

Union monétaire et Banque centrale

Michel AGLIETTA

Conseiller scientifique au CEPII

150

La perspective d'une union monétaire en Europe n'est plus une utopie mais un projet ambitieux. Le débat connaît un regain d'intérêt et gagne les milieux officiels. Il s'anime parce qu'il recouvre une confrontation sur les finalités de l'Acte unique européen. Pour le Premier ministre anglais, ce n'est guère qu'une zone de libre échange. Pour le président de la Commission européenne, un marché intérieur est bien davantage qu'une zone de libre échange : c'est une manière de construire un espace humain dont la véritable finalité est d'apporter un surcroît de bien être à tous ses habitants et de retrouver une puissance respectable dans les affaires internationales. La libre circulation des marchandises, des actifs financiers, des facteurs de production ne va pas sans recourir à des institutions normalisatrices. Leur rôle est de fournir des avantages collectifs qui ne ressortent pas de la seule liberté des échanges : cohérence macro-économique, cohésion sociale, répartition équitable des opportunités ouvertes par l'unification du marché.

La monnaie est l'institution primordiale de la cohérence macro-économique. Déjà l'établissement d'une monnaie unique et l'homogénéisation du marché intérieur sont allées de pair dans la formation des économies nationales. Ces deux processus ont convergé dans l'émergence, puis la consolidation d'une communauté de paiements propre à chaque nation. Mais l'expérience historique nous enseigne que les communautés de paiements nationales n'ont pu acquérir cohérence et stabilité avant d'être confortées par la transformation du principe de souveraineté politique. Car la monnaie n'est devenue le bien public par excellence au sein de chaque nation qu'après le dessaisissement des Princes de leur pouvoir de manipuler l'institution monétaire. Les Banques centrales ont pu être créées et affirmer progressivement leur légitimité sous la protection de l'État de Droit.

Le mouvement qui s'amorce en Europe vers l'Union monétaire s'inscrit dans cette expérience historique, mais s'en démarque pour les conditions politiques. Le pourquoi de l'union monétaire trouve sa réponse dans l'évolution historique. Un marché intérieur ne peut réaliser son efficacité dans l'allocation des ressources et ne peut être le siège d'une cohérence macro-économique, qualitativement distincte des ajustements internationaux, que sous l'égide d'une monnaie unique. Cette dernière renforce l'homogénéité des prix de tous les éléments économiques mobiles dans l'espace et remplace les pressions sur les changes par des contraintes de

UNION ET BANQUE CENTRALE

financement dans le traitement des déséquilibres de paiements. Mais le comment de l'union monétaire européenne est envisagé dans une transition qui ne présuppose pas un principe de souveraineté politique ayant la même étendue. Cela pose un problème original pour concevoir la forme possible de la Banque centrale européenne et l'autonomie de l'autorité monétaire européenne vis-à-vis des gouvernements nationaux.

LE POURQUOI D'UNE BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La réflexion théorique sur l'union monétaire a des antécédents dans la littérature sur les zones monétaires optimales des années soixante. Toutefois l'examen de ces contributions s'avère décevant parce que les préoccupations des auteurs sont fort éloignées des problèmes posés par la réalisation de l'Acte unique européen.

Les premiers auteurs avaient le souci de délimiter les frontières des zones monétaires pour un état donné des structures économiques. Ils ne considéraient pas l'unification monétaire comme un processus capable de changer les comportements des agents économiques et de rapprocher les échelles nationales de coûts de production. Corrélativement ces auteurs jugeaient les avantages et les inconvénients d'une zone monétaire à l'aune du critère unique des politiques de stabilisation macro-économique à court terme. Or les avantages micro-économiques d'une communauté de paiements sur un vaste territoire découlent du statut de bien public d'une monnaie unique : homogénéité des prix des marchandises sur tout le territoire permettant de bénéficier des rendements dynamiques croissants issus de l'élargissement des marchés ; réduction des coûts de transaction et suppression des risques de change découlant de la circulation d'un seul moyen de paiement ; économie de réserves et réduction drastique de la spéculation financière, parce que l'existence d'une forme commune de la liquidité fait disparaître la source la plus redoutable d'incertitude. Mais ces avantages dynamiques ne sont acquis qu'au terme de l'unification monétaire. Comme nous le verrons plus loin, une union incomplète peut être plus déstabilisante qu'un système de changes plus souples. C'est pourquoi il se pose un problème redoutable de transition qui met en doute le bien fondé du gradualisme.

151

Même en se limitant aux effets macro-économiques de l'unification monétaire, les conditions envisagées par la littérature sur les zones monétaires optimales ne sont pas celles qui caractérisent la situation actuelle de l'Europe. Mundell (1961) définit les zones à partir de la mobilité parfaite des facteurs réels de production. C'est la forme la plus complète de l'intégration économique. La respecter reviendrait à définir l'unification monétaire sur des espaces plus petits que les nations actuelles ! On devrait avoir un franc lorrain et une livre sicilienne car la mobilité interrégionale du travail est loin d'être parfaite. Bien entendu, au sein d'une zone de mobilité factorielle tous les prix des produits et des facteurs doivent s'égaliser. Il ne peut être question de mener durablement la moindre politique économique spécifique sur un sous-ensemble de la zone. Mais cette exigence d'harmonisation totale n'est guère inquiétante. Si l'intégration économique est définie de cette manière extrême, elle délimite des régions qui ne sauraient être subdivisées pour l'usage des instruments de politique économique. Si l'Europe, même limitée au noyau des pays du SME, est concernée, il est incongru de définir l'intégration économique par la mobilité généralisée des facteurs de production et de se prévaloir de cet argument pour agiter l'épouvantail d'une suppression totale des degrés de liberté dans la politique économique.

VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

Mac Kinnon (1963) s'intéresse aux petites économies ouvertes. Lorsqu'un pays est très ouvert sur l'étranger, que ses prix sont déterminés par le marché mondial et que les salaires sont indexés, l'ajustement par la variation du taux de change est inefficace. On peut ainsi concevoir la formation de zones monétaires par attraction de petits pays dans l'orbite d'un grand pays. Cela permet peut-être d'expliquer pourquoi les Pays-Bas sont englobés dans une quasi zone-mark. Mais ce ne peut être en aucun cas une préfiguration de l'unification monétaire en Europe. Dans le cas d'une union asymétrique, seuls les petits pays perdent l'autonomie de leur politique monétaire. Le taux d'intérêt dans la zone demeure le résultat de la politique monétaire du grand pays qui conserve tous ses degrés de liberté. Une telle union ne pose pas de problème de monnaie commune nouvelle à instituer, n'est pas concernée par le choix entre une monnaie unique ou la fixité des taux de change entre les monnaies des pays membres qui subsistent, n'a pas besoin d'instituer une Banque centrale nouvelle pour contrôler la monnaie de l'union.

Les conséquences de l'Acte unique européen doivent être exprimées par des hypothèses qui tranchent avec ces premières tentatives de définir l'union monétaire. Nous retiendrons les hypothèses suivantes :

- L'unification monétaire est un processus dont les bénéfices se manifestent dynamiquement et dont les inconvénients peuvent s'accroître dans la première phase. C'est pourquoi la transition est une question décisive.
- Les caractères économiques qui conduisent à envisager l'unification monétaire sont ceux d'un marché intérieur pour les biens échangeables et les actifs financiers. Même si elle augmente quelque peu, la mobilité du travail demeurera très imparfaite dans la période qui nous concerne. Les degrés de liberté des politiques économiques nationales dans le cadre de l'union doivent être examinés selon le mode d'intégration ainsi défini.
- L'unification monétaire concerne des pays de tailles semblables, tant pour la production des biens et services que pour les avoirs et engagements financiers. Les forces d'intégration vont y exercer des influences réciproques qui posent le problème du choix de la monnaie commune et du réaménagement des instruments et des objectifs de la politique économique.

Ayant précisé nos hypothèses, nous allons montrer le pourquoi de l'unification monétaire en deux temps : d'une part l'union monétaire pleinement réalisée transforme les contraintes subies par les pays participants d'une manière qui donne une autonomie accrue à leurs politiques budgétaires ; d'autre part, sans unification monétaire, les forces de l'intégration économique et financière vont provoquer une perte d'efficacité du SME tel qu'il existe aujourd'hui.

LES AVANTAGES MACRO-ÉCONOMIQUES DE L'UNION MONÉTAIRE : LA TRANSFORMATION DES CONTRAINTES EXTÉRIEURES

Hormis les réflexions académiques sur les zones monétaires optimales, il y a eu des tentatives officielles pour concevoir une organisation du système monétaire international qui présente certains traits d'une union monétaire : la fixité des changes, l'émission d'une monnaie supranationale représentant la forme unique des réserves officielles, une institution responsable de cette monnaie qui soit hiérarchiquement supérieure aux banques centrales nationales. Ce furent notamment le Plan Keynes, élaborant la position britannique défendue lors des négociations qui aboutirent à Bretton Woods à un tout autre système, et les travaux du Comité des Vingt, trente ans plus tard. Ces initiatives rencontrèrent un obstacle qui empêcha aussi l'union européenne des paiements de survivre au rétablissement de la convertibilité des

UNION ET BANQUE CENTRALE

monnaies nationales en Europe, malgré ses succès initiaux. Cet obstacle est le traitement des déséquilibres extérieurs entre les nations. En cas de déséquilibres persistants, les pays créanciers craignent d'avoir à financer les déficits de leurs partenaires par le truchement de la banque centrale supranationale. De leur côté, les débiteurs, qui n'ont pas la faculté de modifier leur taux de change, redoutent de subir des ajustements internes indûment coûteux, à cause de conditions drastiques attachées aux crédits.

Cependant cet obstacle ne tient pas à l'unification monétaire. Il découle d'une perception tronquée des conditions dans lesquelles cette union est efficace. Toutes les tentatives mentionnées se placent dans le cadre d'une mobilité imparfaite des capitaux entre les pays. Alors la banque centrale supranationale souffre d'une confusion des rôles. Son prestige dépend de la qualité de la monnaie qu'elle émet. Pour l'assumer, elle ne doit être responsable que des conditions générales d'accès à la liquidité dans l'union et des conditions de la convertibilité avec les devises extérieures à l'union. Mais, si la mobilité des capitaux est insuffisante, la banque centrale est impliquée dans le financement des déséquilibres de paiements entre les pays membres de l'union. Elle ne peut plus avoir la distance nécessaire à l'égard des intérêts contradictoires des gouvernements pour garantir le bien commun qu'est la stabilité d'une monnaie de réserve incontestable.

On peut en conclure que l'intégration financière complète est indispensable à des ajustements efficaces au sein d'une union monétaire. Corrélativement la banque centrale ne doit pas intervenir directement dans le financement des déficits des pays membres. Bien entendu, elle agit directement en influençant les taux d'intérêt dans le système financier intégré.

Il reste à saisir les degrés de liberté des pays. Car ils perdent complètement l'autonomie de leur politique monétaire. À cette disparition d'un degré de liberté doit correspondre la suppression d'une contrainte macro-économique. C'est, bien sûr, la contrainte de la balance courante. Dans un espace financièrement intégré, le solde courant de chaque pays n'est que la conséquence des arbitrages financiers sur l'ensemble des instruments de dettes émis dans l'union. Comme les risques de change n'existent plus, ces arbitrages découlent de la préférence pour la liquidité, donc de la politique monétaire dans l'ensemble de l'union. Ils dépendent aussi de la perception des risques spécifiques des émetteurs de dettes, qu'ils soient privés ou publics. Ainsi l'union monétaire permet-elle aux gouvernements des pays membres de recouvrer une autonomie budgétaire qu'ils avaient perdu sous la pression des contraintes de balance de paiements. Cette autonomie s'exerce dans la limite d'une contrainte de solvabilité exprimée par les prêteurs dans la prime de risque éventuelle qu'ils imposent aux débiteurs, voire dans un rationnement quantitatif du crédit. À condition de redonner vie à l'instrument budgétaire, l'union monétaire permet aux pays d'élargir l'horizon de leurs politiques nationales et de soutenir des choix de croissance qui leur sont interdits dans le SME actuel. C'est précisément dans cette perspective que l'on peut plaider pour une intégration économique en Europe sans rencontrer l'obstacle paralysant de l'unité politique. Encore faut-il bien comprendre comment les balances de paiements s'ajustent, d'une part à la suite de chocs conjoncturels, d'autre part en fonction de choix budgétaires différents des gouvernements.

- Premier cas : un pays est en déficit courant dans une union monétaire globalement équilibrée vis-à-vis du reste du monde. Cette hypothèse permet de distinguer analytiquement les mécanismes internes de l'ajustement et la politique monétaire globale de l'union, conformément au principe qui vient d'être énoncé. Qu'une monnaie unique soit établie ou que les taux de change soient fixes, les risques

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

de change disparaissent lorsque l'union est fermement établie. La parfaite mobilité des capitaux finance invisiblement et automatiquement le déficit au taux d'intérêt courant. Le pays déficitaire n'a pas à augmenter son taux d'intérêt relativement à ses partenaires pour attirer les capitaux. Par rapport au SME actuel, il y a un gain net pour le pays déficitaire. Il y a aussi un gain collectif, parce qu'il n'y a pas de risque de surenchère dans la hausse des taux d'intérêt, provoquée par des pays partenaires qui chercheraient à s'opposer à l'exportation de capitaux investis préalablement chez eux. Si le financement du déficit entraîne une augmentation marginale du taux d'intérêt monétaire dans l'union, cette augmentation est certainement moindre que la hausse du taux d'intérêt moyen dans le SME selon son fonctionnement actuel. À court terme, le financement du déficit prend la forme d'une modification de la position monétaire extérieure des banques du pays déficitaire vis-à-vis du reste du système financier de l'union. Mais cette efficacité supérieure de l'union monétaire peut-elle toujours être démontrée si le déficit persiste ?

- Deuxième cas : le déficit résulte d'un effet d'investissement particulièrement rapide pour rattraper un retard, moderniser des industries, promouvoir la recherche technique ou améliorer la formation de la main-d'œuvre. C'est un pari sur la compétitivité future qui entraîne une forte demande d'importations. Le déficit de la balance des paiements reflète un ajustement à moyen terme par l'augmentation du stock de capital productif en quantité et en qualité. C'est la situation de la France d'ici à 1993. Dans le SME actuel les marchés des changes n'ont pas cette vue prospective. Le déficit courant immédiat est en soi la source d'une crainte de dépréciation du franc. Même si le déficit courant peut être financé à court terme sans augmentation des taux d'intérêt courts, l'anticipation d'une poursuite du déficit dans l'avenir, donc d'une probabilité plus élevée que le franc pourra être dévalué, s'inscrit dans une hausse des taux d'intérêt à long terme. Il s'ensuit une éviction d'une partie des emprunteurs et une formation de capital, inférieure à celle qui découlerait de la seule évaluation des risques micro-économiques. Au contraire, dans une union monétaire les emprunteurs sont jugés selon leur contrainte de solvabilité intertemporelle. Cela est vrai des agents privés comme des collectivités publiques. Un État qui maîtrise à moyen terme son ratio dette/PIB peut emprunter sans craindre de payer une prime de risque. Il bénéficiera d'une liberté financière plus grande dans le cadre d'une union monétaire. Si la progression de son endettement paraît excessive, la contrainte est sélective. Elle se traduit par une prime de risque spécifique, au lieu d'être globalisée sur tous les emprunteurs du pays par l'augmentation du risque de change. L'union monétaire crée donc un avantage collectif partagé entre le pays emprunteur et ceux qui lui prêtent.

Il se peut toutefois que le gouvernement du pays déficitaire juge inopportun ou excessif l'écart entre l'investissement et l'épargne des résidents. Dans une union monétaire, il revient à la politique budgétaire de régler les évolutions relatives de la demande intérieure entre les pays. C'est pourquoi il est crucial que les pays conservent une souplesse fiscale suffisante. En alourdissant la charge fiscale, le gouvernement cherche à accroître l'épargne nationale. L'unicité des prix des marchandises mobiles renforce les chances qu'il y parvienne. La restriction budgétaire transmet directement la réduction de la demande intérieure en amélioration de la balance commerciale. Si la diminution de la demande du pays déficitaire n'est pas compensée à l'étranger, l'incidence restrictive sur la production est redistribuée selon les multiplicateurs croisés du commerce entre les pays au sein de l'union. Cette incidence peut être amortie par une baisse du niveau commun des prix des biens échangés dans l'union. Lorsque la taille du pays est petite par rapport à celle de l'union, l'ajustement des balances de paiements se fait sans augmentation significative du chômage.

UNION ET BANQUE CENTRALE

Dans l'Europe d'aujourd'hui les marchés des biens et services ne sont pas homogènes. La diminution de la demande interne dans un pays n'est pas automatiquement compensée par une augmentation des exportations nettes. Il se produit un excès d'offre dans le pays qui doit être résorbé, soit par réduction de la production et accroissement du chômage, soit par dépréciation du taux de change réel. Dans le SME cela requiert une déflation des prix intérieurs ou un réalignement des parités. L'ajustement par le chômage ou par la déflation est socialement coûteux. L'ajustement par le taux de change est dangereux lorsque la mobilité des capitaux augmente.

LES DANGERS DE LA LIBÉRALISATION FINANCIÈRE SANS UNION MONÉTAIRE : INSTABILITÉ ET PERTE D'EFFICACITÉ DANS LE SME

L'union monétaire paraît pleine de promesses pour le financement et l'ajustement des balances de paiements si elle avance au rythme de l'intégration des marchés. Mais ce n'est pas l'inclination dominante en Europe. Plusieurs gouvernements et non des moindres, préfèrent pousser les feux de la libération des mouvements de capitaux sans rien changer à l'étendue et au fonctionnement du SME. L'attitude qui soutient ce discours présente souvent un dédoublement de la personnalité. Du côté micro-économique, on ne tarit pas d'éloge sur l'efficacité supérieure d'arbitrages financiers généralisés pour l'allocation des ressources en Europe. Du côté macro-économique, on a le secret espoir d'une inertie des comportements pour maintenir une viscosité des mouvements, en sorte que finalement rien de nouveau ne vienne bousculer les habitudes des banques centrales. Il ne paraît pas très sérieux de s'en tenir là. Même si le pire n'est pas toujours le plus probable, il est raisonnable d'analyser la nature des difficultés qui pourraient survenir afin de s'en prémunir.

C'est un résultat bien connu de la théorie monétaire internationale que les problèmes de cohérence découlent d'un dilemme irréductible entre trois critères : fixité des changes, parfaite mobilité des capitaux et souveraineté nationale dans la conduite de la politique monétaire. Le SME est un régime monétaire qui se définit comme un compromis entre les degrés de réalisation des trois critères. La fixité des changes est modulée par les marges de fluctuation et la possibilité des réalignements. La mobilité des capitaux est partielle dans certains pays du point de vue réglementaire et limitée par les risques de change. Cela permet de conserver une autonomie monétaire, tout en résolvant le problème d'un pays par une asymétrie dans les degrés d'autonomie des autres partenaires. L'intégration financière totale qui est envisagée, modifie considérablement le degré de réalisation du critère de mobilité. Les trois critères étant interdépendants, cela ne peut aller sans changement dans les degrés de réalisation des deux autres. Le régime monétaire doit être transformé. En cas de résistance à cette transformation, on provoque l'instabilité par tension entre des conditions que l'on veut réunir et qui ne sont pas compatibles dans un régime monétaire en équilibre. Cette instabilité structurelle ne manquerait pas de susciter l'incertitude dans les anticipations des agents privés, parce que les autorités monétaires se révéleraient incapables de conserver une ligne de conduite permanente. En repérant les incompatibilités, on peut sinon décrire les dynamiques déséquilibrantes, du moins saisir les sources d'instabilité.

Supposons que l'on désire respecter les directives qui conduisent à l'intégration financière, sans réduire le degré d'autonomie des politiques monétaires qui existent aujourd'hui. Cette autonomie est encore assez grande pour que les opérateurs privés perçoivent des différences d'objectifs et s'interrogent sur la capacité des gouvernements à les atteindre. Ces représentations individuelles sont fortement contaminées par l'influence réciproque des opinions qui les homogénéisent. Elles

VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

prennent alors la forme de jugements globaux sur les forces relatives des monnaies dans le proche avenir. Avec la mobilité des capitaux, ces anticipations collectives se répercutent immédiatement sur les taux de change au comptant. Il est à craindre que les discordances de politiques monétaires entraînent des crises de balances de paiements bien plus aiguës qu'auparavant si l'on veut respecter les parités du SME. Il faudrait accepter des modifications plus fréquentes des taux de change. On peut alors se demander si les taux de change flottants ne seraient pas plus confortables que des changements discontinus et fréquents. Quoi qu'il en soit, le SME devrait évoluer vers un régime monétaire incompatible avec l'unicité des prix des biens et services, qui est l'expression de l'intégration économique visée par l'Acte unique. Car, s'il est un enseignement de quinze ans d'expérience des variations de change dans le monde, c'est bien que la fluctuation des taux de change, mue par les marchés financiers, est beaucoup plus ample que la vitesse possible d'ajustement des prix. Il en résulterait des distorsions dans les taux de change réels qui nous éloigneraient de la loi du prix unique. En outre, la modification des taux de change redevenant un moyen d'ajustement, toutes les interdépendances inefficaces qui s'y attachent pourraient être réactivées : dévaluations compétitives si le déséquilibre extérieur est le souci principal des gouvernements parce que la mobilité des capitaux dans ce cadre monétaire leur est hostile, réévaluation concurrentielle si c'est l'inflation qui est la préoccupation commune.

Devant cette menace, les gouvernements déjà engagés dans une coopération monétaire tactique pour faire fonctionner le SME, s'aviseront sans doute que le système doit être préservé. Mobilité des capitaux et respect des changes fixes, dans les limites des marges de fluctuation actuelles, vont réduire les degrés de liberté des politiques monétaires. Mais les changes fixes n'ont pas de vertus par eux-mêmes, contrairement à ce qu'on croit souvent dans les milieux politiques. Ils peuvent être le canal d'influences macro-économiques réciproques fort néfastes entre les pays. Tout dépend de la manière dont les politiques monétaires vont prendre en charge les impulsions financières découlant de la mobilité des capitaux sous la contrainte des changes fixes.

Pour le montrer, imaginons une perturbation financière provenant d'une demande de diversification des actifs financiers entre différentes devises. C'est, par exemple, une demande de conversion en marks de dépôts bancaires libellés en francs français. On ne peut pas prévoir avec quelle ampleur ce droit sera exercé par les résidents français. Mais on ne peut pas tirer argument des observations sur les phases de la libération des capitaux intervenues jusqu'ici, pour affirmer que cette ampleur sera négligeable. Car l'ultime changement à accomplir s'applique à la banque au détail et concerne l'ensemble des ménages. Ces derniers ont des positions liquides entièrement en francs, parce qu'ils n'avaient pas accès aux mêmes instruments en devises. Ils pourront dorénavant ouvrir des comptes de dépôts en marks dans leur banque habituelle avec des coûts de transaction négligeables. On peut en attendre un déplacement permanent de la structure de leurs préférences normales et une sensibilité non nulle aux différences de rendement anticipé. En tous cas la conversion supposée est une pure substitution entre les demandes de monnaie qui entraîne une exportation de capitaux de la France vers l'Allemagne. Elle exerce une pression à la baisse sur le franc. Pour défendre le cours du franc, il faudra attirer un flux compensatoire en élevant les taux d'intérêt du marché monétaire. Encore faut-il que l'afflux de dépôts de non résidents en facteur du mark venant de France et d'ailleurs, ne fasse pas augmenter la masse monétaire allemande au-delà de la fourchette tolérée par la Bundesbank. Si cette dernière élève des taux d'intérêt à court terme pour freiner l'accroissement de la demande de monnaie, une escalade des taux

UNION ET BANQUE CENTRALE

d'intérêt se produira. Le pays qui a subi initialement l'exportation de capital parviendra peut-être à préserver la fixité du taux de change au terme du processus. Mais l'ensemble des pays du SME aura subi un coût collectif parce que la perte d'autonomie de la politique monétaire aura pris la forme d'une élévation générale, bien qu'inégale, des taux d'intérêt.

Or, dans le cas considéré, ce coût collectif est totalement injustifié. Les préférences des déposants devraient être accommodées par une réduction de l'offre de monnaie en France et une augmentation en Allemagne. L'adaptation des agrégats monétaires évite la pression sur les changes et la variation des taux d'intérêt. Aucun effet inflationniste n'est à craindre, ni global puisque l'offre de monnaie communautaire est inchangée, ni dans chacun des pays puisque les variations des offres de monnaie ne font que compenser celles des vitesses de circulation. Pour être efficace, la perte d'autonomie monétaire ne doit pas être subie dans la rivalité, mais maîtrisée dans une coopération entre les autorités qui doit aller jusqu'à la détermination et la révision des objectifs de la politique monétaire.

On peut tirer de cette analyse une conclusion sur les raisons profondes des dangers de la liberté des capitaux sans avancée vers l'union monétaire. C'est la confusion souvent faite entre la libération financière et la concurrence des monnaies. Autant la première peut entraîner des bienfaits sous réserve d'une réglementation prudentielle adéquate, autant la seconde ne peut que receler les pires inconvénients. Car le bon fonctionnement d'un système financier intégré implique que la préférence pour la liquidité soit stable. Or la qualité de la monnaie, en tant que liquidité pure, dépend de la confiance dans la valeur future de ses services transactionnels. Cette confiance est la plus grande lorsque la monnaie est un bien public qui unifie la valeur des services de transaction dans toute la communauté de paiements. Il y a arbitrage financier entre les différentes formes de placements, mais il n'y a pas d'anticipation sur les services futurs alternatifs de différents types de moyens de paiements. Si, au contraire, il devient possible de payer en francs en tirant sur des comptes de dépôts en marks avec conversion automatique, le dépôt en marks donne un accès aux moyens de paiements qui est directement concurrent du dépôt en francs. Or la perception de la qualité des services futurs de la monnaie est un jugement éminemment collectif, puisque la validité d'un moyen de paiement est son acceptation par autrui. Aussi, soumettre les taux de change à la substitution des devises sous leur forme purement liquide, en ouvrant cette substitution à l'ensemble des agents économiques, revient à les livrer à l'errance des prophéties autoréalisatrices. La volatilité potentielle des taux de change pourrait alors augmenter fortement. L'établissement d'une union monétaire deviendrait une ardente obligation !

157

LE COMMENT D'UNE BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Nous avons montré les bénéfices de l'union monétaire et les dangers de ne pas transformer le SME au rythme de l'intégration financière. Notre propos n'est pas maintenant de nous substituer aux autorités monétaires pour faire à leur place des propositions opératoires sur les étapes de cette transformation. Entre la logique macro-économique de l'union monétaire exposée ci-dessus et les procédures suivies par les Banques centrales, il y a un domaine d'analyse encore peu défriché. C'est la transformation des règles qui guident la conduite des politiques économiques. L'évolution vers l'union monétaire pose des problèmes de structure, pas seulement

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

de gestion. Certains discours se contentent d'en appeler à la coopération, d'autres d'attendre la convergence. Il s'agit, au contraire, d'énoncer les changements qualitatifs indispensables dans l'organisation de la monnaie elle-même, pour passer du régime monétaire actuel qu'est le SME à l'union monétaire.

À cet égard la convergence est une notion ambiguë. Dans l'union européenne envisagée, tant que le travail et de nombreux services pourront être considérés comme peu mobiles, la convergence est celle des prix des marchandises échangeables et celle des rendements des actifs financiers. Ce n'est certainement pas celle des balances courantes ni celle des croissances réelles. Enfin ce n'est surtout pas l'uniformisation des politiques budgétaires. Sous la contrainte d'une politique monétaire commune, le budget de chaque nation est l'instrument approprié pour absorber les chocs asymétriques subis par les pays.

Quant à la coopération, elle traite un problème différent de l'évolution vers l'union monétaire. Dans un régime monétaire, dont les structures sont définies par l'accord de change du SME supposé immuable, il s'agit d'étudier les conditions dans lesquelles une concertation entre les gouvernements pour combiner les moyens de leurs politiques économiques, aboutit à un équilibre meilleur pour chacun d'eux que les équilibres non coopératifs qui respectent l'accord de change. Le problème de l'union monétaire est différent. Il s'agit de concevoir les changements qualitatifs permettant d'aller d'un système à monnaies nationales séparées vers un système à monnaie unique.

Notre ambition consiste seulement à poser théoriquement ce problème. Sa difficulté est celle de tous les problèmes d'innovation. Il faut concevoir l'émergence d'une forme de monnaie qui n'est pas contenue dans les structures antérieures, ici le SME, et qui n'est pas encore l'institution centrale pleinement établie du nouveau système, à savoir la monnaie unique de l'Europe. La transition est cette émergence, pour l'étudier, il faut non seulement décrire les nouvelles structures en voie de formation, mais aussi les politiques monétaires qui en résultent. Nous ferons l'hypothèse que la monnaie commune est la forme que prendra cette émergence. Il y a deux manières de la concevoir : d'une part une démarche centralisée qui fait de l'écu une monnaie supra-nationale de règlement des échanges intra-européens ; d'autre part une démarche décentralisée qui développe l'écu en monnaie parallèle.

L'APPROCHE CENTRALISÉE : MONNAIE DE RÈGLEMENT ET BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Cette démarche est ambitieuse parce qu'elle introduit un changement qualitatif décisif dans le SME. Les gouvernements des pays membres conviennent d'instaurer une règle nouvelle qui entraîne une transformation complète du système. Cette règle est la suivante : les Banques centrales nationales s'obligent mutuellement à régler leurs engagements réciproques dans la monnaie commune émise par une institution centrale européenne. Cette innovation est critique parce qu'elle induit une série de conséquences pour l'organisation du système et pour la conduite des politiques monétaires. La somme de ces changements établit une nouvelle cohérence pour le contrôle de la liquidité dans l'ensemble du SME et pour les ajustements entre les balances des paiements des pays membres. Cette nouvelle cohérence est compatible avec l'intégration financière et permet une évolution naturelle vers la monnaie unique.

Les incidences sur les structures

L'obligation de règlement dans une monnaie externe pour chaque pays, mais placée sous le contrôle d'une Banque centrale européenne (*mandatory assets settlement*), est le principe structurant de l'union monétaire en formation. En effet, cette règle

U N I O N E T B A N Q U E C E N T R A L E

implique une symétrie entre les monnaies nationales et crée un troisième étage hiérarchique dans le système bancaire européen qui affronte les forces intégratrices de l'Acte unique. Les Banques centrales nationales sont soumises à une contrainte de cession et d'acquisition de la monnaie européenne de règlement selon la logique qui contraint les banques commerciales à régler leurs engagements réciproques en monnaie centrale.

On peut toujours appeler écu cette monnaie commune. Mais il n'a plus rien à voir avec l'écu qui existe aujourd'hui. C'est une monnaie fiduciaire, émise au passif d'une Banque centrale responsable du contrôle de son offre. Elle est créée contre cession de devises tierces par les Banques centrales nationales ou par acquisition directe de ces devises par la Banque centrale européenne sur les marchés des changes. Elle est également émise contre monnaies nationales des pays membres par crédit aux Banques centrales nationales, conformément à la politique monétaire décidée par la Banque centrale européenne. La demande pour cette monnaie, c'est-à-dire l'assise de la confiance qu'elle inspire, découle de l'exclusivité de son usage dans les règlements intra-européens. Cette fonction confère le rôle de prêteur en dernier ressort à la Banque centrale européenne. Une telle organisation monétaire ne peut manquer de doter l'écu de l'avantage comparatif qui lui manque aujourd'hui pour être la monnaie véhiculaire des transactions privées entre les pays européens.

Fondant sa validité sur le paiement, l'écu bénéficierait d'une demande de réserves venant de trois sources : des Banques centrales du SME par l'obligation de conversion en écus des créances mutuelles ; des agents privés pour constituer des encaisses de transaction en écus ; des banques centrales extérieures au SME comme sous-produit de la gestion de leur taux de change vis-à-vis du groupe des monnaies européennes ou par diversification d'un portefeuille en faveur d'une devise qui représente les opportunités de placement de l'espace financier européen. Ces trois éléments de la demande de réserves ne sont pas sur le même plan. Le règlement en écus pour les Banques centrales fait de l'écu une monnaie à part entière. C'est la disposition qui donne au taux de change et au taux d'intérêt de l'écu l'autonomie par rapport aux monnaies nationales. Grâce à cette règle, les autres agents pourront former des anticipations et effectuer les arbitrages qui détermineront la demande pour les actifs en écus offerts par les agents privés.

159

En effet, l'instauration de l'écu au rang de monnaie centrale de l'Europe modifie la définition des taux de change. Il ne s'agit plus de définir une grille bilatérale de taux pivots et de calculer l'écu par rapport à chaque devise comme une moyenne pondérée de ces taux. Par ailleurs l'écu ne pourrait acquérir spontanément un prix en tant que devise et un rendement en tant qu'actif financier qui soit détaché des monnaies nationales. Car ce sont les monnaies nationales et non pas l'écu qui sont émises par crédit à la suite des décisions de production et qui valorisent les productions nationales. Tant que l'union monétaire complète ne sera pas réalisée, l'écu ne pourra pas tirer directement sa valeur de la formation d'un revenu et de la dépense de ce revenu dans les échanges. C'est pourquoi il n'est aujourd'hui encore qu'une moyenne des monnaies nationales. La seule manière de surmonter cet obstacle est d'organiser les paiements internationaux en sorte que l'écu remplisse une fonction que les monnaies nationales ne peuvent pas remplir. Tel est le sens profond de la monnaie de règlement exclusive. L'écu devient alors un chaînon indispensable du mécanisme monétaire qui réalise le transfert de revenu entre les pays à travers les échanges internationaux de marchandises et d'actifs financiers. Dans ces conditions il devient logique de définir les parités des monnaies nationales par rapport à l'écu et de défendre les taux de change de ces monnaies à l'intérieur de marges de fluctuation par rapport à l'écu. Les taux de l'intérêt de l'écu seront formés sur les marchés qui

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

fourniront les liquidités et les actifs financiers dont la demande proviendra des agents publics et privés pour les raisons exposées ci-dessus.

Les incidences sur les politiques monétaires

On suppose que ces nouvelles règles monétaires sont adoptées pour faire la transition vers l'union monétaire. Elles sont donc mises en œuvre alors que l'intégration financière n'est pas complète. Il subsiste des risques de change et par conséquent des différences de taux d'intérêt entre les marchés monétaires nationaux. Mais l'intégration financière est suffisamment engagée pour que la banque centrale européenne ne soit pas directement impliquée dans le financement des balances de paiements. Elle peut conduire la politique monétaire autonome qui est adéquate à son statut. Il faut montrer que le partage des rôles entre les Banques centrales nationales et la Banque centrale européenne permet de surmonter les dangers de la libéralisation financière.

La vertu essentielle de cette organisation monétaire est d'identifier la forme supérieure de la liquidité. Si la Banque centrale européenne contrôle fermement l'offre de sa monnaie, l'instabilité de la concurrence des devises devrait être suffisamment limitée pour ne pas perturber les politiques monétaires nationales. En outre, la Banque centrale européenne est seule responsable de la politique monétaire externe du système européen, donc de la gestion de l'écu vis-à-vis du dollar. Elle devra réaliser la compatibilité entre cet élément externe de sa politique et les contraintes internes qu'elle fait subir aux banques centrales nationales qui doivent respecter la stabilité des taux de change de leurs devises contre l'écu. C'est une deuxième vertu de l'organisation hiérarchique du système. Elle supprime les interactions stratégiques, souvent contradictoires, des banques centrales devant les fluctuations du dollar. Elle remplace le besoin de coopération, souvent mis en échec par l'hétérogénéité des objectifs dans le SME actuel, par un mécanisme plus puissant parce qu'inscrit structurellement dans la répartition des rôles et des instruments entre les Banques centrales nationales et la Banque centrale européenne. Ce réaménagement du régime monétaire peut ainsi maîtriser plus efficacement la deuxième source d'instabilité qui est associée à la libération financière. C'est l'ensemble des perturbations propagées dans les marchés financiers des pays européens par les fluctuations du dollar. Les surenchères de taux d'intérêt et les menaces de changements de parités, qui déstabilisent les anticipations privées, seront bien moins virulentes.

Toutefois, ces atouts du système centralisé, pour maîtriser la substitution des devises et par conséquent pour stabiliser la préférence pour la liquidité, dépendent de la qualité des ajustements pour respecter la fixité des taux de change des monnaies nationales par rapport à l'écu.

Les ajustements dépendent de la manière dont les déséquilibres de balances des paiements sont ressentis par les pays. Ces déséquilibres continuent à exister dans la période transitoire sous la forme de contraintes extérieures, puisque l'intégration financière complète n'est pas encore réalisée. Mais ces contraintes s'expriment par l'obligation de règlement en écus qui a été instituée dans l'approche centralisée. L'intensité de la contrainte dépend donc de la disponibilité des réserves officielles en écus pour les Banques centrales nationales, l'offre globale de ces réserves étant déterminée par la politique de la banque centrale européenne. Les règlements nets des soldes monétaires de balances de paiements déterminent l'évolution des positions débitrices ou créditrices des banques centrales nationales auprès de la banque centrale européenne. La qualité de l'ajustement consiste à éviter la polarisation de ces positions dans la gestion normale du système et de prévoir les moyens de la réduire dans les circonstances exceptionnelles. L'intensité des

UNION ET BANQUE CENTRALE

contraintes monétaires va donc s'exprimer par l'accumulation ou la décumulation de réserves officielles en écus par rapport à des niveaux désirés par les Banques centrales nationales. La précision de l'ajustement dépend de la référence à un niveau normal de réserves demandées par les Banques centrales nationales pour défendre leur taux de change contre l'écu dans des conditions financières calmes. La somme globale des réserves normales demandées doit correspondre à l'offre d'écus décidée par la Banque centrale européenne. Il faut éviter, en effet, que des tensions artificielles naissent d'une incohérence dans la position de référence. Cette position elle-même doit être révisée selon la périodicité de l'élaboration de la politique monétaire de la Banque centrale européenne.

En dehors des chocs de grande ampleur, l'ajustement des réserves à des montants désirés devrait être efficace s'il se répercute systématiquement dans les conditions monétaires internes de chaque pays. Une accumulation rapide de réserves devrait provoquer une expansion monétaire et une réduction des taux d'intérêt dans les pays qui en bénéficient. On peut en attendre une exportation de capitaux et une stimulation de la demande globale, réduisant l'excédent du solde monétaire de la balance des paiements. Une perte récurrente de réserves devrait inciter les pays qui la subissent à relever leur taux d'intérêt et freiner leur expansion monétaire interne. Il s'ensuivrait des entrées de capitaux et un ralentissement de la demande globale, réduisant le déficit du solde monétaire de la balance des paiements. La Banque centrale européenne pourra moduler l'ampleur de ces ajustements en alimentant en liquidités ou en retirant des liquidités au marché monétaire de l'écu.

Que se passe-t-il en situation de crise lorsque les ajustements par les taux d'intérêt ne sont pas efficaces ? La Banque centrale européenne doit avoir le pouvoir de contraindre directement les pays. Comme l'avait déjà suggéré Keynes dans un autre contexte, les pays excédentaires doivent être pénalisés pour une accumulation de réserves excessives. On peut le faire, par exemple, en imposant un ratio de réserves obligatoires non rémunérées pour les réserves supplémentaires qui sont acquises au-delà d'un écart plafond par rapport aux réserves normales. Ce peut être un ratio marginal progressif pour imposer une dissuasion graduée. C'est la contrepartie de la pénalisation des pays déficitaires qui devraient ne pouvoir emprunter auprès de la Banque centrale qu'à des taux d'intérêt progressifs au-delà d'un montant maximal de crédit. Ces emprunts pourraient, en outre, être assortis d'engagements fermes des pays emprunteurs à modifier leurs politiques pour ramener leur endettement en deçà du seuil tolérable.

161

L'APPROCHE DÉCENTRALISÉE : COORDINATION MONÉTAIRE ET MONNAIE PARALLÈLE

Le grand mérite de l'approche centralisée est de donner à la monnaie commune une forme qui permet de bâtir un système monétaire européen doté d'une forte cohérence inscrite dans ses structures. Son grand inconvénient est que la règle fondatrice n'est pas le produit d'une évolution émanant des marchés. Elle ne peut être instaurée que par un acte politique qui transfère une part essentielle de la souveraineté monétaire du niveau national au niveau européen. La démarche décentralisée est plus pragmatique mais aussi plus fragile. Elle inverse le sens des transformations. Au lieu de faire découler la coordination monétaire des changements de structure, elle vise à faire émerger la monnaie commune d'un renforcement de la coopération monétaire entre les Banques centrales nationales. Une coopération, poursuivie sur une base permanente selon des procédures institutionnalisées, serait l'amorce d'un système bancaire central européen à caractère fédéral.

VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

Une politique monétaire commune

Dans l'approche centralisée, la politique monétaire commune est la conséquence du principe de règlement obligatoire en monnaie européenne. Dans l'approche décentralisée, elle est l'enjeu minimal sans lequel la marche vers l'union monétaire est impossible. Les raisons de cette politique monétaire commune ont été indiquées dans la première partie : accommoder la demande de diversification de devises, tenir compte du contexte de désinflation qui incite à combiner des objectifs nationaux différents et pas à s'aligner sur un seul pays, susciter des ajustements symétriques lorsque les pressions sur les changes proviennent de chocs externes qui affectent tous les pays.

La coordination tactique, qui existe et qui a fait des progrès depuis les accords de Nyborg, n'est pas la réponse adéquate au besoin pressant de coopération monétaire. Certes les réactions des Banques centrales aux tensions sur les taux de change ont été plus fréquentes et plus rapides. Les interventions infra-marginales coordonnées ont été associées à des impulsions sur les taux d'intérêt au jour le jour pour faire varier les rendements relatifs sur les actifs liquides dans un sens rééquilibrant pour les taux de change. Mais la coordination stratégique, celle qui porte sur la formation et l'exécution des objectifs monétaires, demeure quasi-inexistante. Tout au plus existe-t-il un examen en commun d'indicateurs macro-économiques. Mais il n'y a pas de référence commune à laquelle les comparer et pas d'engagements mutuels à agir en fonction d'un diagnostic commun. Les politiques nationales sont hétérogènes par leur degré de résistance à une position allemande rigide. Dans ces conditions la répartition des charges d'ajustement n'est pas satisfaisante. En cas de tension durable, elle finit toujours par peser exclusivement sur les pays à monnaie fragile, quelle qu'en soit la cause.

Il est bien connu que la coordination stratégique ne peut être complètement discrétionnaire. Elle doit s'appuyer sur des règles dont le respect assure la cohérence de l'usage décentralisé des moyens de la politique économique. L'accord de change du SME actuel est une règle qui laisse trop de degrés de liberté, qui permet plusieurs régimes monétaires, qui n'interdit pas les équilibres non coopératifs inefficients. Pour faire une politique monétaire commune, il faut définir des règles qui aient la même finalité que celles du système centralisé. Il faut distinguer l'évolution moyenne des monnaies du SME vis-à-vis des devises tierces d'un côté, les ajustements internes entre les monnaies du SME de l'autre. Deux conditions sont nécessaires pour que ces niveaux soient distingués : la politique de change externe vis-à-vis du dollar doit être menée en commun par un fonds de réserve qui pourrait être le Fonds européen de coopération monétaire transformé ; aucun pays ne doit imposer une politique nationale d'agrégat monétaire, mais tous doivent se conformer à des règles cohérentes pour guider l'évolution de la composante interne de leur offre de monnaie. Dans ces conditions l'offre de monnaie communautaire est la somme des composantes internes des offres de monnaies nationales et des réserves de change communes qui résultent des interventions contre devises tierces.

Le système ainsi défini entraîne un réaménagement des instruments qui englobe la coordination tactique existante et l'intensifie. Car la défense à court terme des parités contre les chocs qui exercent des pressions symétriques sur les changes s'effectue par interventions dans les devises des partenaires et par manipulation conjointe des taux d'intérêt. La politique de change commune vis-à-vis des devises tierces peut amortir les tensions à l'intérieur du SME qui proviennent des fluctuations du dollar. Le problème le plus controversé est la nature de la règle qui doit exprimer la composante interne de l'offre de monnaie et l'instrument qui doit lui être affecté.

Une règle théoriquement envisageable s'inspire de l'approche monétaire de la

UNION ET BANQUE CENTRALE

balance des paiements. Elle concerne la base monétaire de chaque Banque centrale nationale. Contrairement à la pratique allemande actuelle, cette base monétaire devrait être endogène dans chaque pays, puis la défense des parités est réalisée symétriquement dans tous les pays par la variation des taux d'intérêt et par des interventions non stérilisées. La composante externe de la base monétaire fluctue donc avec l'intensité des contraintes de change. Mais il est possible de définir dans chaque pays une norme d'évolution pour la contre-partie interne de la base monétaire. Cette règle est-elle pertinente ? Elle a l'avantage d'être insensible aux substitutions qui affectent les agrégats représentant la liquidité ou le crédit et qui résultent de la libération financière. Mais elle a l'inconvénient du monétarisme rigide. Le lien entre l'évolution d'une quantité de monnaie aussi étroitement définie et le taux d'inflation que l'on prétend contrôler est pour le moins ténu. Or il faudrait que ce lien soit étroit pour que le taux d'inflation européen soit déterminé précisément par la somme des contre-parties internes des bases monétaires nationales et des variations de réserves liées aux interventions communes contre devises tierces. S'il ne l'est pas, l'ancrage nominal recherché ne serait pas réalisé. Le taux d'inflation pourrait fluctuer beaucoup. Les pays les plus obsédés par l'inflation seraient tentés de rejeter entièrement la tentative de politique monétaire commune. Les pays qui ont des besoins de croissance plus élevés que leurs partenaires ne sauraient se satisfaire d'une règle qui n'en tient aucun compte. Il faudrait alors recourir à des changements de parités. On ne progresserait guère vers l'union monétaire.

Il existe une autre option qui peut être tirée des études sur les zones cibles. Les enseignements de ces études n'ont pas abouti à des propositions convaincantes, parce qu'au niveau mondial où elles se situaient, il a été jusqu'ici impossible de définir des normes pour les taux de change. Au contraire, la nécessité de rendre plus contraignante la défense des parités dans le SME est reconnue par tous ceux qui veulent réaliser l'intégration financière complète. Ils admettent, par conséquent, de réduire les degrés de liberté des politiques monétaires nationales. On peut alors associer à la grille des parités bilatérales deux autres règles dont aucune n'est monétariste : un indice moyen du prix des marchandises échangeables en Europe qui assure l'ancrage nominal ; un taux de croissance de la demande intérieure nominale dans chaque pays. Cette dernière règle prend en compte l'écart structurel entre l'évolution générale du prix des marchandises appelées à suivre la loi du prix unique dans le marché intérieur européen. Elle tient compte aussi des capacités de croissance non inflationniste dans chaque pays. L'affectation des instruments de la politique économique aux objets inhérents aux règles est la suivante :

163

Objectifs	Instruments
Taux de change : grille des parités et marges de fluctuation	Écart des taux d'intérêt nationaux. Interventions conjointes et non stérilisées
Inflation : indice européen du prix d'un panier de marchandises échangeables	Niveau des taux d'intérêt. Interventions communes du fonds de réserve sur le taux de change écu/dollars
Croissance : évolution de la demande intérieure nominale dans chaque pays	Politiques budgétaires nationales

Cette redistribution des objectifs et des instruments a le mérite de préfigurer la répartition des rôles dans l'union monétaire complète : la politique monétaire contrôle les évolutions macro-économiques moyennes de l'Europe et sa position par

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

rapport au reste du monde, les politiques budgétaires nationales influencent les croissances des pays, qui demeurent hétérogènes tant que les facteurs réels de production ne sont pas parfaitement mobiles, et influencent les ajustements des balances de paiements. L'ensemble des procédures de coordination entre les banques centrales est l'embryon d'un système bancaire central à structure fédérale. La stabilité de la monnaie en Europe est un objectif explicite qui rencontre les préoccupations allemandes. Mais les différences structurelles légitimes entre les pays sont reconnues et traitées par les instruments appropriés. Il est, en effet, grand temps de retrouver cette vérité que le budget est le moyen le plus efficace pour agir sur la demande réelle.

L'écu : une monnaie parallèle

Dans la démarche décentralisée, il n'y a pas de banque centrale pour émettre l'écu. Il est donc toujours défini par le panier de ses monnaies composantes. Cependant si l'écu est appelé à développer ses fonctions monétaires dans le cadre de la politique monétaire commune définie plus haut, la composition du panier devrait changer. Car il serait incohérent que l'écu ne soit pas la monnaie synthétique du SME renforcé. Sa composition doit englober exactement les monnaies des pays qui s'engagent à mettre en œuvre une politique monétaire commune, avec une pondération qui représente leurs poids respectifs dans la détermination des objectifs communs. Ainsi le degré de stabilité monétaire recherché en commun sera-t-il conféré à l'écu.

Mais on peut se demander pourquoi il serait nécessaire de promouvoir l'écu au sein du système monétaire. Les réticences allemandes sont bien connues. Si la monnaie parallèle est concurrente des monnaies nationales, elle exacerbe la substitution des devises. Elle devient un facteur supplémentaire d'instabilité. Si l'écu reste cantonné au rôle d'euro-devise qu'il a actuellement, il n'exerce aucune influence monétaire. Dans ces conditions il vaut mieux faire progresser l'équivalence des monnaies nationales aux yeux des opérateurs privés en rapprochant les politiques monétaires.

Cependant, si l'on admet le contenu que nous avons donné à la politique monétaire commune, l'écu y a une place justifiée. Il devrait y avoir un fonds d'intervention européen pour exécuter la politique à l'égard des devises tierces. Puisque ces interventions concernent la gestion des taux de change de ces devises tierces vis-à-vis de l'ensemble des devises du SME, il serait plus efficace qu'elles soient conduites en écus. Cela implique une volonté délibérée de faire de l'écu un actif de réserve internationale. Pour cela il faut faire deux innovations qui ont été maintes fois proposées et imaginées techniquement. La première est la constitution d'un marché des titres publics en écus. La seconde est la fusion de l'écu officiel et de l'écu privé.

Ce renforcement institutionnel de l'écu, associé à une coordination monétaire plus étroite, devrait entraîner une augmentation de son usage dans les transactions privées. Il deviendrait progressivement une monnaie parallèle. Il ne faut pas surestimer l'instabilité que ce processus ne manquerait pas de susciter. Car la substitution des devises se produira de toutes façons, avec ou sans l'écu. C'est pour la maîtriser qu'une politique monétaire commune est nécessaire. Cette politique commune est une transition vers l'union monétaire. Plus vite les monnaies deviendront substituables du côté de la demande, plus vite il faudra passer de la coordination des moyens de la politique monétaire à l'unification des déterminants de l'offre. Les coefficients de réserve obligatoire devront être les mêmes et les taux d'intérêt devront s'égaliser. La démarche décentralisée convergera vers l'union monétaire complète.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGLIETTA M. éd. — **L'Écu et la vieille dame**, CEPII, *Economica*, 1986.
- ALLEN P. B. — **The Ecu : birth of a new concurrency**, *group of thirty occasional papers*, n° 20, 1986.
- COHEN D. — **The problems of a European Central Bank**, CEPR, *Castelgandolfo*, juin 1988.
- COMITÉ POUR L'UNION MONÉTAIRE DE L'EUROPE — **un programme pour l'action**, *Crédit National*, 1988.
- CORDEN W. — **Monetary integration**, *Essays in International Finance*, n° 93, *Princeton*, 1972.
- de BOISSIEU C. — **A propos de la libéralisation financière en Europe et de certaines de ses implications**, *Repères*, II, n° 13, Banque Internationale à Luxembourg, 1988.
- GIRTON L. et ROPER D. — **Theory and implications of concurrency substitution**, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 13, n° 1, février 1981.
- GROS D. et THYGESEN N. — **The EMS : achievements, current issues and directions for the future**, *CEPS Paper*, n° 35, 1988.
- ISHIYAMA Y. — **The theory of optimum currency areas**, *IMF Staff Papers*, vol. XXII, n° 2, juillet 1975.
- KAREKEN J. et WALLACE N. — **On the indeterminacy of equilibrium exchange rates**, *Quarterly Journal of Economics*, mai 1981.
- JOHNSON H. G. et SWOBODA A. K. ed. — **The Economics of Common Currencies**, London, 1973.
- MAC KINNON R. — **Optimum currency areas**, *American Economic Review*, vol. 53, septembre 1963.
- MARILLIA B. — **L'écu ne doit pas être l'assignat de l'Europe**, *Banque*, n° 480, février 1988.
- MASERA R. S. et TRIFFIN R. ed. — **Europe's Money**, *Clarendon Press, Oxford*, 1986.
- MASERA R. S. — **The ecu : a character in search of a script**, *Essays in International Finance*, n° 167, *Princeton*, 1987.
- MAYER H. — **Private ecus : potential macroeconomic policy dimensions**, *BIS Economic Papers*, n° 16, avril 1986.
- MELVIN M. — **Currency substitution and western european monetary unification**, *Economica* 52, n° 205, février 1985.
- MILES M. — **Currency substitution, flexible exchange rates and monetary independence**, *American Economic Review*, 68, juin 1978.
- MONDELL R. A. — **A theory of optimum currency areas**, *American Economic Review*, vol. 51, septembre 1961.
- PADOA-SCHIOPPA T. — **The EMS : a long term view**, in F. Giavazzi, S. Micossi, M. Miller eds, *The European Monetary System*, *Cambridge University Press*, 1988.
- SALIN P. éd. — **L'unification monétaire européenne**, *Calmann. Lévy*, 1974.
- SCHMITT B. — **La monnaie européenne**, *PUF*, 1977.
- STEINHERR A. — **The macroeconomics of the ecu : the ecu and the working of the EMS**, *Working Paper* n° 8705, *IRES, Louvain La Neuve*, 1987.
- TRIFFIN R. — **L'écu : antécédents et perspectives**, *Quaderni de l'Istituto per gli studi assicurativi*, n° 34, 1981.
- WILLIAMSON J. et MILLER M. — **Targets and Indicators : a blueprint for the international coordination of economic policy**, *Institute for International Economics*, septembre 1987.

