

L' unification des monnaies européennes : une tentative de solution

Charles GOODHART

Professeur à la London school of economics and political sciences

Avec la création du Comité Delors, qui réunit des gouverneurs de Banques centrales et des experts des questions monétaires pour étudier les possibilités d'harmonisation des monnaies européennes et l'éventuelle création d'une Banque centrale européenne, c'est tout le problème de la structure du système monétaire de la Communauté qui est ainsi posé. Sans attendre cependant que le Comité Delors ne remette son rapport au Conseil des ministres, le Premier ministre, Mme Thatcher, a clairement défini sa position sur la question en se déclarant irréductiblement opposée à l'adoption d'une monnaie unique et à la création d'une Banque centrale européenne. Elle l'a fait tout d'abord sur un ton relativement modéré, si tant est que ce soit le mot juste, dans son discours de Bruges, au mois de septembre, puis de façon beaucoup plus brusque et plus directe lors de la conférence de presse qu'elle a donnée en octobre à l'occasion de sa rencontre avec le Premier ministre italien, M. De Vita. Et si je parle d'opposition irréductible, c'est à dessein puisqu'elle a elle-même déclaré qu'elle espérait bien qu'une telle Banque centrale européenne ne verrait jamais le jour, non seulement de son vivant, mais même « une fois au ciel avec les anges ».

139

Étant donné le rôle politique dominant du Premier ministre au Royaume-Uni, l'expression d'un quelconque point de vue britannique sur cette question pourrait dorénavant paraître superflue. Comme on le sait, l'homme propose mais la femme dispose ! Pourtant, je ne crois pas qu'il serait tout à fait juste, en l'occurrence, de conclure que les déclarations du Premier ministre ont effectivement refermé le dossier de l'union monétaire pour les quelques années à venir en ce qui concerne le Royaume-Uni.

En premier lieu, les réactions des milieux politiques ailleurs en Europe, et notamment à droite, parmi les autres dirigeants non socialistes, reflètent un véritable enthousiasme à l'idée de faire évoluer la vieille Europe des Patries, jusqu'ici confédération plutôt lâche d'États-nations regroupés au sein d'une union douanière, vers une Europe plus homogène, sur un modèle quasiment fédéral.

Il se pourrait bien, par conséquent, que le refus de Mme Thatcher de se joindre aux autres États membres pour essayer d'enclencher ce processus d'harmonisation, et même dans certains cas d'unification économique, ne se traduise par l'isolement du Royaume-Uni. Une telle situation aurait des conséquences fâcheuses non

V E R S L ' U N I O N M O N É T A I R E ?

seulement d'un point de vue politique, mais aussi sur le plan économique et monétaire, en particulier pour une institution comme la City — mais j'y reviendrai ultérieurement. Autrement dit, les raisons et les pressions ne vont pas manquer pour pousser à rouvrir le débat. L'unification des monnaies est une question d'une trop grande portée pour que même quelqu'un de la trempe de Mme Thatcher puisse prétendre l'avoir tranchée une fois pour toutes.

UN PROFOND REMANIEMENT DES STRUCTURES MONÉTAIRES

Si ces questions monétaires revêtent aujourd'hui une telle importance, c'est précisément parce qu'elles sont intimement liées à la création d'un marché unique européen, notamment dans le domaine des services financiers. Ce n'est pas simplement par hasard, en effet, que la perspective de voir se créer un marché unique en 1993 a conduit à envisager un profond remaniement des structures monétaires de l'Europe. Les deux problèmes sont liés à plus d'un titre.

En premier lieu, la suppression de tout ce qui fait obstacle à la libre circulation des devises et des capitaux va considérablement aggraver le danger inhérent à toute attaque spéculative sur une monnaie perçue comme pouvant faire l'objet d'une réévaluation unilatérale. Il ne sera plus possible d'ajourner un ajustement de taux de change jusqu'à l'aboutissement d'un long processus politique de discussion, de compromis et d'accord ; pas plus qu'il ne sera possible entre-temps de maintenir les taux d'intérêt intérieurs à un niveau relativement stable, grâce à des mesures de contrôle des changes visant à atténuer l'effet des anticipations se donnant libre cours sur les euro-marchés. Avec la création d'un marché européen des devises et des capitaux, unifié et fluide, il sera donc de plus en plus difficile de gérer le mécanisme des parités liées mais ajustables, comme on a pu le faire depuis 1979. Il faudra alors probablement, soit adopter un système beaucoup plus souple, avec des marges de fluctuation plus importantes et des réalignements plus fréquents (qui auront l'inconvénient d'amoindrir la discipline imposée par le régime actuel et son pouvoir anti-inflationniste), soit s'orienter vers un véritable système de taux de change fixes, équivalant peu ou prou à une union monétaire où il n'y aura plus de réévaluations arbitraires et où la spéculation jouera un rôle stabilisateur.

Certains aimeraient peut-être réintroduire davantage de souplesse au sein du SME, moyennant par exemple l'utilisation de parités mobiles et de zones cibles, comme on le préconise plus généralement en ce moment sur la scène internationale. L'un des inconvénients de cette approche, cependant, est que l'incertitude, la complexité et les coûts inhérents à un régime de taux de change flottants vont à l'encontre de l'unification du marché que beaucoup d'autres mesures de la CEE, acceptées par tous y compris le gouvernement britannique, sont par ailleurs censées promouvoir.

Les calculs présentés dans le rapport Cecchini sur les gains qui pourraient découler d'un marché unique des services financiers ne m'impressionnent pas. Leurs auteurs ne font que reprendre la théorie des échanges généralement appliquée aux autres secteurs industriels. Ils estiment tout d'abord l'écart entre les prix de certains produits/services pratiqués par les intermédiaires financiers des divers pays concernés et retiennent l'hypothèse qu'une concurrence accrue aurait pour effet, dans les pays où les prix sont élevés, de ramener ceux-ci à des niveaux plus proches de la moyenne observée ailleurs. Après quoi, il ne leur reste plus qu'à évaluer l'avantage résultant pour le consommateur, la perte subie par le producteur et le gain net global,

UNIFICATION DES MONNAIES

en tenant compte de certaines hypothèses sur l'élasticité de l'offre et de la demande. Il n'y a rien de mal à cela, mais, étant donné le nombre limité des services analysés, l'échantillon restreint des intermédiaires et les incertitudes des diverses hypothèses retenues, ces résultats ne peuvent, au mieux, que fournir un ordre de grandeur.

En outre, cette approche néglige à mon avis les avantages beaucoup plus importants que pourrait entraîner l'unification des monnaies ainsi que les coûts qui résulteraient si, dans certaines parties du marché théoriquement unifié, les monnaies continuaient de subir des fluctuations aussi considérables qu'imprévisibles. Je ne fais pas tant référence ici au coût supplémentaire des transactions sur les devises elles-mêmes ni des opérations de couverture sur le marché à terme, qu'au temps, à l'énergie et à la matière grise qu'il faudrait nécessairement fournir pour faire face à cette source de perturbations considérables et en fin de compte inutiles pour le marché.

Permettez-moi à cet égard de faire une analogie. Supposons, par exemple, qu'au lieu d'être incertain, le temps soit fixe, mais avec les mêmes moyennes de température, d'ensoleillement et de pluviosité que maintenant, soit de la pluie tous les jeudis et du soleil tous les samedis. Ne pensez-vous pas que cela supprimerait beaucoup de complications inutiles, de pertes de temps et d'efforts superflus dans la vie ? *A contrario*, imaginez ce qui arriverait si le lever et le coucher du soleil, au lieu de se produire à des moments déterminés de la journée, étaient des événements stochastiques et soumis à des influences à peine compréhensibles. Naturellement, vous pouvez me dire que ce sont là des comparaisons tirées par les cheveux dans la mesure où le temps et la lumière du jour affectent tout le monde en permanence, alors que la précarité des taux de change ne se fait ressentir qu'occasionnellement. Soit, mais du point de vue de la plupart des entreprises et des industries, une certaine marge de fluctuation aléatoire autour d'une valeur météorologique moyenne n'a guère d'impact, tandis que les variations de change dans une économie où près d'un tiers de la production est exporté ou importé sont un casse-tête de tous les instants.

141

Il me semble donc que les économies d'échelle attendues de l'unification du marché européen, et de l'accroissement de la compétitivité et de l'efficacité au sein de ce marché, en particulier dans le domaine des services financiers, dépendent pour une bonne part de l'unification parallèle des monnaies, et je crois de la même façon qu'elles seront anéanties ou gaspillées si les taux de change entre les partenaires commerciaux européens se montrent aussi volatiles sinon plus que par le passé.

LES INCONVÉNIENTS DE L'UNIFICATION DES MONNAIES

Il y a donc à première vue de bonnes raisons de penser qu'un système monétaire unifié pourrait être bénéfique, et peut-être même très bénéfique pour l'ensemble de la société. Si l'on admet même partiellement cette possibilité, quelles raisons, quels arguments peuvent-ils être alors invoqués par ceux qui s'opposent à cette unification, je ne citerai pas de noms, pour refuser semble-t-il à la société de tels avantages ?

Il y en a effectivement plusieurs. Souvenons-nous que le Chancelier de l'Échiquier a récemment déclaré à plusieurs reprises, notamment chez le maire de Londres, que les taux d'intérêt nominaux étaient pour lui, et en général, le principal instrument de contrôle de l'économie. Or si le Royaume-Uni est obligé de fixer ses taux d'intérêt en fonction d'un taux de change fixe, ou pire si l'unification totale du système monétaire implique l'existence d'un taux d'intérêt européen unique, cela ne veut-il pas dire que nous avons perdu le contrôle de notre propre destinée

VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

économique et que nous ne sommes plus en mesure de définir et de défendre notre propre intérêt national ?

Mais dans quelle mesure les autorités exercent-elles un contrôle réel sur la situation, pourrait-on demander, et quelle peut être leur efficacité ? Depuis la parution d'un célèbre article de Sargent et Wallace en 1975, il est généralement admis que si les marchés s'ajustent et s'équilibrent parfaitement, et si les agents économiques sont rationnels, la politique monétaire ne peut pas systématiquement affecter la production réelle ni les décisions de répartition touchant l'économie réelle, mais seulement le taux d'inflation et les grandeurs nominales. Cette analyse ne devrait pas faciliter l'argumentation du gouvernement actuel contre l'union monétaire, étant donné sa croyance idéologique dans la perfection des marchés libres et la rationalité des agents économiques.

Si l'on estime en effet que la liberté du marché est à ce point synonyme d'efficacité, il faut admettre qu'en cas d'unification des monnaies, la seule variable échappant au contrôle des gouvernants serait le taux d'inflation et rien de plus. D'après certains économistes, les gouvernements s'accrochent à leur pouvoir de contrôle sur les politiques monétaires nationales parce que la possibilité qu'ils ont de faire tourner plus vite la planche à billets et de déprécier ainsi la dette nominale par le biais de l'inflation leur procure en fait une source de revenu sous la forme d'une plus-value fiscale.

Il est vrai que sous un régime unifié de taux de change fixes, garant d'une inflation modérée, certains pays du sud de l'Europe auront du mal à remplacer les ressources tirées du seigneurage (et de la fiscalité relativement lourde qui frappe leurs intermédiaires financiers à travers les coefficients de réserves obligatoires). Mais tel n'est pas le cas du Royaume-Uni où les recettes publiques de cette provenance sont très limitées. Étant donné la ferme volonté du gouvernement actuel d'enrayer la hausse des prix et d'assainir les finances, on voit mal comment il pourrait s'opposer à l'unification des monnaies sous le prétexte qu'elle lui retirerait la possibilité de tirer profit d'une inflation temporaire et imprévue. L'argument contraire, à savoir qu'en agissant séparément nous pourrions freiner l'expansion monétaire et l'inflation de façon plus efficace que ne le ferait une Banque centrale européenne, ne tient pas non plus si l'on songe à notre passé et à l'insistance probable des Allemands pour que cette banque soit tout aussi indépendante que la Deutsche Bundesbank, et de préférence imprégnée du même esprit, sinon du même personnel.

En outre, il n'y a pas si longtemps que les gouvernements britanniques sont à même d'utiliser la politique monétaire et les taux d'intérêt comme un moyen d'action autonome. Jusqu'en 1914 au moins, non seulement la Banque d'Angleterre était en grande partie indépendante de Whitehall, mais, qui plus est, l'ajustement des taux d'intérêt avait pour but essentiel de maintenir la convertibilité indiscutée de la livre en or selon la parité fixée. L'étalon or, qui suppose une unification très poussée du système monétaire international, n'est-il pas ou ne devrait-il pas être l'un des piliers du système victorien d'auto-discipline et de rectitude auquel le Premier ministre se réfère si souvent avec admiration ? Et même après, au cours de la période plus calme et généralement prospère des années cinquante et soixante, dans le cadre du système mis en place à Bretton Woods, l'ajustement des taux d'intérêt visait en général à préserver l'équilibre extérieur et n'était pas perçu comme un instrument de contrôle interne autonome à la disposition des pouvoirs publics.

Par conséquent, on pourrait conclure que la perte d'autonomie nationale et la possibilité de contrôler son propre destin, qui ont découlé premièrement de l'adoption de taux de change fixes, puis de l'unification du système monétaire, relèvent beaucoup plus du symbole que de la réalité. C'est tout à fait mon avis ; toutefois, il ne

UNIFICATION DES MONNAIES

faudrait pas commettre l'erreur de faire comme si les symboles n'avaient pas d'importance ou n'étaient pas capables de déchaîner les passions. Après tout, le drapeau national n'est pas autre chose qu'un symbole, mais on ne pourrait pas en changer pour des couleurs plus attrayantes sans provoquer de gros remous. En fait, je suis même enclin à penser, vu la facilité avec laquelle on pourrait sans doute monter une attaque politique contre tout ce qui risquerait de menacer les principaux symboles du nationalisme, qu'il faudrait veiller de près à préserver ces symboles que sont les monnaies nationales et même probablement les Banques centrales des différents pays pendant la construction de l'union européenne.

SYMBOLES NATIONAUX CONTRE LOGIQUE ÉCONOMIQUE PURE

Mais pour que la politique monétaire ne puisse pas avoir une incidence systématique sur les variables réelles, il faut que les marchés fonctionnent parfaitement. Or le chômage massif qui sévit depuis dix ans, lui-même occasionné par une surévaluation excessive de la livre au début des années quatre-vingt, indique que les marchés de l'emploi, et sans doute aussi d'autres marchés, n'atteignent pas le degré de perfection nécessaire pour que la monnaie ne joue qu'un rôle nominal d'écran, sans effet réel. Si les taux de salaire, à Birmingham par exemple, restent trop élevés par rapport à ceux d'Essen ou de Lyon, il faut alors accepter la dépression et le chômage à Birmingham ou bien dévaluer la livre de façon à restaurer artificiellement une compétitivité que les marchés de l'emploi semblent incapables d'assurer par eux-mêmes. Notons, à cet égard, que ce problème de l'inertie du marché du travail a les mêmes effets à l'échelle régionale de l'Europe qu'au sein de chaque pays pris séparément, par exemple entre Londres, Coventry et Newcastle ; pourtant, personne ne préconise la création d'une monnaie des West Midlands ou d'une Banque centrale de Birmingham. Le fait qu'il ait été question à une époque d'une Banque centrale écossaise émettant sa propre monnaie, et la décision des Irlandais d'abandonner la parité fixe avec la livre pour entrer dans le SME témoignent une fois de plus de l'importance suprême des considérations politiques et des symboles nationaux plutôt que de la logique économique.

143

Il existe toutefois d'autres raisons économiques qui expliquent pourquoi il est plus facile de réaliser l'unité monétaire au sein d'un État (du reste, on a du mal à imaginer un pays où cette unité n'existerait pas) qu'entre des États différents. D'abord, l'unicité des institutions nationales favorise davantage la mobilité interne de la main-d'œuvre que les migrations internationales, ce qui permet d'aplanir plus facilement les disparités régionales. En second lieu, les décisions prises en matière de recettes fiscales et de dépenses publiques le sont dans une large mesure, encore qu'il y ait des exceptions, au niveau central. En outre, les responsables de ces décisions et ceux qui font l'opinion ont tendance à considérer le bien-être de toute la nation de façon relativement égalitaire, alors qu'il en va de toute évidence autrement dès que l'on commence à faire des comparaisons avec l'étranger. Par conséquent, les régions (temporairement) défavorisées bénéficient presque automatiquement du soutien de l'État grâce à de vastes transferts publics. Newcastle peut être perdante sur le plan de la compétitivité parce qu'elle ne peut pas dévaluer vis-à-vis de Londres, mais elle s'y retrouve en définitive largement en termes de subventions budgétaires.

Or ces conditions de centralisation fiscale n'existent pas au niveau de la CEE, de sorte qu'en présence de difficultés comparables sur tel ou tel marché de l'emploi, il ne peut y avoir de compensation transnationale aussi importante et certainement pas aussi automatique. On peut soutenir que le succès d'un système de changes fixes, dans la perspective de l'unification ultérieure des monnaies, dépendrait justement de

VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

la possibilité d'opérer de tels transferts publics entre pays. Un argument qui donne peut-être à son tour une raison supplémentaire à Mme Thatcher de refuser le principe d'une monnaie unique, dans la mesure où il en résulterait à coup sûr des pressions en faveur d'un transfert du pouvoir national sur le plan budgétaire et monétaire au profit d'une autorité fédérale.

Reste à savoir, et c'est là une question difficile, quelle devrait être exactement l'ampleur de la redistribution des ressources pour que des régions temporairement affaiblies et non compétitives acceptent de ne pas utiliser leur taux de change pour améliorer leur situation. Il est clair qu'une centralisation budgétaire totale n'est pas nécessaire. Aux États-Unis, par exemple, une bonne part des recettes fiscales totales est prélevée au niveau des États et des collectivités locales. D'ailleurs, la centralisation est d'autant moins nécessaire que les recettes fiscales obtenues à l'échelon fédéral sont spécialement destinées à être redistribuées. Cela dit, il est peut-être plus difficile de mettre tout le monde d'accord sur les critères à appliquer pour des aides spécifiques que de procéder de façon quasi-automatique à des transferts budgétaires nets dans le cadre d'un système de centralisation des fonds publics. Il y a là un dilemme évident. La redistribution de ressources spécifiquement destinées à des régions en difficulté risque de poser des problèmes politiques et, tout comme la politique régionale du Royaume-Uni, elle aboutit trop souvent à doper artificiellement des industries en déclin. D'autre part, venir en aide à des régions déshéritées par des mécanismes de stabilisation centralisés au fonctionnement quasi-automatique suppose une concentration financière sans doute inacceptable.

Quoi qu'il en soit, ce point de vue selon lequel un régime de parités fixes implique la nécessité d'avoir recours à des transferts budgétaires pour atténuer les contraintes engendrées par les imperfections du marché de l'emploi, sous peine de voir se développer des tensions économiques et politiques insupportables, se heurte au contre-exemple de l'étalon or. Il faut bien reconnaître, en effet, que ce système était fondé sur des parités quasiment immuables et qu'il fonctionnait très bien sans transferts de ressources d'un pays à l'autre. Les imperfections du marché de l'emploi étaient-elles donc moindres avant 1914, ou la théorie des transferts compensateurs est-elle exagérée ?

UNE SOLUTION DU TYPE ÉTALON OR

Je ne connais pas la réponse à cette question, mais l'intérêt de ces analogies historiques, et ce sans oublier la crainte générale de voir les symboles nationaux se dissoudre dans un fédéralisme pourtant encore théorique et timidement défendu, est de montrer que pour mettre en place un système de taux de change fixes et réaliser, à terme, l'unification des monnaies, il vaudrait peut-être mieux revenir à une solution du type étalon or que de s'acheminer vers la création des États-Unis d'Europe. De fait, le retour à une discipline monétaire et à un régime tels que l'étalon or trouve beaucoup de partisans dans la droite radicale chère à Mme Thatcher. Il y a quelques années, le Président Reagan a même créé une commission pour étudier la question ; s'il n'en est rien sorti, ce n'est pas parce que tous ses membres approuvaient la politique monétaire arbitraire alors en vigueur aux États-Unis, mais parce qu'ils n'ont pas réussi à se mettre d'accord sur la formule à adopter.

Le principe même de l'étalon or, bien entendu, était que les banques centrales achetaient ou vendaient de l'or dans des limites très restreintes pour maintenir la convertibilité de leur monnaie dans ce métal (les frais de transport et d'assurance des

UNIFICATION DES MONNAIES

exportations d'or ayant quand même pour effet dans la pratique de relever les points d'or). Il n'est pas possible ni souhaitable, à mon avis, de faire à nouveau de l'or la pièce maîtresse de notre système monétaire. Mais je ne vois pas pourquoi ne pas exiger de chaque Banque centrale qu'elle intervienne sur le marché des changes pour maintenir des parités bilatérales ou multilatérales dans des marges très étroites, au sein du SME, de façon à garantir la fixité des taux de change les uns par rapport aux autres.

À cette fin, il suffirait de quelques ajustements d'ordre technique. Tout d'abord, chaque Banque centrale prêterait d'énormes sommes de sa propre monnaie aux autres Banques centrales et leur emprunterait en retour d'énormes sommes en devises, d'où une massive expansion multilatérale des réserves. Cela présenterait le double avantage de procurer une marge de manœuvre suffisante pour empêcher définitivement toute attaque spéculative et de décourager les dévaluations unilatérales, à cause de la perte qui en résulterait sur la monnaie empruntée. Ensuite, et c'est plus important, toutes les opérations d'*open market* devraient exclusivement avoir lieu sur le marché des devises, et dans le seul et unique but de stabiliser les taux de change. Par principe, chaque Banque centrale s'abstiendrait ainsi totalement de monétiser les instruments de la dette de son propre État. Cela devrait plaire à Mme Thatcher. Si elle a approuvé l'indexation des emprunts obligataires, en effet, c'est en partie pour dissuader ses éventuels successeurs de céder à des tentations inflationnistes. De ce point de vue, il serait pourtant bien plus efficace de faire en sorte qu'il ne soit plus possible, de par la constitution, qu'une Banque centrale puisse jamais envisager de monétiser la dette publique.

En revanche, les Banques centrales devraient pouvoir continuer de jouer leur rôle de prêteur de dernier ressort auprès des intermédiaires financiers du secteur privé. Je n'y vois pour ma part aucun inconvénient si les effets qui peuvent en découler sur le taux de change sont vigoureusement neutralisés.

145

Ainsi, les Banques centrales et les monnaies nationales resteraient au centre du système, la différence essentielle étant que ces banques interviendraient uniquement sur le marché des devises pour fixer le taux de change, au lieu de manipuler les taux d'intérêt sur les marchés monétaires intérieurs. Les déséquilibres qui pourraient survenir dans chaque pays au niveau de la demande de monnaie, par exemple à la suite de variations saisonnières ou en fonction des jours de la semaine, seraient corrigés par l'arbitrage des banques commerciales. En fait, l'un des avantages d'une Europe monétaire unifiée serait que les difficultés propres à telle ou telle région — grèves, fusions, nouvelles émissions, etc. — seraient absorbées par l'ensemble de la communauté. Ainsi, si la demande de monnaie augmentait tous les jeudis au Royaume-Uni, l'augmentation des taux d'intérêt dans ce pays entraînerait par exemple un flux d'argent du deutschemark vers la livre. La Bundesbank et la Banque d'Angleterre vendraient alors des livres contre des marks pour stabiliser les taux de change et équilibrer les taux d'intérêt dans les deux pays.

Je suppose qu'il y aurait symétrie des opérations dans la mesure où les échanges de devises des Banques centrales se feraient à des taux de change fixes, de sorte que la base monétaire européenne demeurerait inchangée. On pourrait préconiser le maintien d'un stock nominal de monnaie de base, mais cela aurait, semble-t-il, une influence trop déflationniste sur les pays possédant un réel potentiel de croissance. Par conséquent, outre leur principal objectif de stabilisation des taux de change par des échanges de devises, les Banques centrales devraient aussi coordonner l'expansion de la base monétaire. Si nous conservons nos symboles nationaux, ce que je crois souhaitable, la solution consistera pour les Banques centrales à procéder simultanément à des achats de titres, privés de préférence, de

VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

façon à obtenir le même pourcentage d'accroissement de la base monétaire dans chaque centre. Naturellement, l'ampleur de cet accroissement ferait l'objet d'une décision adoptée d'un commun accord à l'échelon central et liant toutes les parties. La décision serait prise par les autorités des Banques centrales européennes, dans un cadre de travail qui constituerait en fait le prototype d'une Banque centrale européenne.

Reste la question de savoir sur quels critères fonder le rythme d'expansion de la base monétaire européenne, que ce soit selon une règle quelconque, de façon arbitraire compte tenu de l'évolution des revenus nominaux, de l'inflation et des taux d'intérêt, ou d'une autre manière. La dimension européenne ne change rien au débat sur le type de politique à adopter en la matière.

Vous pensez peut-être à nouveau que je vais chercher loin, mais je ne le crois pas. Toute action visant à la mise en place d'un véritable système de taux de change fixes suppose que les Banques centrales nationales s'emploient exclusivement aux tâches que je viens de définir, en s'abstenant à la fois de fixer les taux d'intérêt intérieurs à un niveau incompatible avec la stabilité du taux de change, et à soutenir les titres de la dette publique. En outre, le taux global de l'expansion monétaire doit être déterminé dans un cadre européen et accepté par tous. Une fois cet objectif atteint, il ne serait pas difficile d'envisager de nouvelles mesures visant à l'unification totale du système monétaire, par exemple la création d'une monnaie européenne commune, avec un taux de change fixe par rapport à chaque monnaie locale et utilisée comme moyen de paiement légal dans toute l'Europe.

L'UNION MONÉTAIRE : L'EXPRESSION D'UNE VOLONTÉ POLITIQUE

Les modifications qu'il conviendrait d'apporter au fonctionnement des Banques centrales pour mettre en place un véritable régime de changes fixes sont relativement simples sur le plan technique. Toutefois, elles supposent une révision générale des priorités, car la stabilisation du taux de change doit absolument prendre le pas sur toute considération interne, qu'il s'agisse des taux d'intérêt ou des conditions du marché de l'emploi, dans la conduite des opérations monétaires.

À mon sens, un tel changement de cap doit être l'expression d'une ferme volonté politique, puisque de cette étape décisive dépendra forcément, ensuite, l'attitude des banques centrales face à l'évolution du marché. Tant que chaque institut d'émission, régulièrement mis en demeure de choisir entre les objectifs contradictoires de l'équilibre macro-économique intérieur ou de la stabilité extérieure, pourra opter pour la première solution et agir en conséquence, il ne sera pas question de taux de change fixes. Et dans ces conditions, rien n'empêchera des marchés libres de conduire des attaques spéculatives sur les monnaies.

Je ne pense pas qu'un processus asymptotique de convergence graduelle vers l'unification puisse faire disparaître ce genre de dilemme ni même le rendre beaucoup moins fréquent. Et je ne crois pas non plus que l'on puisse compter sur les forces du marché pour motiver des mesures allant dans le sens d'une réelle fixité des changes. Tant que chaque pays conservera son propre gouvernement, avec des programmes de dépenses et un système fiscal spécifiques, et tant que les marchés de l'emploi resteront un tant soit peu cloisonnés, ce qui ne semble pas vouloir cesser de jour au lendemain, les conflits entre stabilité interne et externe seront inévitables. C'est pourquoi le seul moyen de parvenir à un authentique système de parités fixes consiste à l'imposer d'en haut par une décision politique.

UNIFICATION DES MONNAIES

C'est à ce point, je le crains, que la question risque d'être escamotée par des considérations sur la convergence des politiques économiques, l'harmonisation des objectifs et la stabilisation progressive des taux de change en tant que processus conduisant de façon presque imperceptible à la fixité totale des parités. Il n'est pas difficile d'imaginer, en effet, les gouverneurs de Banques centrales du Comité Delors affirmer que si l'unification des monnaies est bel et bien l'objectif à long terme, le moyen d'y parvenir passe obligatoirement par une convergence graduelle des politiques. Mais qu'entend-on exactement par convergence dans ce domaine ? Si l'on suppose, par exemple, que les coûts unitaires de main-d'œuvre augmentent plus vite au Royaume-Uni qu'en Allemagne, la convergence en matière de rythme d'inflation et de compétitivité implique alors que les taux d'intérêt soient plus élevés au Royaume-Uni ; or il y a de fortes chances, comme on l'a vu au printemps dernier pour que cet écart entre les taux d'intérêt soit incompatible avec la stabilité des taux de change. Étant donné la différence des comportements nationaux vis-à-vis de l'épargne et de l'investissement, l'évolution incertaine et imprévisible de ces comportements, et la disparité des besoins de dépenses du fait des profils démographiques existants, comment est-il possible de mesurer la convergence des politiques des pays membres de la CEE dans le domaine des finances publiques ? Quelqu'un est-il en mesure de dire si les politiques budgétaires de la France, de l'Allemagne et du Royaume-Uni sont actuellement convergentes ? Comment les évaluer dans cette optique et que faire pour les rapprocher ?

L'existence d'une réserve d'épargne commune à l'Europe pourrait effectivement être un problème si des pays impatientes d'obtenir des résultats étaient tentés de se l'accaparer, mais je me demande dans quelle mesure il faut réellement s'en inquiéter. La possibilité de monétiser la dette du secteur public étant écartée, l'évaluation par le marché de chaque pays débiteur devrait être, de fait, beaucoup plus dissuasive pour les gouvernements enclins à l'emprunt que les contraintes actuelles.

147

L'appel en faveur d'une convergence graduelle des politiques économiques en vue de parvenir finalement à l'unification des monnaies est un thème qui revient constamment, en particulier, pour prendre un exemple, dans le discours qu'a prononcé Anthony Loehnis en juin dernier devant le Parlement européen de Strasbourg, sur le thème « *La création d'une monnaie et d'une banque centrale européennes — un point de vue britannique.* » Selon le compte rendu qui en est fait dans le bulletin trimestriel de la Banque d'Angleterre daté du mois d'août, M. Loehnis « *fait valoir que l'union monétaire sera le point culminant d'une progression graduelle vers une plus grande convergence des politiques et des résultats économiques, processus dont la réalisation du grand marché intérieur marquera une étape décisive, et que toute initiative prématurée dans le domaine monétaire pourrait compromettre les progrès accomplis sur la voie de ce marché unique* ». On le voit, il sera assez tentant pour les membres du Comité Delors de conclure que l'unification des monnaies est certes l'objectif vers lequel il faut tendre, mais que le moyen d'y parvenir passe obligatoirement par une plus grande convergence des politiques économiques ce qui, bien entendu, relève davantage de la responsabilité des gouvernements que de celle des banques centrales.

Ayant marqué mon désaccord avec Anthony Loehnis quant à l'un des thèmes essentiels de son intervention, je suis heureux de dire que je partage en revanche pleinement son avis sur un autre point, lorsqu'il déclare : « *En ce qui concerne l'union monétaire, il me semble que la promotion de l'Écu en tant que monnaie est une diversion.* » Soit dit en passant, cette phrase cause peut-être aujourd'hui un certain embarras à son auteur étant donné l'importance que le Royaume-Uni attribue désormais à cette diversion, dans l'espoir de renouer avec son identité européenne

V E R S L ' U N I O N M O N É T A I R E ?

grâce à la création d'un marché de bons du Trésor en Écu. Aussi utile que puisse être, cependant, le développement d'un instrument financier possédant les caractéristiques particulières de l'Écu, ne serait-ce que pour permettre aux Banques centrales d'ajuster leur position de réserve sans être contraintes à des négociations bilatérales parfois difficiles, la préparation de l'union monétaire, sur la base d'un régime de changes fixes, suppose avant tout une remise en cause des priorités et des méthodes de fonctionnement des banques centrales, et non la création de nouveaux instruments financiers.

Je crois que l'argument qui consiste à faire de l'unification des monnaies l'ultime conséquence d'une convergence graduelle des politiques économiques est un argument foncièrement trompeur et illusoire. Il est certain qu'un grand nombre de mesures pourraient être prises, notamment pour améliorer le fonctionnement des marchés de l'emploi, favoriser les migrations de main-d'œuvre ou développer les transferts de ressources vers les régions en difficulté, en imputant par exemple les allocations de chômage sur le budget européen, qui faciliteraient beaucoup le passage à un système de taux de change fixes. Mais tant que les décisions budgétaires et les négociations salariales resteront essentiellement du ressort national, ce qui n'est pas près de changer, il est à mon avis chimérique de penser que la convergence des politiques économiques puisse mener progressivement et sans douleur à un véritable régime de changes fixes, et à plus forte raison à l'unification des monnaies. Toutefois, cela ne doit pas nous empêcher d'œuvrer pour atteindre cet objectif, en sachant que ce qui importe avant tout, c'est la volonté politique de changer radicalement l'ordre des priorités dans la conduite des politiques monétaires nationales.

MME THATCHER PEUT-ELLE DIVORCER DE L'EUROPE ?

Peut-on espérer un tel revirement dans les quelques années à venir ? Je doute que Mme Thatcher y soit préparée ; elle a déjà déclaré qu'elle y était farouchement hostile et elle n'est pas du genre à se laisser facilement influencer une fois sa décision prise.

Du temps de la reine Victoria, on avait coutume de conseiller aux jeunes filles, à un moment critique de leur vie biologique, de rester étendues, les yeux fermés, et de penser à l'Empire. Aujourd'hui, quand on aborde la question de l'union monétaire, on aimerait suggérer au Premier ministre de fermer les yeux et de penser à l'étalon or. Dans cette optique, tout progrès accompli en vue de l'instauration d'un système de taux de change fixes et, finalement, de l'unification des monnaies, pourrait être ainsi perçu comme un moyen d'établir un régime monétaire sur une base financière parfaitement saine et anti-inflationniste. Malheureusement, peu importe, je le crains, que Mme Thatcher soit ou non capable de voir les avantages qu'il y aurait à empêcher ses éventuels successeurs d'user, ou d'abuser, de la politique monétaire, elle ne veut voir dans l'immédiat que la perte d'autonomie et de pouvoir dont elle aurait à faire les frais.

Je doute que la perspective de diminuer quelque peu les pouvoirs de Mme Thatcher suscite à l'heure actuelle un tollé général. En revanche, l'opposition du public sera plus prompte à se manifester si l'on donne l'impression de toucher aux symboles nationaux, à la monnaie nationale ou à la Banque centrale. C'est pourquoi je crois que la voie de l'unification des monnaies doit nécessairement passer par l'adoption d'un véritable système de taux de change fixes, dans lequel les monnaies nationales et les Banques centrales resteront en place, mais où elles seront étroitement liées les unes aux autres par l'obligation faite aux autorités monétaires de conduire leur politique selon des méthodes quelque peu modifiées et avec des objectifs radicalement différents.

On peut ne pas partager mon avis ni approuver mes propositions — je suppose

UNIFICATION DES MONNAIES

que je suis loin de faire l'unanimité —, mais il me semble qu'avec l'avènement du marché unique européen, les pays qui forment le noyau du SME auront une motivation suffisante pour rechercher une plus grande fixité des taux de change et peut-être même un certain degré d'intégration de leurs monnaies. S'ils s'orientaient dans cette direction, laissant à l'écart le Royaume-Uni et sans doute aussi certains pays du sud de l'Europe, on peut alors se demander quelles seraient les conséquences pour l'industrie britannique ou pour la City.

Je pense que personne ne peut répondre à cette question. Comme je l'ai déjà dit, je crois que des taux de change flottants constituent un grave obstacle à la création d'un grand espace économique unifié, de sorte que le Royaume-Uni devrait bénéficier moins que ses partenaires du marché plus vaste et plus compétitif qui doit voir le jour en 1993. En ce qui concerne les services financiers, il est évident que la livre perdrait beaucoup de son poids vis-à-vis du système de parités fixes, voire de monnaies unifiées, du continent. Cela a-t-il une importance pour la City? On cite souvent l'exemple des euro-marchés pour répondre que non, puisque Londres est spécialisée dans l'intermédiation off-shore. Peut-être, mais les contraintes étaient alors moins nombreuses : il n'y avait pas de coefficients de réserves obligatoires et le cadre réglementaire était plus souple qu'aux États-Unis. Si les Américains n'avaient pas eu ce handicap, est-ce que l'on n'aurait pas jugé plus logique de traiter le dollar à New York plutôt qu'à Londres? Et si la réglementation est la même dans toute l'Europe, aussi sévère ou plus sévère même à Londres qu'à Paris ou à Francfort, est-ce qu'il ne paraîtra pas plus logique de traiter l'Europe à Francfort, Bruxelles ou Paris plutôt qu'à Londres?

Autrement dit, je doute que nous puissions rester à l'écart d'un système monétaire commun aux autres pays d'Europe sans qu'il nous en coûte rien sur le plan politique comme sur le plan économique. □

149

