuler (du fait notamment de marges de manœuvre plus étroites en matière de fiscalité) la politique monétaire apparaît à beaucoup comme le dernier instrument de la politique économique qui donne encore aux gouvernements un certain pouvoir discrétionnaire sur l'évolution de l'activité économique. Y renoncer reviendrait, selon cette analyse, à paralyser l'action des gouvernements.

DU SME À L'UNION MONÉTAIRE

Il est difficile de donner une évaluation quantitative précise de cet argument. Pour les monétaristes orthodoxes à la Friedman (ou pour ceux de souche plus récente à la Barro-Gordon), obliger les États à renoncer à la manipulation discrétionnaire de la politique monétaire est une excellente chose : elle libère les agents privés du soupçon que les autorités vont chercher à monétiser les moindres déséquilibres (en matière d'emploi comme de finances publiques). Rien, toutefois, ne permet de garantir la validité empirique de cet argument, et une littérature abondante (qu'il serait hors de propos de rappeler) a été consacrée à ce sujet sans parvenir à dégager un consensus définitif.

En tout état de cause, la comparaison des contraintes imposées par une Union monétaire aux degrés de libertés éventuellement offerts par une politique monétaire indépendante n'est pas pertinente pour aborder les questions que doivent résoudre les Européens. En effet, dans la mesure où le besoin d'une coopération monétaire supranationale est reconnu, les gouvernements de chaque État doivent accepter de perdre certains degrés de liberté dans la conduite de leur politique intérieure (au bénéfice de la défense d'un équilibre collectivement accepté). À cet égard, deux questions doivent être posées : l'Union monétaire est-elle (sous certaines hypothèses) la meilleure façon de parvenir à un tel optimum collectif ; et, à défaut, l'Union monétaire est-elle une manière plus efficace de procéder à ces choix collectifs que des modalités alternatives telles que, notamment, le Système monétaire européen. Ce sont ces questions que je voudrais maintenant aborder.

L'UNION MONÉTAIRE ET LA COORDINATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

L'analyse de la coordination des politiques monétaires³, a porté son attention sur le problème suivant : lorsque chaque État choisit sa politique monétaire de manière non-coopérative, il est incité à apprécier ou à déprécier sa monnaie selon qu'il privilégie une politique de lutte contre l'inflation ou de politique de plein-emploi. Si chaque État se trouve dans une position comparable, chacun voudra mener la même politique vis-à-vis de ses voisins, et l'équilibre économique atteint pourra être collectivement irrationnel. Par exemple, si chaque pays cherche à mener une politique monétaire plus restrictive que celle de son voisin (de manière à importer de la désinflation) l'équilibre se caractérisera par des taux d'intérêt plus élevés et une récession plus marquée qu'ils ne seraient si les Banques centrales s'étaient accordées *ex-ante* à mener la même politique.

Eu égard à cette analyse, une union monétaire apparaîtra comme une excellente manière de coordonner les politiques monétaires de deux pays qui se trouvent dans des situations économiques symétriques. En revanche, naturellement, toute perturbation asymétrique appellerait une réponse différenciée des politiques monétaires, et, en ce cas, une union monétaire pourrait être inefficace. Le problème empirique qui est soulevé par cette analyse consiste donc à évaluer séparément les chocs symétriques et les chocs asymétriques qui affectent les économies européennes et à évaluer dans quelle mesure l'importance quantitative des chocs asymétriques est susceptible de nuire à l'efficacité d'une Union monétaire.

En tout état de cause, l'ordre de grandeur des bénéfices de la coordination des politiques monétaires (qu'elle soit obtenue par une Union monétaire ou toute autre modalité) sera en proportion du degré d'interdépendance des économies considérées. Plus les économies seront proches, et les échanges croisés de marchandises

75

³ --- Amorcée par Hamada (1986) et reprise par Sachs (1983) et Miller et Salmon (1986) parmi d'autres.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

importants, plus le besoin de coordonner les politiques monétaires sera fort. Tout gouvernement qui agirait de façon non-coopérative aurait en effet l'illusion que la manipulation discrétionnaire de son taux de change produit des effets importants (sur l'inflation ou la croissance selon ses objectifs), illusion qui serait contredite *ex-post* par l'action symétrique adoptée par ses voisins (mais dont l'effet destabilisant est d'autant plus forte que l'illusion est tenace).

À l'extrême limite, lorsque les économies sont parfaitement intégrées, le décalage entre les degrés de libertés perçus *ex-ante* et ceux qui sont réellement disponibles *ex-post* est poussé à son maximum et le besoin d'un accord préalable à la conduite des politiques monétaires devient le plus manifeste. C'est donc naturellement dans le contexte de l'intégration économique et financière que l'Europe devrait connaître au cours des années quatre-vingt-dix que le problème de la coopération monétaire pourrait devenir le plus vif.

L'analyse de la coopération des politiques monétaires faite à ce jour, souffre néanmoins d'une déficience importante par rapport aux problèmes spécifiques posés par l'intégration économique et financière de l'Europe.

Le cadre qui est en effet proposé par Hamada, et les auteurs qui ont généralisé son approche, est celui d'un monde composé de deux pays (ou de deux groupes de pays) qui cherchent à coordonner leurs actions. Or il est fondamental, pour analyser les problèmes européens, de prendre en compte le fait que l'Europe est ouverte aux échanges internationaux et que la coordination intérieure qu'elle doit obtenir doit également être pensée par rapport aux contraintes extérieures auxquelles l'Europe, dans son ensemble, est confrontée. Je voudrais indiquer à présent pourquoi, dans ces conditions, une Union monétaire n'est pas la meilleure façon de coordonner les politiques monétaires, même dans le cas où les perturbations économiques auxquelles les gouvernements européens doivent répondre affectent de manière symétrique leurs économies⁴.

Supposons en effet pour simplifier que l'Europe se compose de deux pays, disons la France et l'Allemagne, dont les économies soient parfaitement intégrées. Supposons par ailleurs que l'Europe soit logée dans une économie mondiale au sein de laquelle la mobilité des capitaux est totale, mais dont, en revanche, l'intégration des marchés de biens soit imparfaite. Sous ces hypothèses, les problèmes de coordination des politiques européennes se pose dans les termes suivants. Tout d'abord, l'intégration économique parfaite des États européens rend improbable la manipulation (*ex-post*) des taux de change réels : la structure des prix relatifs est en effet commandée par les échanges (supposés parfaitement fluides) de marchandises.

En revanche, dans la mesure où l'économie européenne n'est pas parfaitement intégrée au reste du monde, il est possible que les politiques macro-économiques européennes modifient la structure des prix relatifs européens vis-à-vis du reste du monde. L'Europe dans son ensemble peut, par exemple, apprécier ses monnaies (en termes réels) par rapport au reste du monde et déclencher un déficit de sa balance commerciale qui lui permettrait d'accroître (à inflation donnée) sa dépense intérieure.

L'enjeu de la coopération économique, dans ces conditions, est de convaincre les pays européens que les manipulations intra-régionales du change réel sont impossibles et de fixer collectivement la parité réelle de leur monnaie par rapport au reste du monde. C'est ce dernier volet de la coopération monétaire qui est évidemment le plus difficile à obtenir et notamment celui dont je voudrais indiquer à présent pourquoi elle ne peut être accomplie par une Union monétaire.

⁴ — Voir Cohen et Wyplosz (1988) pour une analyse formelle de ce raisonnement.

DU SME À L'UNION MONÉTAIRE

Dans une Union monétaire les pays membres ne disposent plus d'une politique monétaire autonome mais chacun d'entre eux peut fixer sa politique librement. En moyenne, le déficit budgétaire doit obéir à une contrainte de solvabilité qui est fixée par les investisseurs. Dans le court terme, toutefois, lorsque les autorités doivent faire face à des perturbations (qui paraissent) de nature transitoire, le déficit budgétaire est libre des contraintes de solvabilité (qui ne valent que dans le moyen et le long terme). Or, dans une Union monétaire, chaque pays prend comme donnée la politique budgétaire de l'autre et, à la marge, l'impact d'un accroissement de son propre déficit budgétaire sur la parité d'équilibre de la monnaie européenne ne paraît pas aussi importante qu'elle l'est, en fait, lorsque tous les pays européens agissent de la même façon.

En d'autres termes, une Union monétaire permet certainement d'éviter le premier problème posé par la théorie de la coordination : éviter les manipulations du change intra-régionales ; elle ne permet pas en revanche de gérer de façon satisfaisante la parité (réelle) du change européen vis-à-vis du reste du monde. Si l'écu devait se substituer aux monnaies européennes, sa parité réelle dépendrait du solde de la balance commerciale européenne : en l'absence d'une concertation des politiques budgétaires, il est probable que celle-ci ne serait pas déterminée de façon collectivement rationnelle. La prime de risque payée par la France au sein du SME en est sans doute une indication.

Cette appréciation négative de l'Union monétaire doit être nuancée par la remarque suivante : lorsque les politiques économiques sont confrontées à des perturbations de nature permanente, les gouvernements ne peuvent choisir d'y répondre par une augmentation permanente de leur déficit public (à terme, la contrainte de solvabilité imposée par les investisseurs les en empêche). Les difficultés auxquelles une Union monétaire exposerait la gestion de la parité réelle du change sont donc à concurrence des seules perturbations économiques perçues comme transitoires.

77

L'analyse traditionnelle de la coopération des politiques monétaires conduisait à distinguer les perturbations économiques de nature symétrique ou asymétrique pour apprécier les avantages et inconvénients d'une Union monétaire. Nous voyons qu'il est également important de croiser cette typologie (qui demeure valable) par une autre qui consiste à distinguer les chocs de nature transitoires ou permanents. Du point de vue de la désirabilité d'une Union monétaire, les chocs transitoires et asymétriques sont les plus défavorables. Dans la mesure en effet où ils sont transitoires, ils sont susceptibles de déclencher une réponse active (mais non coordonnée) des politiques budgétaires. Dans la mesure où ils sont asymétriques, une politique monétaire commune n'est pas non plus la meilleure réponse qui peut leur être donnée. Une telle décomposition est proposée dans l'article que nous avons écrit avec Charles Wyplosz. L'analyse économétrique donne à penser que ces chocs comptent pour 10 % de la volatilité totale des économies. Il ne peuvent donc pas être négligés.

Qu'une Union monétaire n'accomplisse pas l'idéal de rationalité collective auquel un groupe de régions ou de nations peut prétendre ne devrait pas étonner. Il est toujours préférable — a priori — de s'engager à suivre des politiques monétaires plus souples, plus différenciées, que celles auxquelles une monnaie unique contraint nécessairement les États concernés. Il est toujours vain, cependant, de comparer une option de politique économique à un idéal abstrait. La comparaison qui importe est d'une autre nature : elle doit porter sur l'Union monétaire d'une part et toute option alternative qui pourrait effectivement lui être opposée d'autre part. En particulier, elle doit permettre de comprendre si le SME, tel qu'il fonctionne actuellement ou tel qu'il

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

pourrait être amendé, lui est préférable. Or, le SME, comme on l'a vu, oblige la France à payer une prime de risque pour compenser « les craintes » que le déficit budgétaire français fait naître chez les investisseurs. Or il est fondamental de remarquer que cette prime de risque est payée — non seulement par le gouvernement lui-même — mais par l'ensemble des agents privés aussi bien. Au sein d'une Union monétaire, seul le gouvernement concerné aurait à payer cette prime, si elle devait subsister. (Dans la mesure où la prime de risque est associée au risque d'une monétisation du déficit, elle devrait disparaître ; si, en revanche, elle est associée à un risque d'insolvabilité du gouvernement, elle pourrait s'accroître ; cette remarque est sans doute plus adaptée au cas italien qu'au cas français.) Eu égard à la contrainte de taux d'intérêt, il est donc sans doute peu probable qu'une Union monétaire serait soit moins efficace que le SME actuel. Eu égard à la gestion du déficit courant de l'Europe vis-à-vis du reste du monde, il est également douteux que le SME soit collectivement plus rationnel que ne le serait une Union monétaire. (La comparaison des excédents réalisés par la RFA au sein de l'Europe et les excédents qui doivent être gagnés par les autres pays européens, la France notamment, vis-à-vis du reste du monde en apporterait sans doute la démonstration.)

Toutes ces questions sont ouvertes et il appartient aux recherches à venir de leur apporter des réponses plus fermes.

Au cas où ces travaux permettraient de trancher en faveur d'une Union monétaire, un petit pas sera peut-être franchi en sa direction. Il est douteux que le pas le plus important — celui du renoncement des États à l'idée de leur souveraineté monétaire — en dépende. Héritage du rêve mercantiliste de libérer les princes du manque de numéraire, il est peu probable que cette idée de souveraineté soit livrée aux calculs théoriques de ses avantages et de ses inconvénients.

78

ANNEXE — CALCUL DE LA PRIME DE RISQUE PAYÉE PAR LA FRANCE⁵

Nous avons calculé la prime de risque de la façon suivante. Appelons :

- e_t le logarithme de la parité franc-mark
- $x_1(t)$ le différentiel d'inflation France-Allemagne
- $x_2(t)$ le différentiel de compte courant (en Francs)
- $x_3(t)$ le différentiel de déficit budgétaire (en Francs)

Nous avons adopté une méthode proposée par Hodrick et procédé comme suit. Pour chaque trimestre t (postérieur à 1975.1) nous avons régressé l'une de ses quatre variables sur ses quatre valeurs retardées et sur la valeur retardée des trois autres. Cette régression est recommencée à chaque trimestre. Grâce à cette technique, il est possible d'obtenir un estimateur (conditionnel à l'information disponible à chaque date) de la valeur anticipée par les agents pour la date suivante. Par différence avec la valeur observée, nous calculons la « surprise » associée à chaque variable. Les échantillons disponibles commencent tous en 1971-1. Par exemple, nous avons régressé, au trimestre t :

$$e_t = \sum_{i=1}^4 \alpha_i \varepsilon(\tau-i) + \sum_{i=1}^3 \hat{b}_i x_i(t-1)$$

Pour l'échantillon (1971.1-t)

et à partir de cette régression, nous avons calculé :

⁵ — Ce travail a été accompli avec l'aide de Véronique Brunhes.

DU SME À L'UNION MONÉTAIRE

$$t\hat{e}_t + 1 = \sum_{i=0}^4 a_i e(t-i) + \sum_{i=1}^3 \hat{b}_i x_i(t)$$

L'innovation à la date $t + 1$ est mesurée comme $l(2) = e_{t+1} - e_t$.

Nous avons calculé pareillement $l(x_i)$, $i = 1, \dots, 3$.

La prime de risque à proprement parler est calculée à partir de la formule :

$$i_t = i_t^* + e_t - e_{t-1} + R P_t$$

Elle mesure l'écart entre le différentiel d'intérêt franco-allemand et la dévaluation anticipée du franc.

Nous avons effectué les régressions suivantes :

$$R P_t = e R P_{t-1} + \sum_{i=1}^3 c_i l(x_i)(t)$$

qui permet de mesurer l'évolution de la prime de risque en fonction des « surprises » venues de l'inflation, du compte courant et du déficit budgétaire respectivement.

Nous trouvons les résultats suivants :

	Prime de risque, $RP(t)$, fonction de :				
	Constante	$RP(t-1)$	Inflation (innovations)	Compte courant (innovations)	Déficit Public (innovations)
1975.2-1979.1	3.11 (2.80)	0.3 (1.32)	3.48 (2.08)	- 2.97 (- 1.59)	0.15 1.32
$R^2 = 0.31$					
DW = 2.38					
1979.2-1987.2	2.31 (3.34)	0.23 (1.45)	- 0.69 (- 0.72)	0.09 (0.21)	(0.11) (3.33)

79

(t de student entre parenthèse).

On voit qu'avant 1979 la prime de risque répond au différentiel d'inflation. Après 1979.2, de façon très significativement différente de zéro, elle répond au différentiel de déficit budgétaire. □

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- COHEN D. — « **Coordination des Politiques Économiques et Système Monétaire International** », *Cahiers Économiques et Monétaires de la Banque de France*, 1988.
- COHEN D., G. OUDIZ et J. MÉLITZ — « **Symétries et Asymétries au sein du SME** », *Revue Économique*, n° 3, 1988.
- COHEN D. et Ph. MICHEL — « **How Should Control Theory Be Used to Calculate a Time Consistent Policy** », *Review of Economic Studies*, mars 1988.
- COHEN D. et Ch. WYPLOSZ — « **The European Monetary Union : An Agnostic Evaluation** », Article présenté à la Conférence « Macro-economic Policies in an Interdependent World » organisée par le FMI, Brookings et le CEPR.
- DE GRAUWE — « **Is the European Monetary System a DM Zone?** », Miméo, 1988.
- GIAVAZZI F. et A. GIOVANNINI — « **Limiting Exchange Rate Flexibility : The European Monetary System** », *MIT Press*, à paraître, 1988.
- HAMADA — « **The Political Economy of International Monetary Independence**, *MIT Press*, 1985.
- MÉLITZ J. — « **Discipline Monétaire, République Fédérale Allemande, et le SME** », *Annales d'Économie et Statistique*, décembre 1988.
- LOUDIZ G. et J. SACHS — « **Macro-economic Policy Coordination Among the Industrial Countries** », *Brooking Papers on Economic Activity*, n° 1, 1984.
- SACHS — « **International Policy Coordination in a Dynamic Macro-economic Model** », *NBER WP*, n° 1166, 1983.

