

Une approche de l'unification monétaire européenne

Francesco PAPADIA

Directeur des études, Banque d'Italie

Dix ans après la création du SME, les tièdes et les sceptiques, parmi lesquels l'auteur de cet article, qui considéraient l'entreprise comme prématurée ou même dangereuse, ont été démentis par les faits. Car malgré les difficultés, le système a survécu en contribuant efficacement au rétablissement de la stabilité monétaire et, en définitive, au bien-être économique de la Communauté. Pourtant, dix années globalement de bonne santé ne doivent pas donner lieu à de la complaisance.

Le système de Bretton Woods s'est écroulé après avoir assuré environ vingt ans de stabilité, mais non sans avoir laissé un lourd héritage qui a constitué l'essentiel des difficultés des années soixante-dix. Deux facteurs ont provoqué cet événement : la tentative des États-Unis de s'affranchir du poids de leurs responsabilités de guide du système ; l'insatisfaction croissante des autres pays sur la façon dont les États-Unis s'acquittaient de ce rôle.

La situation du SME est certainement bien loin de ressembler à celle des dernières années de Bretton Woods. Cependant, le manque d'une méthode explicite et concertée pour déterminer la politique monétaire du système, ainsi que le recours à un mécanisme implicite de leadership, ne laissent d'inquiéter ceux qui resituent le système dans un cadre à la fois temporel et large et qui connaissent les dommages économiques provoqués par une crise monétaire.

La crainte, lointaine mais présente, de perdre ce qu'on a construit au cours des dix dernières années est la première motivation des nouvelles initiatives visant à consolider le SME dans une phase institutionnelle, complétant ainsi le projet initial. La deuxième raison est la volonté, exprimée formellement et solennellement dans l'Acte unique, d'approfondir la construction communautaire. En effet, l'unification économique rend plus aisée et nécessaire cette unification monétaire.

LE PROBLÈME DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET SES POSSIBLES SOLUTIONS

Conceptuellement, le problème à aborder est très simple : la politique monétaire est impuissante pour une « petite » économie caractérisée par des taux de change fixes et une mobilité parfaite des capitaux. Les deux circuits de transmission au secteur réel sont bloqués : la mobilité des capitaux ne permet pas au taux d'intérêt de s'écarter du taux dominant dans les autres pays ; le change doit être maintenu fixe. Par

UNIFICATION MONÉTAIRE

conséquent, il n'existe pas de possibilité d'agir tant sur la demande interne agrégée (en variant le taux d'intérêt) que sur la balance des paiements courants (en changeant le prix relatif des exportations par rapport aux importations).

Cependant, le SME, et surtout son mécanisme de change, se distingue d'un pareil schéma par une différence de fond : le système de change européen ne lie pas un pays principal, auquel est confié tout naturellement le rôle de guide, à un groupe de petits pays « suivistes » ; il engage plutôt des économies aux dimensions analogues. De ce point de vue, ce système est davantage symétrique que celui de Bretton Woods¹, où l'importance des États-Unis était prépondérante.

Malgré cela, le SME a été fondé jusqu'à présent sur le guide allemand. L'asymétrie qui soutient nécessairement tous les systèmes de leadership découle de la combinaison entre la crédibilité anti-inflationniste de la Bundesbank et la nécessité des autres pays de réduire l'inflation. Cette asymétrie — qui voit les pays « créditeurs » prévaloir sur les « débiteurs » — loin d'être un aspect indésirable de l'accord, représentait donc, jusque-là, la garantie de son succès.

Mais il y a une alternative : celle d'un accord coopératif et symétrique où l'approche d'une politique monétaire est décidée de concert en évitant toute déviation (dans le sens de l'expansion ou de la restriction) du chemin optimal établi au niveau communautaire.

Dans la phase présente du SME, nous pouvons choisir ces deux options. Mais il serait difficile de continuer à accepter la situation actuelle sans aucun changement. En effet, l'un des piliers du guide allemand, l'urgence de la lutte contre l'inflation, s'est de fait écroulé par suite de la baisse du taux d'inflation. De plus, la volonté de réduire la fréquence et les dimensions des réalignements, ainsi que, peut-être, la libéralisation elle-même, rétrécissent les marges de manœuvre qui avaient assuré — jusqu'à maintenant — un peu d'autonomie aux pays « suivistes ».

La première alternative maintenant envisageable est représentée par l'institutionnalisation (moyennant des modifications juridiques appropriées), du leadership allemand. Concentrant le pouvoir monétaire dans une seule Banque centrale, l'asymétrie du système en sortirait renforcée et, de ce point de vue, l'accord pourrait être stable.

167

UN EXEMPLE DE SOLUTION COMMUNAUTAIRE

Les avantages d'une telle situation sont doubles : des systèmes asymétriques de leadership ont déjà fait leurs preuves dans le passé et la grande crédibilité anti-inflationniste de la Banque centrale allemande représente l'un des actifs les plus rentables au sein du SME.

Mais il en découle aussi plusieurs désavantages : il se peut que la stabilité d'un système tel que celui axé sur le guide de la Bundesbank, dont les statuts et la gestion sont exclusivement nationaux, ne soit pas garantie de façon permanente ; l'organisation communautaire fondée sur le Traité de Rome est un système fondé sur l'égalité reconnaissant d'une manière limitée les dimensions relatives des pays et peut donc difficilement accepter des rapports formels de leadership.

L'évaluation d'ensemble des avantages et des désavantages résultant de la « solution allemande » par rapport à la solution communautaire n'est pas aisée. Quoi qu'il en soit, il faut éclaircir si cette dernière, certes la plus conforme à « l'esprit » de la Communauté, est techniquement réalisable.

Une amorce de solution communautaire doit, avant tout, définir univoquement

¹ — Russo et Tullio, 1988.

VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

l'objectif premier du système. Des raisons de forme ainsi que de substance imposent d'identifier celui-ci à la stabilité monétaire, entendue comme maintien du pouvoir d'achat des monnaies participant au mécanisme de change entre elles et par rapport aux biens réels. La motivation vient du fait que dans la Résolution de Bruxelles, acte constitutif du SME, la stabilité monétaire est carrément désignée comme objectif. Les expériences des pays européens des années soixante-dix démontrent que les politiques de relance économique ou d'expansion monétaire sont toutes vouées à l'échec à moyen terme. On constate aujourd'hui que le coût économique et social de telles politiques est très élevé et qu'il était nécessaire d'avoir recours à de longues et douloureuses actions de désinflation. De ce point de vue, la stabilité monétaire n'est pas antinomique par rapport au développement, mais elle en est plutôt une condition nécessaire.

Fonder le système sur la stabilité monétaire n'est évidemment qu'un premier pas. Les mécanismes et les procédures qui guideront le système doivent articuler cet objectif jusqu'à le rendre opérationnel.

Dans ce schéma les objectifs de monnaie et/ou de crédit jouent un rôle important, car la somme des agrégats nationaux définit l'agrégat communautaire et fournit l'ancrage quantitatif au système ; on peut aisément mettre en œuvre un système de coordination basé sur une règle de compensation des excédents (ou des défauts) de base monétaire par la variation des réserves de change intra-SME ; une fixation opportune des objectifs quantitatifs pour chaque monnaie peut servir à réduire les flux de capital à l'intérieur du système qui rééquilibrent, pour des taux de change donnés, les demandes relatives des masses monétaires exprimées dans les différentes devises. Ces trois points seront examinés successivement.

La description du premier, dans ses aspects fondamentaux, est très claire². Pour le simplifier davantage, le sujet sera développé en termes de base monétaire et nous nous rapporterons au bilan de la Banque centrale. Cependant, il peut être également abordé en termes de monnaie et de bilan du système bancaire dans son ensemble, à condition que la Banque centrale soit en mesure d'orienter ce dernier dans la direction voulue.

Dans un système de changes fixes, la monnaie et la base monétaire sont endogènes. En effet, l'obligation de maintenir les changes fixes implique d'aligner leur offre à leur demande. À l'actif du bilan de la Banque centrale figurent le crédit intérieur (accordé aux résidents en monnaie nationale du pays) et les réserves officielles en devise. Celles-ci sont présentées en deux rubriques : les opérations avec les pays tiers (dont la quasi totalité est libellé en dollars) et les pays faisant partie du système de change européen (dont une grande partie est enregistrée en Deutsche mark). Par contre, la base monétaire évaluée en monnaie nationale, figure au passif.

En modifiant Dornbush (1980) pour envisager la possibilité d'une augmentation des réserves internationales du système vis-à-vis du reste du monde, ainsi que la participation d'un pays à l'accord, en partant de la classique équation de la théorie quantitative, on peut établir une relation directe entre l'objectif de la stabilité monétaire et l'agrégat quantitatif du système (définissable indifféremment comme crédit intérieur plus les réserves extra-SME ou comme monnaie de réserve³, voir en annexe).

Cela implique, à son tour, la fixation, au niveau de chaque pays, d'un objectif intermédiaire représenté par la composante intérieure de la base monétaire plus les

2— Voir Dornbusch, 1980, pp. 138-141 ; Mc Kinnon, 1984 ; Russo et Tullio, 1988.

3— Il est évident que la relation serait beaucoup plus complexe et moins stable si le modèle de référence était plus réaliste.

UNIFICATION MONÉTAIRE

réserves internationales vis-à-vis des pays qui ne font pas partie du système de change européen.

La condition nécessaire pour la stabilité du système est que les variations des réserves à l'intérieur du mécanisme de change ne soient pas stérilisées par des expansions (ou des réductions) du crédit en monnaie nationale. Supposons, par exemple, que l'une des Banques centrales ait augmenté le crédit intérieur avec un accroissement correspondant de la base monétaire excédant la demande. Les opérateurs privés, en possession d'un surstock indésiré de base monétaire, l'amènent à la Banque centrale afin de le convertir dans une autre devise du système : ils en réduisent ainsi les réserves intra-SME. Si la Banque centrale concernée stérilise cette réduction de ses propres passifs en augmentant de nouveau la composante interne de la base monétaire, dans le but de maintenir un objectif de monnaie, elle déclenchera une nouvelle réaction de la part du public : ce mécanisme peut aller à l'infini et se révéler explosif⁴. Il est donc évident qu'on ne peut pas avoir un ensemble d'objectifs en termes de monnaie, mais seulement de crédit intérieur avec en plus la quantité voulue de réserves extra-SME. La définition d'une approche de politique monétaire (offre de base monétaire) agrégate résulte a priori, de la définition de ces objectifs et de l'acceptation d'une règle de non-stérilisation des réserves vis-à-vis des pays participant au système.

Quant au deuxième point annoncé, à savoir qu'il est aisé de coordonner, au niveau communautaire, une règle d'absorption d'éventuels excédents (ou défauts) de base monétaire par moyen de variations des réserves intra-SME, on peut faire les observations suivantes : l'offre éventuellement excédentaire de base monétaire dans un pays quelconque peut être évidemment éliminée non seulement en ayant recours à des interventions sur le marché des changes, mais aussi en resserrant le crédit de la Banque centrale aux résidents (en fait, au Trésor et aux banques commerciales). Cependant, une règle de compensation d'offre (ou de demande) excédentaire de base monétaire par le recours à des variations de la composante intérieure de la base monétaire ou des réserves extra-SME complique remarquablement le problème de la coordination communautaire. En effet si, par exemple, l'une des Banques centrales s'éloigne de l'objectif fixé en diminuant la composante intérieure de la base monétaire, elle provoque aussi, par là même, la diminution de l'offre de base monétaire totale du système et en modifie les conditions monétaires. Cela exige nécessairement un accord au niveau communautaire. Si l'on décide, par exemple, qu'un écartement de l'objectif n'est pas souhaitable, le resserrement du crédit intérieur de la part de l'une des Banques centrales devra être compensé par une expansion correspondante de la part d'une (ou de plusieurs) des autres Banques centrales. On perdra ainsi la semi-automatisme des règles qui existe au cas où les réserves intra-SME devraient être ajustées.

169

À propos de la troisième fonction des objectifs illustrée plus haut, elle consiste à minimiser les mouvements de réserves à l'intérieur du système qui sont dus à un excédent d'offre, ou de demande, d'avoirs monétaires exprimés dans les différentes monnaies communautaires. En fait, s'il est exact que les variations des réserves à l'intérieur du mécanisme de change européen peuvent toujours compenser ces déséquilibres, il est vrai également que les Banques centrales ne sont pas indifférentes à la composition de leur actif entre crédit intérieur et réserves internationales intra-SME. Celles-ci représentent un crédit accordé aux autres pays participant au mécanisme de change. C'est pourquoi des variations excessives des

⁴ — Russo et Tullio, *Appendice 2*.

VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

réserves internationales sont indésirables. Afin de prévenir la reproduction d'un tel phénomène, il s'agit avant tout d'essayer d'évaluer par avance la demande de monnaie dans chaque devise ; il convient ensuite, d'en offrir une quantité correspondante. A posteriori, la demande effective sera différente de la demande estimée. Mais des prévisions suffisamment précises sont susceptibles de réduire la dimension des flux rééquilibrant les réserves.

Le revenu national sera toujours le déterminant principal de la demande de monnaie. Pour ce qui est de la partie inflationniste de la croissance du PIB, elle devra être définie conformément à l'objectif de maintenir le taux d'inflation à un niveau bas et constant. On devrait ajouter à cette composante le taux réel de croissance.

Après, il faudrait chercher à prévoir les variations éventuelles de la vitesse de circulation, en particulier celles liées à des phénomènes de substitution entre devises.

Celle-ci peut se présenter sous forme directe ou indirecte. Dans le premier cas, les opérateurs privés détiennent des réserves monétaires non seulement en monnaie nationale, mais aussi en devises étrangères. De ce point de vue, il est déjà possible de prévoir qu'à part les variations à court terme liées aux attentes concernant le cours des changes, la vitesse de circulation du mark soit décroissante, compensée par une accélération de celle des autres devises. En effet, nous assistons de nos jours à la tendance de la part des agents économiques — et surtout de ceux qui agissent dans des secteurs exposés à la concurrence étrangère — à accroître les soldes monétaires libellés en marks à cause du rôle international toujours plus important que revêt la monnaie allemande, au détriment d'autres devises⁵.

Au contraire, la substitution entre les monnaies sous forme indirecte naît des remaniements de portefeuilles⁶. Une augmentation de la demande d'obligations dans une devise donnée entraîne une diminution du taux d'intérêt sur ces titres qui, à son tour, engendre une augmentation de la demande de monnaie dans cette devise au détriment des avoirs monétaires libellés en devises différentes.

Évidemment, dans les limites du possible, il faudrait aussi tenir compte, dans ce domaine, d'éventuelles variations de la vitesse de circulation de la monnaie dues à des phénomènes différents, comme par exemple l'innovation financière. Cependant, il est certain que ni les unes ni les autres ne pourront être parfaitement prévues.

LES CONDITIONS INSTITUTIONNELLES REQUISES PAR UNE SOLUTION COMMUNAUTAIRE

C'est un fait acquis, toutefois, que, malgré les difficultés rencontrées dans la prévision de la vitesse de circulation, les trois pays principaux qui participent au mécanisme de change européen maintiennent des objectifs quantitatifs intermédiaires et on ne voit pas pourquoi un approfondissement communautaire de la politique monétaire devrait en provoquer l'abandon. Il est, en outre, difficilement concevable qu'une politique monétaire au niveau communautaire ne se fonde pas aussi sur un agrégat quelconque : les alternatives ne sont pas particulièrement attrayantes. Personne n'a encore trouvé une manière satisfaisante de résoudre l'ambiguïté fondamentale du taux d'intérêt nominal, proposée par beaucoup d'économistes, mais qui n'a pas encore été réalisée pratiquement ; de plus, la politique résultante ne diffère pas significativement de celle axée sur un agrégat monétaire, qui tient compte des changements de vitesse de circulation.

À ce point, on saisit nettement le rôle crucial d'une procédure qui fixe et fait respecter les objectifs d'expansion de la composante intérieure de la monnaie ; qui

⁵ — Padoa-Schioppa et Papadia, 1984.

⁶ — Mc Kinnon, 1984.

UNIFICATION MONÉTAIRE

détermine la politique commune vis-à-vis du dollar, dont l'expression quantitative est représentée par la variation agrégée des réserves à l'égard des pays qui ne font pas partie du mécanisme de change européen.

Le problème a un aspect stratégique du fait qu'un accord (fondé sur des conditions monétaires du système résultant de la somme du crédit intérieur octroyé par les Banques centrales et des réserves extra-SME) peut donner lieu à des phénomènes de *free riding* : si tout le monde respecte les règles, y compris celle établissant que, par les interventions non-stérilisées, chaque Banque centrale « finance » d'une manière illimitée toutes les autres, seul celui qui les viole peut jouir de bénéfices supplémentaires. Cela amène toutefois une infraction généralisée qui nuit à tout le monde. Si, par exemple, l'une des Banques centrales du système préfère une politique expansive, il lui conviendra de réévaluer son propre objectif de crédit pour influencer l'objectif agrégé. En outre, pendant la réalisation du programme, elle tendra à élargir encore plus son objectif. D'une manière analogue, la Banque centrale qui serait favorable à une approche restrictive cherchera à réduire son propre objectif de crédit et à rester en dessous de celui-ci pendant la réalisation.

Cette question est analogue à celle qui émerge lorsqu'on établit la grille des parités du SME : dans les deux cas les décisions d'un pays affectent tous les autres. En conséquence, la solution doit être identique : elle consiste dans la « communautarisation » des décisions. Tout comme il est nécessaire au cours d'un réaligement, d'obtenir le consentement de tous les pays sur chaque composante de la grille de parité, ou bien pendant la fixation des objectifs de crédit et de la politique commune vis-à-vis du dollar, chaque pays doit approuver les objectifs de tous les autres (toujours avec la possibilité de prendre des décisions à la majorité).

Il est aussi indispensable d'apprêter des mécanismes de contrôle de l'exécution des programmes qui puissent en garantir le respect, tout comme les limites de la bande de fluctuation du mécanisme de change définissent les obligations de respect de la grille.

171

Il est douteux que la solution à ces problèmes puisse être découverte dans la coordination volontaire des politiques monétaires et, donc, seulement dans les rapports de confiance, bien que très solides et déjà éprouvés, entre les Banques centrales. Chacune d'entre elles pourrait être poussée, par un événement défavorable quelconque, à exploiter le système en se soustrayant aux règles du jeu. Cela provoquerait, tôt ou tard, une réaction analogue de la part des autres Banques centrales et la survivance même du système serait alors péril. De plus, les opérateurs privés, en remarquant cette faiblesse du système, pourraient se demander pourquoi les Banques centrales fuient un engagement plus formel et contraignant que celui fondé, en dernière analyse, sur un simple *gentleman agreement*. Dans des circonstances adverses, ces doutes des opérateurs sauraient les induire à des actions déstabilisatrices qui, dans un cercle vicieux analogue à celui identifié par Barro et Gordon (1983), pourraient forcer les Banques centrales à ne plus respecter les règles du jeu.

La meilleure solution pour pallier ces inconvénients, apparaît dans une obligation juridique, d'ordre constitutionnel, à exercer sa propre souveraineté monétaire non plus au niveau national, mais à l'échelon communautaire. La forme institutionnelle de cet engagement est la construction d'une fédération de Banques centrales européennes où les décisions prises conjointement engagent toutes les Banques centrales participant à l'accord. Avec l'objectif ferme et explicite de préserver la stabilité de la monnaie et indépendamment des gouvernements, même si un système fédéral de banques européennes, responsable à l'égard des institutions démocratiques dont ferait partie intégrante une institution monétaire centrale,

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

représenterait le pivot institutionnel autour duquel devrait tourner un système tel que celui esquissé plus haut.

Une solution de ce genre peut sembler très lointaine et politiquement difficile à mettre en pratique. Elle a toutefois un allié puissant qui saurait aider à sa réalisation plus tôt que prévu : c'est la réalité de l'économie. L'intégration économique de plus en plus répandue, la volonté de stabiliser les relations de change à des niveaux appropriés, la nécessité de convaincre les marchés du fait qu'on ne peut pas douter de la solidarité monétaire au sein de la Communauté : tout cela rend nécessaire plutôt que facultatif l'approfondissement institutionnel de l'organisation monétaire de la Communauté. La seule marge de choix consiste à décider si l'on veut franchir un tel pas moyennant un projet cohérent ou bien à continuer à se laisser balloter par les événements. De n'importe quel point de vue où on l'examine cette question, la première réponse est meilleure que la deuxième. □

Annexe

L'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie au niveau du système est donné par :

$$(1) \quad MV = PY \text{ où } M = \sum_{i=1}^n M_i \text{ et } Y = \sum_{i=1}^n Y_i$$

ce qui représente la version internationale de la théorie quantitative de la monnaie, où M représente la base monétaire agrégée du système résultant de la somme des bases monétaires nationales, V est la vitesse de circulation, considérée comme constante et égale dans tous les pays, P est le niveau agrégé des prix et Y représente le revenu réel agrégé. Tous les taux de change sont standardisés à 1. En résolvant (1) en P, on obtient :

$$(2) \quad P = V M/Y$$

Le bilan simplifié de chaque Banque centrale du système est donné par :

$$(3) \quad M_i = C_i + R_i \quad i = 1, \dots, n$$

où C est le crédit intérieur et R représente les réserves internationales.

Ces dernières, à leur tour, se distinguent en deux composantes : les réserves vis-à-vis du reste du monde (extra-SME), E_i , et celles à l'égard des pays adhérant au mécanisme de change européen (intra-SME), I_i ; donc $R_i = E_i + I_i$. En ce qui concerne les deuxièmes, nous avons :

$$\sum_{i=1}^n I_i = 0$$

étant donné que les actifs d'un pays sont représentés par la somme des passifs des autres. Il en résulte que les réserves globales du système égalent $R = \sum R_i = E = \sum E_i$. L'offre agrégée de base monétaire est donnée par :

$$(4) \quad M = C + E$$

$$\text{où } C = \sum C_i$$

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

Partant, l'offre agrégée de base monétaire est égale à la somme du crédit intérieur octroyé par les Banques centrales des pays participant au système de change plus leurs réserves vis-à-vis des pays qui n'en font pas partie. En substituant l'expression (4) en (2) et en différenciant par rapport au temps, nous avons :

$$\pi = \frac{d \ln P}{dt} = \sum (\beta_i C_i + e_i - Y_i)$$

$$\text{où } \beta = \frac{C_i}{C+E} ; e_i = \frac{E_i}{C+E} ; Y_i = \frac{Y_i}{Y}$$

$$c_i = \frac{d \ln C_i}{dt} ; e_i = \frac{d \ln E_i}{dt} ; Y_i = \frac{d \ln Y_i}{dt}$$

Le taux d'inflation dépend ainsi du taux moyen pondéré de croissance du crédit intérieur de tous les pays, ajouté de la croissance (en proportion de la base monétaire totale) des réserves extra-SME, diminué du taux moyen pondéré de développement du revenu réel.