



L'UNION MONÉTAIRE : SUCCÈS ET DÉFIS

INTERVIEW

ALEXANDRE LAMFALUSSY *

Jean-Pierre Robin : En tant que président de l'Institut monétaire européen (IME), de 1994 à 1997, vous avez été l'architecte et le maître d'œuvre de la Banque centrale européenne (BCE). Quels étaient alors vos espoirs et vos craintes ?

1

Alexandre Lamfalussy : Avec peut-être un excès de franchise, j'avais publiquement déclaré au départ que les chances de réussite et d'échec du projet étaient de 50 % chacune ! Rien ne me semblait, en effet, gagné d'avance. La mission confiée à l'IME était de deux ordres. Il s'agissait tout d'abord de coordonner les politiques monétaires nationales, de faire en sorte que les États et les Banques centrales, qui gardaient alors une totale souveraineté, convergent et remplissent les critères de Maastricht, d'inflation et de déficit budgétaire essentiellement.

L'autre mandat était la construction de la Banque centrale européenne, qui devait être opérationnelle et en mesure d'exécuter une politique monétaire unique au plus tard au 1^{er} janvier 1999. C'était la partie technique de notre tâche. Elle consistait à rendre compatibles les instruments existants de politique monétaire, que ce soient les

* Professeur émérite à l'Université catholique de Louvain.

Président du Comité des sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières (2000-2001), président de l'Institut monétaire européen (1994-1997), directeur général de la Banque des règlements internationaux (1984-1993), membre du Comité Delors chargé d'étudier la mise en place de l'Union économique et monétaire (1988-1989).

Propos recueillis par Jean-Pierre Robin, journaliste au Figaro.



statistiques ou les modalités d'opération, de façon à pouvoir les fusionner.

Je pensais initialement que la véritable difficulté serait de faire converger les politiques nationales. L'IME n'avait, en effet, qu'une capacité d'avis à cet égard, et ne pouvait en aucun cas avoir autorité sur les Banques centrales nationales et la politique économique des États. La préparation purement technique semblait, en revanche, poser relativement moins de problèmes. Or, curieusement c'est l'inverse qui s'est passé.

Jean-Pierre Robin : Pourquoi le travail de préparation politique s'est-il révélé plus facile que les aspects techniques ?

Alexandre Lamfalussy : Je me suis aperçu très vite qu'un mouvement de convergence était à l'œuvre depuis des années déjà. Tous les États candidats à la monnaie européenne partageaient peu ou prou les mêmes objectifs de stabilité des prix. L'idée qu'il puisse y avoir un arbitrage entre inflation et lutte contre le chômage, que l'on puisse laisser dériver les prix pour créer plus d'emplois, comme on l'avait cru bien imprudemment dans les années 1970, appartenait à un passé révolu. Dès le milieu des années 1980 on avait assisté à un mouvement de désinflation partout en Europe et, en même temps, les écarts entre pays s'étaient sensiblement réduits. Avant même que l'IME soit créé, le travail de rapprochement était donc bien entamé.

En revanche, quand il s'est agi de faire fusionner les instruments de politique monétaire des Banques centrales nationales, on s'est heurté à des pratiques historiques souvent singulières. Chaque Banque nationale considérait que ses propres méthodes étaient les meilleures. Tout était source de problème ; même la définition commune d'un rendement de certificat du Trésor constituait une difficulté ! Le problème le plus important à régler fut le choix des outils de politique monétaire. Alors que depuis des années, la quasi-totalité des pays pratiquaient des opérations d'*open market* ou de prise en pension des certificats du Trésor, les autorités allemandes ou autrichiennes avaient également recours au réescompte. Persuader la Bundesbank qu'elle devait y renoncer nous a pris toute une année ! Pour les Allemands l'enjeu n'était pas seulement technique : le réescompte permettait aux petites banques d'avoir un accès direct à la Banque centrale.

Jean-Pierre Robin : La Bundesbank n'a-t-elle pas néanmoins servi de modèle à la future BCE, comme on le prétend souvent ?

Alexandre Lamfalussy : Il est exact que la Bundesbank a servi de



modèle pour la stratégie monétaire, moins d'ailleurs dans son objectif de stabilité des prix que dans sa philosophie de base de contrôle de la masse monétaire. En revanche, il n'en a rien été pour les procédures techniques elles-mêmes, comme en témoigne par exemple la suppression du réescompte.

Jean-Pierre Robin : Comment êtes-vous parvenus à surmonter les particularismes nationaux qui pour être purement techniques n'en étaient pas moins tenaces ?

Alexandre Lamfalussy : C'était évidemment une nécessité absolue. Les systèmes informatiques devaient être mis en concordance de façon à rendre compatibles les systèmes de paiements au premier jour de la monnaie unique. Dès la deuxième année d'existence de l'IME, nous avons commencé à trouver des solutions ; nous avons effectué des recrutements de gens appartenant à toutes les banques nationales, dont l'âge moyen était de 32 ans. Ils ont très vite acquis un état d'esprit multilatéral. Nous avons également instauré une organisation du travail très stricte. Les équipes de l'IME assuraient le secrétariat et la coordination ; d'une douzaine de personnes au départ, elles en comportaient 400 quand je suis parti. Un *master plan*, un agenda de toutes les décisions à prendre, a été établi, car, comme pour la construction d'un pont, il fallait suivre un ordre très rigoureux de façon à respecter la date fatidique d'achèvement du projet.

3

Jean-Pierre Robin : En même temps vous travailliez dans un environnement incertain, où la volonté politique de réaliser l'union monétaire n'était pas encore totale. À quel moment avez-vous eu le sentiment que le projet prenait corps, que le doute n'était plus de mise ?

Alexandre Lamfalussy : Ces doutes, je les avais indubitablement moi-même au départ. Les choses ont basculé à partir de l'Ecofin des ministres des Finances et des gouverneurs de Banques centrales de Valence, à l'automne 1995. J'y participais en tant que président de l'IME. À cette réunion nous avons défini un calendrier de réalisation et la date du 1^{er} janvier 1999 a été définitivement arrêtée. Nous avons présenté un scénario d'introduction de l'euro qui a obtenu une grande vraisemblance, car les dates en étaient précises. Cela a complètement changé les mentalités des banquiers privés, qui jusqu'alors étaient sceptiques. À partir du moment où l'on disait ce qui allait se passer concrètement le 1^{er} janvier 1999 et que la Banque centrale européenne commencerait ses opérations de refinancement,



chacun s'est mis à y croire. À Valence, l'euro a été défini comme étant « la monnaie unique dont les monnaies nationales devenaient les composantes non décimales ». Il a été alors convenu que toutes les opérations que la Banque centrale européenne effectuerait avec les banques commerciales seraient libellées en euros, dès le 4 janvier 1999, date d'ouverture effective des marchés. Les certificats du Trésor qui serviraient de base à ces opérations devaient tout naturellement être eux-mêmes libellés en euros.

Jean-Pierre Robin : Quand est-il apparu patent qu'il y aurait bien une monnaie unique et non pas seulement une sorte de Système monétaire européen dont on se serait engagé à ce que les parités des monnaies nationales seraient définitivement figées ?

Alexandre Lamfalussy : Ce sont les Anglais qui avaient lancé cette idée de garder les monnaies nationales et d'avoir en plus une monnaie parallèle commune. Elle a été abandonnée en 1995 à partir du moment où le calendrier d'une véritable monnaie unique est devenu plausible et que les banques et les Bourses ont estimé qu'elles devaient absolument s'y préparer. Certes on n'imposait rien, mais à partir du moment où le marché monétaire, les dettes publiques existantes étaient rebaptisés en euros, il devenait impensable que les Bourses ne suivent pas ! Ce fut une date essentielle quand le sommet des chefs d'État ou de gouvernement de Madrid, en décembre 1995, s'est mis d'accord sur le terme même d'euro et qu'il a avalisé l'ensemble du scénario défini quelques mois plus tôt par les ministres des Finances à Valence. Il faut se rappeler que jusqu'à cette date l'« écu » demeurait la dénomination officielle pour la future monnaie européenne.

Ce choix a donné lieu à un marchandage un peu surréaliste qui allait bien au-delà d'une simple question de terminologie. Les Allemands continuaient de prétendre que les nouvelles émissions de dettes publiques ne se feraient dans la monnaie unique que lorsque les pièces et les billets seraient eux-mêmes introduits, c'est-à-dire au 1^{er} janvier 2002. En même temps ils ne voulaient pas se résoudre à ce que la monnaie s'appelle l'« écu », un terme qui se prononce comme le mot « vache » en allemand. Les Français, et ils n'étaient pas les seuls, considéraient au contraire qu'il était techniquement impraticable d'instaurer un marché monétaire unique tout en gardant provisoirement les libellés des monnaies nationales. Finalement un compromis a pu être obtenu : les Allemands ont cédé sur le calendrier et ils ont obtenu l'abandon de l'« écu » au profit de l'« euro ». Que le sommet de Madrid ait été décisif pour la crédibilité du projet d'union monétaire, on en a eu très vite une confirmation tangible : dès le début de 1996, les taux d'intérêt



se sont mis à converger sur les marchés de l'argent des pays candidats à l'euro !

Jean-Pierre Robin : Pour revenir à la préparation technique, on a dit à l'époque que, sans l'apport de l'informatique qui facilitait considérablement les échanges d'information, le projet politique de monnaie unique n'aurait pu aboutir. En êtes-vous d'accord ?

Alexandre Lamfalussy : L'informatique a été sans conteste un facilitateur, un moyen de travail à de nombreux égards, en particulier pour modéliser les scénarios. Elle a surtout permis que le projet se réalise dans des conditions politiquement acceptables. On aurait pu, en effet, imaginer de mettre la Banque centrale « sur le Ballon d'Alsace » pour l'installer au-dessus des États. On aurait ainsi réalisé un marché monétaire unique qui se serait totalement passé des Banques centrales nationales (BCN). Mais c'était politiquement impensable. Il fallait absolument que les BCN deviennent le bras exécutif du système, que le gros des opérations de politique monétaire se fasse à leur niveau. Or, pour que cela soit possible en temps réel, il faut disposer d'un système d'information instantané, que seul, en effet, l'informatique est de nature à procurer.

5

Jean-Pierre Robin : L'euro aurait-il pu exister sans les Banques centrales nationales ?

Alexandre Lamfalussy : Peut-être techniquement, mais on n'y a jamais songé ! Dans le Traité de Maastricht, les BCN jouent un rôle très particulier. D'un côté, elles sont les actionnaires de la BCE et elles participent à la prise de décision, chacun de leurs gouverneurs respectifs étant membre de droit du conseil des gouverneurs de la BCE. De l'autre, elles sont les exécutants de la politique monétaire européenne à leur niveau national. Par ailleurs, il faut rappeler qu'un certain nombre de fonctions assumées plus ou moins traditionnellement par les Banques centrales n'ont pas été fusionnées, comme la surveillance des banques et l'instauration de règles prudentielles vis-à-vis du système bancaire.

Jean-Pierre Robin : D'un point de vue purement monétaire, diriez-vous que l'euro constitue un succès complet ?

Alexandre Lamfalussy : Cela peut paraître banal, mais il faut quand même le souligner : d'un point de vue technique, c'est une grande réussite. Que n'a-t-on pas dit sur les risques de panne au moment du



lancement du marché monétaire en 1999, ou lors de l'introduction en 2002 des billets et des pièces en quelques semaines seulement ! Nombre d'experts anglo-saxons, qui étaient parmi les plus critiques sur le projet, sont aujourd'hui unanimes à exprimer leur admiration pour la performance technique. Par ailleurs l'objectif premier qui était d'assurer le pouvoir d'achat de la monnaie a été respecté. Il suffit de regarder le taux d'inflation harmonisé, dont la moyenne des huit dernières années se situe à peine au-dessus de 2 %. C'est pratiquement la stabilité des prix, alors qu'il faut se souvenir qu'au moins la moitié des pays membres de l'Union monétaire avaient une tradition historique d'inflation. Par ailleurs, et Jean-Claude Trichet a raison de le souligner, les courbes de rendement des taux d'intérêt, qui restent propres à chaque pays, se sont alignées sur la norme de l'économie nationale qui était dans la situation la plus favorable. De même l'euro est-il devenu une monnaie de réserve internationale importante, ce qui est la preuve qu'il inspire confiance. C'est la réalité, même si, faut-il le noter, il n'y a eu aucune volonté politique de faire qu'il en soit ainsi dans ce domaine.

Jean-Pierre Robin : En revanche la déception n'est-elle pas grande d'un point de vue économique ? L'euro a été « vendu » à l'opinion publique comme une protection et un gage de prospérité, or depuis que l'Union monétaire existe, les performances de la zone euro sont plutôt médiocres, surtout comparées aux États-Unis...

Alexandre Lamfalussy : L'euro fonctionne effectivement comme un bouclier qui protège ses pays des turbulences monétaires externes. Cette mission a été remplie. Mais cela ne saurait suffire pour devenir un îlot de prospérité économique, et il convient de comprendre pourquoi. Depuis le milieu des années 1990, et jusqu'à maintenant, les Américains ont enregistré une augmentation de leur productivité que les Européens n'ont pas eue. En outre, leur population est en augmentation, ce qui n'est pas notre cas. Le résultat de ces deux tendances est que la croissance potentielle augmente beaucoup plus rapidement aux États-Unis qu'en Europe.

Jean-Pierre Robin : La politique monétaire est donc hors de cause ?

Alexandre Lamfalussy : Bien sûr. Ce n'est pas la Banque de réserve fédérale (Fed) qui a amélioré la productivité de l'économie américaine et en Europe cette question relève de l'agenda de Lisbonne et non de la BCE. Or, une Banque centrale se doit d'agir différemment selon les



capacités de croissance de l'économie dans laquelle elle intervient. Aux États-Unis, la Fed a abaissé ses taux de 6,5 % à 2 % au cours de l'année 2002 quand elle a vu que les investissements étaient en train de s'effondrer. Cette réaction brutale n'a pourtant pas provoqué de flambée inflationniste outre Atlantique, car l'économie américaine avait des capacités de croissance lui permettant de réagir positivement à un tel assouplissement de la politique monétaire, même si l'on peut déplorer, par ailleurs, une certaine envolée des prix de l'immobilier. En Europe, la politique monétaire se doit d'être beaucoup plus prudente car les possibilités de croissance y sont structurellement bien plus modestes. Je prendrai pour exemple la reprise économique en Allemagne, qui semble d'ores et déjà buter sur une pénurie d'ouvriers qualifiés !

Jean-Pierre Robin : Beaucoup de gens continuent de considérer que le mandat de la BCE d'assurer la stabilité des prix devrait être calqué sur celui de la Fed américaine dont la mission est double, la lutte contre l'inflation, mais aussi la croissance. Comment jugez-vous ce débat récurrent ?

Alexandre Lamfalussy : J'ai une opinion assez nuancée à cet égard. Je crois qu'il ne faut pas modifier le mandat tel qu'il figure dans le Traité de Maastricht. Le Traité dit que « l'objectif principal » - ce qui ne veut pas dire exclusif - « du SEBC (Système européen des Banques centrales) est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté ». Notez que parmi ces objectifs, énumérés à l'article 2 du Traité, figurent « une croissance durable et non inflationniste » ainsi qu'« un niveau d'emploi et de protection sociale élevé ». Et d'ailleurs c'est effectivement la ligne de conduite que suit la BCE dans les faits. Même si ses dirigeants ne veulent pas le dire ouvertement de peur d'être captifs de promesses en matière d'emploi et de croissance, ils en tiennent compte. Leur objectif de maîtrise de l'inflation à 2 % est tout sauf rigide.

En outre, ce dont n'importe quel pays ou union monétaire a besoin, ce n'est pas seulement d'une bonne politique monétaire, mais aussi d'un bon *policy mix*. En Europe, le pilier « politique monétaire » fonctionne comme une entité fédérale, en revanche le pilier économique, autrement dit la politique budgétaire, ne fonctionne pas. La politique budgétaire de la zone euro n'existe pas : il n'y a aucune coordination *ex ante* des budgets de chaque État. L'Eurogroupe exerce tout au plus une fonction de contrôle a posteriori. Or il faudrait que cette concer-



tation ait lieu au moment même où les ministres du Budget définissent leurs budgets nationaux. La question est bien sûr d'établir comment cela est possible dans le respect des souverainetés nationales. Faudrait-il, par exemple, que l'Eurogroupe dispose d'un réel pouvoir, avec non seulement un mandat plus long pour son président, mais toute une équipe permanente qui lui donnerait un pouvoir d'investigation ? Toujours est-il que la politique économique de la zone euro se réduit actuellement à sa seule dimension monétaire, laquelle doit porter un fardeau trop lourd pour elle.

Jean-Pierre Robin : Au sein même de la zone euro, on observe aujourd'hui des déséquilibres commerciaux, entre l'Espagne et l'Allemagne par exemple, aussi accusés qu'entre la Chine et les États-Unis. Faut-il s'en inquiéter ?

Alexandre Lamfalussy : L'inconvénient majeur d'une union monétaire est que ses membres renoncent, par définition, à l'arme de la politique monétaire et du taux de change pour porter remède à leurs propres déséquilibres. Il faut donc que chaque pays se ménage une capacité de réaction propre ; l'instrument le plus important à cet égard est la politique budgétaire. Mais cet outil ne peut être disponible que si, en moyenne, à travers les cycles, le budget est équilibré : c'est le fondement du pacte de croissance et de stabilité. Cela exige bien sûr une grande discipline, mais c'est essentiel. La difficulté pour des pays qui forment une union monétaire ne tient pas tant aux chocs extérieurs qui les frapperaient de façon asymétrique, mais bien plus à leurs capacités de réaction qui sont, elles aussi, asymétriques.

Jean-Pierre Robin : La zone euro constitue un espace de stabilité interne. En revanche, la parité euro-dollar enregistre d'énormes fluctuations, et les Européens subissent les événements alors que le gouvernement américain semble pouvoir les infléchir. Faut-il déplorer là aussi l'absence d'un gouvernement européen ?

Alexandre Lamfalussy : La répartition des tâches, en matière de taux de change, est ambiguë entre la BCE et le Conseil des ministres des Finances. Le Conseil des ministres a un pouvoir de décision, mais quels sont les outils dont il dispose en dehors du verbe ? Il n'y en a que deux, les interventions sur les marchés des changes et la politique monétaire. Or, les interventions exercent mécaniquement un effet sur la politique monétaire qui relève de la BCE ; il faut donc qu'il y ait un accord entre les deux institutions. Cela dit, dans un système de changes flottants, c'est une illusion pour des gouver-



nements de prétendre maîtriser le cours du change compte tenu des masses des capitaux internationaux qu'il faut affronter. Une Banque centrale ne peut durablement changer les choses par ses seules interventions. Pour ne fût-ce qu'atténuer les grandes fluctuations des cours de change, toutes les politiques devraient être mises à contribution et, ce, des deux côtés de l'Atlantique. Il faudrait un concours exceptionnel de circonstances pour que cela convienne aux intérêts des États-Unis et de l'Europe, ou ne provoque des conflits d'intérêts à l'intérieur de la zone euro, ou encore n'aboutisse à sacrifier à l'autel de la stabilisation des cours de change l'objectif de la stabilité des prix. Cependant la situation n'est peut-être pas désespérée. Dans la conjoncture actuelle, face à une baisse du dollar, il conviendrait de s'entendre avec les Asiatiques, de persuader les Chinois, les Japonais et les Coréens de laisser apprécier leurs monnaies pour que l'euro n'ait pas à supporter seul le fardeau.

Jean-Pierre Robin : Lorsque le projet d'Union monétaire a été lancé, au tout début des années 1990, personne n'avait imaginé que l'économie mondiale deviendrait aussi flexible et concurrentielle. L'euro comme bouclier n'est-il pas un leurre pour ses pays membres eux-mêmes ?

9

Alexandre Lamfalussy : Il y a aujourd'hui un problème « dollar » lié à au déficit extérieur américain. Certains pays sont en mesure d'y réagir par eux-mêmes mieux que d'autres. L'euro constitue, pour les économies européennes, un bouclier utile. Mais il ne faudrait pas croire que cette protection suffise par elle-même. Chaque économie européenne doit, en même temps, être en mesure de s'adapter et d'être plus flexible pour répondre aux chocs. Se posent alors deux problèmes pour les États à l'intérieur même de leur Union : il leur faut maintenir une certaine solidarité tout en acceptant une compétition entre eux. Concilier solidarité et concurrence, voilà un équilibre qui n'est certainement pas facile à établir.

Jean-Pierre Robin : Appartenir à la zone euro est-il la fin de l'histoire ? Ne peut-on exclure que des pays incapables de résoudre leurs propres déséquilibres dans le cadre de l'Union européenne soient amenés à en sortir ?

Alexandre Lamfalussy : Je ne suis pas suffisamment juriste pour connaître les modalités possibles de sortie d'un traité. J'imagine que si un État avait un intérêt majeur à faire sécession, on trouverait des formules. Toutefois, je ne vois pas comment une décision de sortie



pourrait ne pas avoir des conséquences catastrophiques pour le pays en question. Il faudrait que le gouvernement de ce pays soit doté d'une intelligence exceptionnelle pour être en mesure de trouver une solution acceptable pour ses dettes. Comment ferait-il pour que ses prêteurs lui fassent plus confiance une fois sorti de l'euro qu'avant ? Comment croire que les déséquilibres pourront être réglés plus facilement avec des taux d'intérêt infiniment plus lourds que ceux qu'il fallait acquitter en tant que membre de la zone euro ? De quoi réfléchir avant de rompre avec l'Union monétaire.