

AVANT-PROPOS

DE MAASTRICHT À MADRID

JEAN-PIERRE PATAT *

Entre le 7 février 1992, date de la signature par douze pays du traité de Maastricht et le 16 décembre 1995 jour où, à Madrid, les quinze chefs d'Etat et de Gouvernement des pays constituant l'Union européenne élargie mirent au point un communiqué précisant les modalités pratiques du passage à la monnaie unique, l'Europe a vécu l'une de ces périodes historiques où le destin semble hésiter, au point même de sembler s'inverser, pour reparaître ensuite plus clair.

La conjoncture économique devait jouer un grand rôle dans ces turbulences. Au début de 1992, les Etats-Unis émergeaient d'une récession ; l'Angleterre également, mais elle ne le percevait pas encore. Quant aux pays de l'Europe Continentale, personne, chez les responsables politiques comme chez les économistes ne pouvait prévoir que les deux prochaines années seraient marquées par l'une des plus sévères dépressions de la période d'après guerre.

La conjoncture devait servir de révélateur à des comportements et des réactions traduisant des sensibilités, voire des passions, très diverses à l'égard de l'idée d'union monétaire européenne.

Il allait en effet se révéler que les principes et les modalités de cette entreprise hors du commun, n'avaient été si facilement acceptés que parce que beaucoup, à l'origine, ne croyaient pas à sa réalisation finale ce qui, pensaient-ils, les dispensait de manifester dès l'origine une hostilité totale.

Les premiers mois de 1992 devaient être sereins. La « crédibilité » de l'Union était forte et du même coup, le Système monétaire européen, qui en était l'antichambre, paraissait appelé à une tranquillité structurelle jusqu'à l'échéance de la fusion des monnaies. Des devises qui avaient rejoint tardivement le mécanisme de change, à des parités manifestement surévaluées, s'y maintenaient fermement avec il est vrai des taux d'intérêt très élevés, ce qui ne manquait pas de créer quelques problèmes aux monnaies européennes structurellement fortes.

Toutefois, la conjonction de mesures de politique monétaire prises, en Allemagne pour compenser les effets inflationnistes de la réunifica-

* Directeur général des services étrangers, Banque de France.

tion, aux Etats-Unis pour tenter de stimuler l'économie, provoquait un écart de taux à court terme entre les deux pays tel que le DEM se raffermissait au détriment de toutes les monnaies du mécanisme de change, celles du Bénélux excepté.

Le non danois au référendum de juin 1992 sur le traité de Maastricht inquiéta les marchés et, par là même, contribua à décrédibiliser les monnaies intrinsèquement faibles. Les monnaies de certains pays scandinaves, couronne suédoise, mark finlandais, depuis quelques mois solidaires des monnaies européennes, subissaient également le contrecoup de cette défiance. S'ajoutèrent au cours de l'été les incertitudes sur la réponse française au référendum sur le traité et une nouvelle hausse des taux directeurs allemands.

Dans les semaines précédant le référendum français du 20 septembre, la lire et la livre subirent de fortes attaques. Le 14 septembre, la Bundesbank acceptait d'abaisser d'un quart de point ses taux directeurs moyennant une dévaluation de 7 % de la lire. Le « geste » de la Bundesbank ne calma les marchés que quelques heures. Accueilli maladroitement comme une victoire décisive contre l'excès de rigorisme de la banque centrale allemande, il provoqua, en Allemagne même, l'inquiétude d'une opinion très attachée à la crédibilité de la Bundesbank. Les attaques contre les monnaies faibles recommencèrent, la dévaluation de la lire ayant en quelque sorte fait sauter le tabou de la fixité des changes qui semblait tacitement s'être imposé dans le SME depuis plusieurs années. Le 17 septembre, la lire et la livre sortaient du SME. La peseta était dévaluée de 5 %.

Les 17 et 18 septembre, la spéculation se renforça contre le franc à la veille du référendum ; elle se poursuivit contre toute attente après le oui du 20 septembre. Une dévaluation du franc n'était absolument pas justifiée au plan économique (le franc étant même considéré comme quelque peu sous-évalué). La Banque de France augmentait sensiblement le taux de ses prises en pension, tandis que les taux interbancaires montaient jusqu'à 20 %, ce qui rendait particulièrement onéreux les emprunts de francs (pour conversion immédiate en DEM) des non résidents.

Le 24 devait marquer l'amorce d'un retournement, avec un communiqué conjoint des autorités monétaires allemandes et françaises affirmant que la parité du franc ne serait pas modifiée, et d'importantes interventions sur le marché des changes.

Dans les jours qui suivirent, un mouvement de dénouement des positions prises contre le franc se produisit, qui s'amplifia à partir du 28. Mais, dans le même temps, la livre et la lire se dépréciaient profondément. Alors que les autorités britanniques manifestaient clairement leur intention de ne pas réintégrer dans un proche avenir le Système moné-

taire européen, le gouvernement italien présentait devant le Parlement un plan de redressement des finances publiques particulièrement rigoureux destiné à préparer les bases d'un retour de la lire dans le mécanisme de change. La livre irlandaise subissait également de fortes pressions ainsi que la peseta, et la couronne danoise restait faible.

Une nouvelle crise de change se produisit à partir de l'automne 1992 ; plus larvée que la précédente, elle mis également en question la parité du FRF/DEM. La perception, désormais claire, du ralentissement conjoncturel, le débat, entretenu en France-même, sur la soutenabilité d'une politique de monnaie stable étaient à l'origine de ce mouvement de défiance.

La situation se retourna au début de 1993, lorsque la Banque de France, en augmentant ses taux d'intérêt, manifesta clairement son intention de ne pas modifier une parité que tous les fondements économiques, prix, coûts salariaux, solde extérieur, justifiaient.

D'autres monnaies devaient également souffrir de ce contexte détestable où se mêlaient chez les opérateurs de réelles inquiétudes quant à la pérennité de leurs investissements, mais aussi chez certains la volonté avérée de faire exploser un système de change fixe contraire aux principe du « laisser-faire ». La parité de la livre irlandaise dont l'économie est très liée à celle du Royaume-Uni dû être rajustée en baisse.

La manifestation peut-être la plus absurde de ces comportements fut l'acharnement mis à tenter de déstabiliser la couronne danoise dont l'économie est pourtant sagement gérée, simplement parce que la volonté européenne de ce pays semblait douteuse depuis sa réponse au référendum.

Après les élections législatives françaises de mars 1993, une réelle embellie se produisit, avec une décrue des taux à court terme très sensible, en particulier en France.

Toutefois, la perception d'une conjoncture toujours très noire et, surtout, l'impression fausse d'une situation plus dégradée en France qu'en Allemagne ravivait, à l'étranger comme en France, le débat sur l'opportunité de s'orienter vers une politique radicalement différente qui, par une baisse profonde des taux d'intérêt induisant inévitablement une dépréciation de la monnaie, était censée relancer la demande. L'exemple anglais était cité, alors-même que les statistiques montraient à l'évidence que l'économie britannique avait redémarré au deuxième trimestre 1992, avant la dévaluation, et que cette dernière n'avait que marginalement renforcé les exportations.

La défiance contre le franc recommença à se manifester au début de juillet, lorsque les marchés eurent le sentiment que les autorités françaises « poussées à la faute », allaient y succomber, les taux directeurs de la Banque de France ayant été abaissés en dessous du niveau des taux allemands.

La crise de change la plus violente de l'histoire contemporaine devait durer tout le mois de juillet. Le 1^{er} août, un nouvel accord européen élargissait à 15 % les marges de fluctuations précédemment à 2,25 % du mécanisme de change.

Beaucoup en conclurent que le Système monétaire européen avait vécu et que l'union monétaire était mort-née.

Il n'en était rien. La décision du 1^{er} août avait également confirmé la validité des cours-pivot ; l'élargissement des marges à 15 % était uniquement destiné à éviter que les banques centrales soient toujours en situation d'infériorité, face aux mouvements des marchés, en intervenant dès que des limites étroites étaient atteintes. Il fallait que le risque soit « à deux sens » pour la spéculation.

Après que certaines devises aient subi quelque temps des débattements importants dans la bande élargie, dès la fin de l'été, un tropisme remarquable rapprochait les unes des autres les monnaies du noyau central européen ; à la fin de l'année, le cours du FRF/DEM repassait dans les anciennes limites de l'accord de change. Les taux d'intérêt à court terme diminuaient tandis que les taux à long terme qui, en Allemagne comme en France, étaient toujours restés très en deçà des niveaux de taux des pays des monnaies dévaluées, demeuraient très bas. En même temps qu'un apport précieux à la reprise de la croissance, il y avait là une preuve que la crédibilité des politiques économiques n'avait pas été vraiment entamée.

Le premier janvier 1994, l'Institut monétaire européen voyait le jour. Loin d'être la coquille sans prise sur les événements que certains avaient attendue, voire espérée, il devait rapidement se constituer une équipe prenant la mesure des énormes problèmes pratiques du passage à la monnaie unique et effectuait, méthodiquement, un travail technique apportant chaque jour une avancée irréversible vers la voie de l'union monétaire.

L'année 1995 devait voir resurgir des doutes. De nouveaux mouvements sur les marchés de change, plus modérés que les précédents toutefois, affectaient la peseta, de nouveau dévaluée, et, faiblesse du dollar aidant, plusieurs autres monnaies européennes dont la couronne danoise, le franc belge, le franc français. Les monnaies flottantes -lire, livre sterling- connaissaient de nouvelles dépréciations.

L'apaisement vint à l'automne avec notamment la clarification des orientations de la politique française en matière budgétaire et européenne. Certes, la brièveté de la reprise de la croissance et le retour à une conjoncture hésitante firent émerger des doutes sur la capacité de certains pays à respecter les critères, en particulier dans le domaine budgétaire. A cet occasion, un nouveau débat resurgit : ne fallait-il pas reporter la date d'entrée en union monétaire, pour permettre aux pays essen-

tiels d'être en règle avec les critères ? Mais ces conjectures n'avaient aucune base juridique. Les chefs d'Etat avaient déjà constaté l'impossibilité d'entrer en union monétaire en 1997, faute d'avoir une majorité de pays respectant les critères. 1999 s'imposait dans ces conditions et aucune interprétation du Traité ne permettait de transgresser cette date impérative. Les engagements très fermes des autorités françaises et allemandes, elles aussi confrontées à la dérive budgétaire, devaient clore le débat.

A Madrid, des décisions importantes allaient être prises :

- la monnaie européenne s'appellera l'euro ;
- l'union monétaire débutera le 1er janvier 1999 ;
- les dettes publiques seront émises en euro dès 1999 ;
- l'introduction de l'euro s'effectuera en deux étapes : la politique monétaire et de change et les marchés en 1999 ; les opérations de détail plus tard, lorsque les billets et les pièces en euro seront disponibles.

Au terme de cette période, les conclusions de Madrid ont donné au processus d'union monétaire une forte visibilité.

Un autre bilan peut être dressé de la période observée depuis la conclusion du traité de Maastricht :

- toutes les attaques spéculatives contre les monnaies des pays du noyau central de l'Europe ont échoué ;
- les circonstances ont montré l'inanité des leçons de politique économique données par ceux qui estimaient que dévaluer les monnaies permettrait des taux d'intérêt bas et, par conséquent, une relance économique. C'est l'inverse qui se produit. Ce sont dans les pays dont les monnaies sont restées les plus stables que les taux d'intérêt à court et long terme sont, de loin, les plus bas ;
- la parité des taux d'intérêt à long terme en France et en Allemagne, désormais observée depuis plusieurs semaines, atteste que l'union monétaire est désormais une réalité pour les marchés.

Il reste des problèmes à résoudre, mais l'impulsion est irréversible.