

# L'Europe du Grand marché et l'Écu

Henri BOURGUINAT

Laboratoire d'Analyse et de Recherche Économiques Bordeaux I

La conférence de Hanovre de juin 1988 a consacré une nette prise de conscience : celle de la nécessité de lier la réalisation de l'Europe du Grand marché et les progrès de la coopération monétaire des pays partenaires. Il est clairement apparu alors, qu'il deviendrait bien difficile de poursuivre l'expérience du Système monétaire européen en l'état dans un environnement d'intégration financière fondamentalement modifié par la libre circulation des capitaux. Cela étant admis, il est néanmoins manifeste que les réformes proposées sont loin de converger pour autant. Elles oscillent généralement entre les logiques assez différentes, ressuscitant quelque peu la controverse de la fin des années 1960. On trouve aujourd'hui deux courants principaux. Le premier est celui des partisans d'un remplacement de l'écu actuel par une véritable monnaie parallèle européenne. Le second est constitué par ceux qui voient plutôt la possibilité d'émettre une monnaie unique. En réalité, le second de ces groupes se subdivise entre d'une part, ceux qui n'envisagent — avec tous les risques d'immobilisme que cela peut comporter — qu'une monnaie commune venant couronner un processus de convergence des économies et des politiques des pays participants (attitude souvent rencontrée en RFA) ; d'autres, en revanche, voudraient passer à cette phase sans attendre les effets, à leurs yeux trop décalés, de l'intégration de la seconde phase.

175

À vrai dire, il n'est pas sûr que la réalité des choses oriente nécessairement vers des choix binaires (ou ternaires) simples — du type précédent. Seule une analyse raisonnée combinant les enseignements de la théorie des zones monétaires optimales, de la substitution des monnaies et du fonctionnement actuel du SME — tel qu'il est et non tel qu'on voudrait qu'il fût (c'est-à-dire marqué par une certaine asymétrie au profit du DM et une dépendance peu niable de sa cohésion de l'axe dollar-DM —, se devrait d'être entreprise. Elle implique des investigations qui, tout au moins en France, demeurent à faire pour la plus grande part.

Cet article ne prétend absolument pas s'y substituer. Il a une ambition beaucoup plus limitée et vise seulement à souligner la forte pression qu'exercera probablement le passage à la deuxième étape (de l'intégration européenne) en faveur d'une initiative monétaire ; recenser les difficultés d'une voie apparemment séduisante, celle d'un écu redéfini et circulant « en parallèle » des monnaies nationales ; faire apparaître que la monnaie européenne — quelle que soit sa forme — appelle une coopération qui devra rapidement s'étendre à certains aspects des politiques budgétaires.

---

## LA PRESSION DU GRAND MARCHÉ

---

### L'INCONFORT DU STATU QUO

Avec la négociation des directives sur la libre circulation des capitaux et la liberté de prestation de services financiers, il faut prendre conscience que c'est tout le paysage de la zone européenne qui va très vite se modifier en profondeur. En particulier, en faisant disparaître le contrôle des changes et en organisant positivement la mobilité des capitaux, c'est l'ensemble de l'espace financier européen qui changera de consistance. On passera ainsi à une situation bien proche de celle que prend en compte la théorie des zones monétaires optimales. Non seulement la substituableté des actifs (passage d'un type de placement à un autre) s'accroîtra puisque la gamme des instruments s'élargira, mais encore la mobilité géographique elle-même augmentera. C'est dire que, dès ce moment, on doit admettre que le *statu quo* en matière du SME se conçoit désormais bien difficilement. En effet, toute tendance à quelque peu contester le cours pivot d'une monnaie risque d'entraîner des pressions plus importantes du fait des déplacements de capitaux et de la substitution de monnaies et d'actifs financiers devenus très ubiquistes à l'échelle européenne. Cela, d'ailleurs, sans parler des déséquilibres nés du marché du dollar et du yen qui se reporteraient sur tel ou tel point de la grille des parités européennes et tendraient à déformer l'ensemble.

Certes, en considérant le très fort affaiblissement subi par la réglementation des changes — en particulier en France et, plus récemment, en Italie —, on pourrait être tenté d'admettre que l'on se situe déjà dans un environnement de mobilité des capitaux et que celui-ci a été expérimenté jusqu'ici sans drame excessif. On ne saurait pour autant considérer que la pratique récente préfigure ce qui se passera après octobre 1989 (libération des opérations des OPCVM) et en juillet 1990 (liberté de mouvement des capitaux courts). À ce moment interviendront en effet les restructurations de portefeuille des agents institutionnels (gérants de SICAV, FCP, etc.), voire des particuliers eux-mêmes. Sans aller jusqu'à exclure certaines inerties de comportement<sup>1</sup>, il faut s'attendre, nous semble-t-il, à un changement d'échelle important des déplacements de capitaux. Si, dans d'autres cas (suppression du contrôle des changes en Grande-Bretagne), les substitutions furent limitées, on ne saurait en déduire trop rapidement qu'il en sera de même, cette fois. Il est essentiel de noter que si, demain, les changes intra-européens sont fixes (ou très rarement modifiés), l'élément prime de risque qui tient actuellement aux variations anticipées des cours pivots, disparaît ou (s'atténue); cela peut modifier considérablement les comportements de diversification. Pourquoi, si le mark ne paraît pas par exemple devoir s'apprécier, l'emprunteur français ou italien n'emprunterait-il pas demain en marks, s'il bénéficiait d'un différentiel d'intérêt favorable? De même, pour quelles raisons le prêteur de DM n'investirait-il pas alors en monnaie faible à taux d'intérêt plus élevé? Avec des changes fixes (ou quasi fixes), c'est la base potentielle de la substitution qui change de dimension.

Les agents se verront en effet offrir une gamme de supports de placements beaucoup plus diversifiée. L'effort du démarchage des banques et assurances à l'extérieur de leur espace national deviendra plus systématique (les grands établis-

---

<sup>1</sup> — Rapport du groupe de travail D. Lebègue - « La fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché européen » - CNC 1988. Voir aussi : Fiscalité et marché unique européen (M. Boiteux) Doc. Fr. 1988.

## M A R C H É   U N I Q U E   E T   É C U

ments s'y préparent déjà). On aura à compter demain sur les délocalisations tenant aux différences de fiscalité (retenue à la source) et aux modes de déclaration des revenus, sans parler du camp de pénétration désormais parfaitement ouvert que constituera l'espace financier européen pour les groupes financiers des pays tiers (américains et japonais tout particulièrement). Enfin, il convient de ne pas oublier que dès l'instant où les stocks croisés d'actifs détenus en monnaie des pays partenaires se seront accrus, toute anticipation sur les différences de rendement sera susceptible de créer des effets de flux considérables.

Face à cette hypothèse de mouvements déstabilisateurs, on voit mal la solution, sauf à apporter des ré-alignements très fréquents — et très amples — qui feraient perdre au SME sa fonction de régulateur des taux de change intra-européens. L'autre option, envisageable dans l'abstrait, consisterait bien sûr à accentuer la flexibilité des taux de change pour préserver l'autonomie des politiques monétaires, par exemple en « ouvrant » les marges. Mais qui ne verrait alors que ce choix serait peu compatible avec l'autre versant de l'expérience européenne entrant dans sa seconde étape : celle d'une intégration des économies réelles beaucoup plus forte. On comprendrait mal qu'on veuille à la fois utiliser, entre parties de l'espace européen homogène, les mouvements de facteurs comme moyen d'ajustement et, simultanément, « libérer » les taux de change eux-mêmes. D'un côté, on reprendrait le supplément d'intégration que l'on prétendrait gagner, de l'autre, par la mise en œuvre de l'Acte unique européen.

La seule voie finalement ouverte par le passage au Grand marché européen, paraît bien être celle d'un SME marqué par une volonté de resserrement progressif de la grille des taux de change et par la mise en place d'une politique monétaire étroitement coordonnée sinon commune. Sans tout à fait exclure, au moins dans un premier temps, des ajustements de taux de change seulement justifiés par de sensibles différences entre pays partenaires au niveau des fondamentaux, on s'orienterait progressivement vers des marges de plus en plus étroites.

177

### **LE TRIANGLE D'INCOMPATIBILITÉ**

Qui ne voit alors qu'avec des capitaux mobiles, la défense d'une monnaie sur ou sous-évaluée deviendrait extrêmement difficile, sauf à supporter des différentiels d'intérêt qui apparaîtraient rapidement comme impossibles à absorber. On retrouve ici la fameuse incompatibilité mise à jour depuis les années soixante par la théorie des « zones monétaires optimales »<sup>2</sup> et seulement remise au goût du jour par T. Padoa Schioppa<sup>3</sup> avec ses trois sommets qui symbolisent la difficulté de la réalisation simultanée de la mobilité des capitaux, la stabilité des taux de change, l'autonomie des politiques monétaires.

Il est certain qu'on voit mal comment on pourrait prétendre faire coïncider une grille de parités intra-européennes considérée comme parfaitement fixée d'emblée pour plusieurs années, les directives sur la mobilité des capitaux et les politiques monétaires qui se voudraient autonomes. Dès ce moment, le système aurait perdu un degré de liberté essentiel. En effet, les pays membres ne pourraient plus compter sur les réalignements des cours pivots. Ils auraient alors renoncé à pouvoir en réalité dévaluer/réévaluer pour, par exemple, tenter de retrouver leur compétitivité ou pour faire face à un choc externe. Cette restriction d'autonomie se produirait par ailleurs à

2 — R. Mundell, « A theory of Optimum Currency Area », *American Economic Review*, nov. 1961. Voir aussi F. Perroux, J. Denizet et H. Bourguinat, « Inflation dollar et eurodollar », *NRF Coll. Idées*, 1971.

3 — « Efficacité, Stabilité, Équité », *Rapport à la Commission de la CEE*, avril 1987.

## VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

un moment où la pression sur la grille des parités serait susceptible de se renforcer du fait des mouvements de capitaux. Pas question non plus de jouer désormais sur ce qui a permis aux pays membres, tout au long de la première phase du SME, de détourner certaines pressions de leur monnaie, en les transférant sur l'euro-marché comme en témoignent les importants différentiels d'intérêt constatés périodiquement (euro-francs et euro-lires)<sup>4</sup>. Ils devront désormais, accepter les substitutions des actifs financiers et des monnaies initiées au sein de l'espace européen sans parler de celles — en fait, plus puissantes encore — venues de l'extérieur de l'Europe.

Ces deux nouveautés intrinsèques feront que peut-être dès 1989-1990, toute sous ou sur-évaluation significative ne pourra plus être contenue par des palliatifs du type précédent. Par ailleurs, on peut penser que les écarts nationaux de compétitivité ne ressortiront plus — ou ressortiront de moins en moins — à la thérapeutique, jusqu'ici habituelle, des dévaluations-réévaluations.

On se trouverait donc en présence d'une limitation considérable de l'autonomie des politiques économiques des pays membres. Or, celle-ci se produira au moment précis où, plus que jamais, la gestion d'un espace européen dont les parties (les nations-régions de demain, sinon d'après-demain) auront besoin de mécanisme de rééquilibrage.

### LES TROIS VECTEURS DU RÉÉQUILIBRAGE DE L'ESPACE EUROPÉEN INTÉGRÉ

En effet, si l'on accepte un instant l'idée — en réalité on n'y parviendra que très progressivement — d'un espace européen organisé, disons pour simplifier, comme celui des États-Unis, les parties de ce camp élargi enregistreront, tôt ou tard, nécessairement des différences de compétitivité significatives. Or, quels sont, dans un espace fédéral, les mécanismes d'ajustement qui, par exemple, permettent à une région (un État) en perte de vitesse (baisse de compétitivité, balance courante régionale en déficit) de rétablir son équilibre ? Ils sont, si l'on se réfère à la théorie des zones monétaires optimales (R. Mundell, McKinnon, J. Ingram) au nombre de trois : ajustement des revenus nominaux ; mouvements induits de facteurs, soit dans le sens de la « sortie » de la zone (délocalisations de main-d'œuvre ou de capacités, etc.), soit dans celui de « l'entrée » (restructurations, OPA, etc.) ; transferts (budgétaires et sociaux).

Dans cette zone européenne en voie d'unification, des adaptations par les niveaux de revenu se réaliseront mais non sans bien des résistances et des retards. On comprendra aussi que, dans un espace européen encore marqué par des préférences nationales — voire « nationalistes » — fortes, les trois modes de rééquilibrage ne soient pas tous « tolérés » de la même façon par les régions concernées. Cela, d'autant, qu'au point de départ, la libéralisation des facteurs n'aura pas toujours conduit à des déplacements primaires de facteurs nécessairement harmonieux. Deux exemples : le technicien supérieur d'un laboratoire informatique de Darmstadt acceptera sans doute d'aller travailler à Sophia Antipolis (la réciproque ne sera pas obligatoirement garantie) ; l'OPA italienne ou britannique en Belgique, en France ou en Allemagne, sera-t-elle, pour bien longtemps encore, « vue » de la même

4 — On montre (F. Giavazzi et A. Giovannini, 1986 et 1988) que les réalignements intervenus au sein du SME, souvent déterminés par les crises du dollar, font augmenter la demande de marks par rapport aux autres monnaies européennes et se traduisent par une forte asymétrie au niveau des taux d'intérêt. Par exemple, durant les cinq mois qui précèdent le réajustement d'avril 1986, le taux de l'euro-franc français montera en flèche d'environ 8 %, alors que le taux de mark ne descend que de 50 points de base. Mais, pendant ce temps, le taux du marché monétaire restera en France inchangé, ce qui témoigne de l'effet déterminant du contrôle des changes. *Economic Policy*, avril 1986 et *Revue Économique*, mai 1988.

## M A R C H É U N I Q U E E T É C U

façon que celle qui serait faite par les groupes nationaux correspondants au sein de leur pays d'origine ? On peut en douter, du moins dans l'immédiat. Autonomes ou induits, les mouvements de tels facteurs manifesteront très vraisemblablement une élasticité seulement partielle. Celle-ci ne sera susceptible de s'accroître que très progressivement. Elle sera d'ailleurs sensiblement plus forte lorsqu'il s'agira de mouvements purement financiers que de déplacements de main-d'œuvre, ce qui n'ira pas sans problèmes. Toujours est-il qu'avec la deuxième étape, dans un contexte progressivement plus renouvelé qu'on ne le pense généralement, les pays membres auront perdu un degré de liberté qu'ils devront justement chercher à retrouver ailleurs.

La politique monétaire commune — sinon la monnaie européenne elle-même — sont justement l'un des moyens de retrouver celui-ci. Ce n'est donc pas un hasard si la Commission ou tel ou tel organisme (Comité pour l'Union monétaire de l'Europe, etc.) mettent tant d'insistance à « pousser les feux » en matière de monnaie commune. Celle-ci est littéralement « appelée » par la seconde étape. Sans progrès significatif à son niveau, l'Europe du Grand marché risque assez vite de boiter bas. C'est finalement par rapport à cette exigence qui consiste à définir la monnaie européenne comme l'un des moyens de constituer une sorte d'antidote aux déséquilibres que ne manquera pas d'amener la deuxième étape de l'intégration du Grand marché européen, que doivent être appréciés les différents projets de construction de la monnaie européenne, à commencer par celui de la monnaie parallèle.

On observera que la charge placée sur la politique monétaire ou sur la monnaie commune deviendra d'autant plus considérable que sera effectif le passage à la deuxième étape de l'intégration européenne. Il en sera d'autant plus ainsi que les instances monétaires à créer sauront s'affranchir des risques de la bureaucratie que l'on rencontre trop souvent ailleurs en matière européenne. Il n'est d'ailleurs pas à exclure qu'une période transitoire durant laquelle on admettra encore certains ajustements des cours pivots sera elle-même prévue. Pour autant, cela n'exclut pas d'aller assez vite vers la mise en place des institutions préparant une coopération monétaire renforcée susceptible de déboucher sur une monnaie européenne.

179

---

### LA VOIE DE LA MONNAIE PARALLÈLE

---

#### VERS L'ÉCU PARITÉ ?

Au point de départ, on voit bien pourquoi l'écu actuel peut apparaître comme un optimum de second rang par rapport aux exigences du Grand marché. Les problèmes tenant à sa nature même de monnaie « panier » sont bien connus. Il est exact qu'il y a quelque circularité à vouloir définir la valeur de l'écu comme dépendant de la somme pondérée des monnaies nationales composantes et, simultanément, la valeur de chacune de celles-ci, en terme d'écu. Tout se passe (H. Bourguinat<sup>5</sup>, 1985), un peu comme en géographie physique : on définit la hauteur des marées par rapport au « point zéro » et, celui-ci, lui-même, par référence à celle de la plus basse des marées. Il est non moins vrai que la déconnexion de l'écu officiel et de l'écu privé constitue un inconvénient sérieux. Néanmoins, des projets (R. Masera, P. Allen) existent pour tenter de le surmonter. Toutefois, en l'état actuel des choses — cela a

<sup>5</sup> — H. Bourguinat, *L'économie mondiale à découvert*, Calmann-Levy, 1985, p. 75.

## VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

été démontré cent fois — l'écu demeure une monnaie « imparfaite » parce que partielle en ce qui concerne les fonctions qu'elle assume et les coûts de transaction qu'elle génère. On comprend, dès lors, qu'on essaye de s'orienter vers un écu nouvelle manière dit tantôt « écu parité », tantôt « écu abstrait ». Il conviendrait donc de passer, soutiennent les partisans de la monnaie parallèle, à un nouvel écu, émis par une véritable Banque centrale européenne « en parallèle » des unités nationales.

« L'écu étant émis par la Banque centrale européenne (BCE) cesserait, à terme, d'être un panier de monnaies pour entrer dans la grille des parités, indique, par exemple, sans plus de précisions le « Programme pour l'action » du Comité pour l'Union européenne<sup>6</sup>. Ce même rapport précise encore que les Banques centrales constitueraient à la BCE des réserves obligatoires. Le niveau requis serait proportionnel non plus aux réserves de change de chaque Banque centrale, mais à leur masse monétaire ou à leur base monétaire. L'écu jouerait ainsi le rôle d'une monnaie centrale de l'Union. D'autres, à Bruxelles ou à Paris, recommandent que cet écu soit « au moins aussi fort que la meilleure monnaie du SME ». Ce faisant, ils font, remarquons-le, écho au Président de la Bundesbank O. Poehl qui, lui-même, a déclaré (Frankfurter Allgemeine Zeitung du 28 mai 1988) que la monnaie européenne devrait « avoir un niveau au moins égal à la meilleure des monnaies nationales ». Sans cela, redoute-t-il, les Banques centrales des pays à monnaie forte de la Communauté seraient contraintes de soutenir cette monnaie parallèle par des achats illimités. On conçoit cependant que cette disposition, techniquement liée à la volonté d'éviter des interventions officielles trop lourdes — elles-mêmes source de création monétaire — ne soit guère propice à une gestion concertée des variations de l'écu vis-à-vis des monnaies tierces.

Quoiqu'il en soit, avec ce projet d'écu émis par la BCE et circulant entre banques, entreprises et particuliers, on irait vers un partage des tâches : la BCE serait chargée d'intervenir sur les marchés (monétaires, financiers et cambiaux ou l'écu se trouverait négocié, les Banques centrales nationales conservant la charge de la gestion de leur propre monnaie. On attacherait le plus grand prix à ce que l'union monétaire ne permette pas de s'orienter vers des financements monétaires des déficits publics, à travers, en particulier, l'intégration du marché des capitaux.

Cette voie de la monnaie parallèle a un mérite incontestable. Elle s'efforce d'établir une construction monétaire européenne synchronisée, autant que faire se peut, avec le contenu de la deuxième phase de l'intégration (le marché commun des facteurs et des services). Elle part aussi de ce qui existe, l'écu, même si en ce qui concerne celui-ci, elle adopte une optique franchement évolutive. Globalement, la méthode de la monnaie parallèle permet d'éviter le piège du « tout ou rien » qui est sous-jacent à l'attitude qui consiste à préconiser une « monnaie unique » émise par la Banque centrale européenne mais en renvoyant sa création au temps où les économies seront devenues étroitement intégrées et où les politiques monétaires seront effectivement coordonnées... autant dire à un avenir tellement hypothétique — et non daté — qu'il faut craindre que la proposition ne soit quelque peu de simple commodité et revienne à ne rien vouloir changer pour plusieurs années. Cette attitude est d'autant plus contestable que les négociateurs français successifs ont, depuis 1985, beaucoup concédé à leurs partenaires en acceptant des engagements précis et datés, par exemple sur les directives sur la libération des marchés des capitaux et sur la liberté de prestation de services ou en matière fiscale. Il serait contreproductif, pour les progrès ultérieurs de l'Europe de devoir s'apercevoir un jour qu'on a peut-

6 — Comité pour l'Union Européenne : Programme pour l'action, 1988, p. 11.

## M A R C H É U N I Q U E E T É C U

être parfois échangé, la dynamique de la négociation aidant, des concessions « certaines » contre des avantages « contingents » parce que seulement virtuels.

Or, c'est bien là ce qui risquerait de résulter de l'attitude qui consisterait à ne rien faire de décisif en arguant de ce que la monnaie unique ne doit être que le « couronnement » du processus d'intégration des économies réelles et de convergence des politiques monétaires. Il reste que l'idée de monnaie parallèle est plus délicate qu'il n'y paraît au premier abord.

### TROIS PRÉALABLES

Les remarques favorables à l'esprit des propositions de réforme en matière monétaire ne doivent pas faire oublier les écueils techniques de la formule de la monnaie parallèle. Ils sont au nombre de trois.

- Le premier est celui du risque de substitution des monnaies et des actifs financiers qui est inhérent à toute situation de circulation « en parallèle » d'une monnaie différente des unités monétaires nationales préexistantes.

Dans un contexte de mobilité des capitaux et de substituabilité des titres, il est très difficile d'exclure la possibilité de substitutions fortes de la monnaie parallèle aux monnaies nationales. La référence à une loi de Gresham inversée, les « bonnes » monnaies (à savoir les plus diffusées et celles qui bénéficieront de la stabilité anticipée la plus forte) chassant les « mauvaises », est bien tentante. Tout y invite ; d'abord les analyses du courant théorique dit de la « substitution des monnaies » (R. Boyer, Miles, Girton et Roper, etc.) qui concluent que, lorsque la substitution porte sur les monnaies, il n'y a plus de stabilité possible des taux de change, car on ne peut plus compter, comme avec les titres, lorsqu'il y a une demande excédentaire, sur la relation inverse du prix et du rendement pour stabiliser le modèle. Les expériences historiques elles-mêmes développées il est vrai dans des conditions très différentes (hyperinflation : dans le cas de « dollarisation » pour les pays d'Amérique latine, Israël ou le Liban ou d'hégémonie par exemple ou l'expérience d'utilisation de Rand Sud-africain pour les pays limitrophes), révèlent qu'il peut y avoir fuite, parfois intense, vis-à-vis de la monnaie nationale. Dans un contexte européen très différent, les monnaies faibles risqueraient, en cas par exemple de poussées d'inflation différentielles, de se trouver abandonnées au profit de la monnaie parallèle si celle-ci apparaissait plus sûre.

181

Pour pallier ce risque, les projets pré-cités d'écu émis en parallèle envisagent souvent deux parades : soit, la monnaie commune n'aurait pas immédiatement un pouvoir libérateur illimité. Elle serait, par exemple, dans un premier temps, une monnaie principalement scripturale et non fiduciaire ; soit, elle servirait exclusivement aux paiements faits avec l'étranger. Intuitivement, on imagine effectivement assez bien un écu, nouvelle manière servant plutôt aux opérations financières de chaque pays avec l'étranger (intra-CEE et avec l'extérieur), aux facturations des grandes entreprises, aux libellés des chèques de voyage, etc. En somme, l'idée serait d'aboutir plutôt à une sorte d'Euro-écu, dont les points de passage avec la circulation interne de chaque pays se trouveraient susceptibles d'être bien tenus en mains.

Toutefois l'inconvénient de ce système serait double. Déjà, il partitionnerait la communauté des paiements avec des conditions d'intérêt et de rendement des actifs différents de ceux des monnaies nationales. Surtout, il créerait une sorte de société monétaire européenne duale, en risquant de quelque peu ravalier progressivement l'emploi de certaines monnaies nationales à des paiements internes mineurs. De plus, ce système, s'il semble permettre de limiter l'assiette de la substitution potentielle, aurait l'inconvénient de ne pas être à la mesure de contribuer à ce qui est le point focal de « l'après 1992 » : la mise en œuvre de mouvements financiers permettent non

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

seulement d'acclimater une monnaie européenne mais aussi de rééquilibrer les flux financiers de l'espace monétaire européen en voie d'homogénéisation.

- Le deuxième écueil est celui de la définition même de l'écu-parité. Par rapport à quoi cette unité serait-elle au point de départ constituée ? Si ce n'est pas par rapport à un panier de monnaies, serait-ce justement en la monnaie qui serait la plus forte du SME ? Dans l'affirmative, et si on voulait parallèlement qu'elle demeure « au moins aussi forte que le DM », cela risque de vouloir dire que la politique d'émission de l'écu par la BCE devra être extrêmement restrictive. Dans ce cas, l'effet déflationniste de la monnaie européenne serait fort, tout au moins tant que la politique de la RFA se trouverait orientée dans le sens restrictif qui lui est traditionnel depuis fort longtemps. Autant dire que cette méthode en vient finalement à renforcer l'asymétrie de l'Union monétaire. Celle-ci étant organisée alors autour d'une monnaie parallèle qui se voudrait « au moins aussi forte » que celle du pays le moins déflationniste de la zone aboutirait, par son intermédiaire, à imposer aux autres sa norme d'inflation et de taux d'intérêt. Ce type de contrainte, même si elle a été antérieurement (1981-1983) bien utile dans le cadre du SME serait pourtant tout à fait négative en moyenne période dès lors qu'elle se trouverait, cette fois, nettement renforcée. D'ailleurs, décréter par exemple, au point de départ, qu'un écu = 2 DM (ou tout autre cours) et postuler que cette monnaie devrait être dans l'avenir « aussi forte que le DM », ne serait-ce pas en fait instituer le DM comme n<sup>ème</sup> monnaie du SME sans vouloir le dire et faire de l'écu son inévitable prête-nom ?

- La troisième difficulté de l'écu émis en parallèle et « au moins aussi fort que... », c'est qu'il risquerait de subir de fortes pressions d'origine extérieure au SME. Quand, en particulier, le dollar se trouverait attaqué, n'irait-on pas vers un écu fortement sollicité du fait des entrées de capitaux (libérés d'ailleurs, remarquons-le, *erga omnes* dans le cadre des directives découlant de l'Acte unique). À l'inverse, si le dollar s'appréciait, la pression à la baisse se trouverait également diffusée à l'Europe. Dans l'un, et dans l'autre cas, une politique active d'interventions de la BCE aurait à jouer. Comment serait-elle financée, quelles seraient les répercussions de ces « va-et-vient » sur les monnaies nationales, dont aucune — ne l'oublions pas — ne devrait être simultanément « meilleure » que l'écu. L'incidence des pressions sur la grille des parités intra-européennes s'avèrerait différente selon les monnaies et, ce faisant, risquerait d'accentuer aussi celle qui s'exercerait en faveur des ajustements de taux centraux.

Si l'on se fonde sur l'expérience du SME qui révèle que, plus que les écarts intra-européens de compétitivité, ce sont les relations tumultueuses dollar-DM qui ont été à l'origine directe de la majorité des réalignements, on conviendra que la monnaie européenne, quelle que soit sa forme, ne pourra faire l'économie d'avoir un statut précisément défini vis-à-vis des monnaies tierces.

---

### LE LIEN DES POLITIQUES MONÉTAIRES ET BUDGÉTAIRES

---

#### LE SEIGNEURIAGE ET LA NON NEUTRALITÉ BUDGÉTAIRE DE L'EUROPE DE 1993

À supposer même que les problèmes précédents aient été résolus, en cas d'utilisation de l'émission en parallèle de l'écu, il n'est pas sûr que la politique monétaire de la BCE dont il serait le support, procurerait à lui seul un instrument à la mesure d'un grand marché caractérisé par la libre circulation des facteurs. Celui-ci, nous le savons,

## M A R C H É U N I Q U E E T É C U

appelle une certaine « ré-équilibration » au niveau des politiques communes. Or, la crainte de brusques mouvements de substitution Écu-Monnaies nationales plaidant en faveur d'un contrôle strict des points de passage, on n'est pas sûr d'obtenir ainsi un instrument suffisamment puissant pour participer aux transferts qui pourront être nécessaires dans le nouvel espace économique européen libéralisé. À l'inverse, il serait tout à fait utopique d'attendre que les pays membres abdiquent trop largement leur autonomie monétaire au profit de la BCE et que cette banque puisse participer trop largement à une monétisation systématique des financements budgétaires. Pourtant, il convient d'insister sur le fait trop souvent oublié, de la non neutralité budgétaire du Grand marché en voie de se faire. Celle-ci tient à deux séries de facteurs : l'un purement fiscal, l'autre d'origine plutôt monétaire. On sait, en effet, que le Grand marché exigera, tôt ou tard, une profonde harmonisation des fiscalités. Qu'il s'agisse des taux de TVA ou des impôts sur les revenus financiers (retenues à la source, etc.), on peut imaginer que les rapprochements de structure ou de taux conduiront certains pays à perdre des recettes fiscales, d'autres à en gagner. La situation de la France paraît quant à elle (rapport Lebègue) plutôt ressortir du premier cas. Pour elle, derrière la question de l'harmonisation fiscale, se profile celle, bien préoccupante, des pertes de recettes.

À cela s'ajoute le fait général que les gouvernements se financent aussi à partir du seigneurage que leur confère dans un environnement plus ou moins inflationniste, l'usage de leur propre monnaie ; celui-ci est, on le sait, fonction du taux de l'inflation qu'ils développent et de la hauteur des réserves obligatoires des banques (non — ou partiellement — rémunérées) auprès de la Banque centrale (S. Fisher, 1982)<sup>7</sup>. Il semble bien que la part respective des recettes fiscales normales et du seigneurage soit (F. Giavazzi, 1988) assez différente au sein de l'Europe. En particulier les pays de l'Europe du Sud (Grèce, Espagne, Italie) où la fiscalité touche peu le secteur de l'économie souterraine et où l'inflation est plus forte, font une plus large part au seigneurage que les pays de l'Europe qui se situent plus au Nord<sup>8</sup>.

183

C'est dire que la mise en place d'une monnaie européenne commune pourrait bien être tout à fait active par rapport à ces situations de départ assez éloignées. Cela de trois façons : un pays qui renoncerait à certaines utilisations de sa monnaie au profit de l'écu, perdrait de ce fait une part de son revenu de seigneurage au profit de la BCE émettrice. En outre, s'il y avait, à la suite de la libéralisation financière, un rapprochement du taux des réserves obligatoires (et de leur rémunération éventuelle), les gouvernements des pays à coefficient plus élevé perdraient davantage de revenus de ce type. Enfin, au fur et à mesure que les agents diversifieraient leurs portefeuilles en se portant sur des actifs qui ne sont pas détenus par les banques domestiques, le seigneurage se réduirait aussi d'autant pour le pays qui perdrait des capitaux libellés en sa propre monnaie.

Une fois encore, il apparaît que la mise en œuvre d'une monnaie européenne commune, dans un environnement financier de capitaux libérés, n'arrête pas ses effets sur le seul secteur de la politique monétaire. Elle se répercute aussi sur la politique budgétaire. Notons que cette relation politique monétaire-politique budgétaire trouve ici sa seconde manifestation, la première étant apparue en ce que, dans

7 — S. Fisher, « *Seigniorage and the Case for a National Money* », *Journal of Political Economy*, vol. 90, avril 1982.

8 — Selon les calculs de F. Giavazzi, le seigneurage représenterait 12 % du revenu gouvernemental total au Portugal, 9 % en Grèce, 6 % en Italie et en Espagne contre 1,3 % en France et 0,8 % en RFA. Voir : « *The Exchange Rate Question in Europe* », *International Economic Policy Coordination - Aix-en-Provence, juin 1988* (à paraître).

## VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

un espace européen en voie d'intégration factorielle, il faut nécessairement trouver des mécanismes de « ré-équilibrage » en matière de transferts publics, par rapport auxquels la politique monétaire ne saurait être considérée comme indifférente.

### **L'ÉCU : PIVOT DE L'ESPACE FINANCIER EUROPÉEN**

Au point de départ, il devient aujourd'hui évident que la détermination des cours de change se fait, d'une façon générale, à titre principal, sur la base des opérations financières. L'Europe des monnaies elle-même n'échappera pas à la règle. On l'a vu à l'occasion de plusieurs phases de tension sur la grille des parités (et encore autour de celles de l'automne de 1986) : celles-ci sont souvent indépendantes des questions de compétitivité et de règlements commerciaux.

Une conversion intellectuelle est peut-être ici nécessaire. On présente souvent l'Europe des monnaies comme un « gisement » d'économies de coûts de transaction en ce qu'elle permettrait aux industriels européens d'éviter tout risque de change vis-à-vis de leurs partenaires de la zone. On invoque même à ce propos des effets de création du trafic, considérables qui naîtraient au niveau des opérations purement commerciales. Dans un monde où, d'une part, les interparités européennes sont déjà (hormis dans certaines périodes de tensions) stabilisées et où les groupes européens ont appris à gérer leur change, en particulier sur le plan européen avec beaucoup d'efficacité, il n'est pas dit que cet argument ne soit pas quelque peu surdimensionné. Des économies naîtraient sans doute d'une monnaie européenne commune libellant ces transactions commerciales intra-européennes, mais elles ne suffiraient pas à justifier que l'on recherche la monnaie européenne en partant de la fonction de règlement de l'écu si, ce faisant, on doit aboutir à une substitution non contrôlable écu-monnaies nationales qui, au bout du compte, ne sera pas admise par les États. Dans un monde où la « financiarisation » des taux de change l'emporte de plus en plus, c'est plutôt en s'appuyant sur la fonction de réserve des valeurs qu'il conviendrait de commencer. Ce qui le justifie encore davantage c'est qu'on serait ainsi à même d'éviter le problème lancinant du pouvoir libérateur illimité de l'écu sur lequel butteront tous les projets d'écu parallèle, tant il est vrai que les pays membres voudront, encore pendant longtemps, ne pas perdre tout contrôle des risques de substitution qu'ils jugent excessifs.

L'idée de commencer par promouvoir un écu financier trouve un autre fondement : elle permet à la politique monétaire européenne de rejoindre le fameux objectif « d'équilibrage » lié à la deuxième phase. En créant, en particulier, un marché de titres négociables libellés en écus, on jetterait progressivement les bases d'une monnaie européenne. On voit mal en effet comment l'écu pourrait jouer le rôle d'une monnaie centrale européenne s'il n'y a pas de bons du Trésor (ou d'autres types de titres) servant de support à l'intervention (Banque centrale ou Fonds monétaire européen) libellés en écus. Ce sont ces titres qui feraient l'objet d'opérations d'*Open-Market* permettant de réguler le marché monétaire européen. On a, en effet, bien du mal à imaginer comment une monnaie européenne pourrait être en fait gérée et comment son taux directeur serait susceptible d'être régulé, si cet écu n'était pas adossé à une dette publique en écus. Paradoxalement, c'est la Grande-Bretagne qui, en lançant en octobre dernier la première adjudication de bons du Trésor britanniques libellés en écus, vient peut-être de montrer le chemin. Sans doute, cette décision traduit-elle d'abord la volonté de la Banque d'Angleterre d'attirer à Londres le marché de l'écu mais, pour autant, il y a peut-être là un premier pas dans la mesure où ces bons du Trésor (à échéance courte) contribuent à créer des instruments nouveaux d'intervention en écus privés sur les marchés monétaires et financiers rendus disponibles pour les Banques centrales.

## M A R C H É   U N I Q U E   E T   É C U

Deux niveaux d'émission de ces titres en écus paraissent concevables. Le premier serait celui des Trésors publics nationaux qui, par ces bons émis en monnaie européenne, trouveraient la possibilité de mobiliser une épargne éventuellement formée dans les pays partenaires, voire à l'extérieur de l'Europe elle-même. Une certaine capillarité des circuits de financement se trouverait ainsi assurée au niveau de l'ensemble de l'espace financier européen. Souscrits par les agents privés et les banques de la Communauté, ils seraient ensuite susceptibles d'être achetés et vendus par la Banque centrale européenne (ou tout autre organisme en tenant lieu) de façon à réguler le marché monétaire européen sur la base d'opérations d'Open-market en écus. Ces dernières seraient progressivement susceptibles d'influer sur un taux d'intérêt de l'écu qui, lui-même commanderait les arbitrages écu-monnaies nationales. L'idéal serait à cette occasion d'établir une concertation aussi poussée que possible sur des objectifs cibles de taux d'intérêt réels qui se trouveraient périodiquement confrontés. Sans doute faudrait-il admettre, pour éviter le reproche de financement de déficits budgétaires nationaux mal contrôlés, un certain plafonnement de ces émissions de bons du Trésor libellés en écus par les Trésors nationaux. On peut penser qu'une discussion de ces quotas obligerait à une coordination minimum des politiques budgétaires entre partenaires. On pourrait également imaginer que les pays de la Communauté enregistrant les plus forts excédents courants (intra-européens) souscrivent des parts proportionnellement plus importantes des émissions des pays déficitaires, ce qui serait un moyen d'affecter une partie de leur capacité de financement résultant de leur excédent courant.

Le second niveau d'émission de titres en écus serait celui d'emprunts obligataires émis par les institutions communautaires. Ces titres serviraient à financer des grands programmes communautaires d'intérêt commun : recherche scientifique, infrastructures routières ou portuaires, programme régionaux, protection de l'environnement, espace, etc. Il y a tout lieu de penser qu'ils participeraient activement de l'entreprise « d'équilibrage » de l'espace européen, certains de ces programmes étant conçus aussi bien dans l'intérêt des pays partenaires (autoroutes, aménagement de sites touristiques, etc.) que de ceux qui les accueilleraient. Parallèlement, ils constitueraient un embryon de dette publique européenne permettant aussi d'agir sur le taux d'intérêt d'écu par une action Open-market de la Banque centrale européenne. Il y a tout lieu de penser que la détermination purement européenne de ces programmes permettrait plus aisément qu'au niveau précédent (émission de titres en écus par les Trésors nationaux) de faire accepter cette réforme.

La troisième modalité de mise en place de cette Europe financière consisterait à rechercher une identité de l'espace financier européen vis-à-vis du reste du monde. De ce point de vue, on n'insistera jamais assez sur le fait que si l'Europe financière, marquée par la mobilité interne des capitaux veut se constituer, elle ne doit sans doute pas se couper du reste du monde, mais néanmoins affirmer simultanément sa personnalité propre. Une intégration financière poussée sans un minimum de recherche d'homogénéité de traitement vis-à-vis des capitaux tiers risque de relever de l'utopie. L'histoire économique n'offre jusqu'ici guère d'exemples d'unions économiques et monétaires se faisant en s'ouvrant complètement au début de leur histoire au vent du large. Si donc on ne pouvait envisager une taxe à la Tobin sur les mouvements des capitaux courts intervenant avec l'extérieur de la zone, il conviendrait de privilégier pour le moins d'autres procédés tels que des règles prudentielles adaptées à l'Europe, la réglementation commune des OPA, peut-être certaines règles minimales concernant les investissements directs des pays tiers (tant il est vrai que c'est à ce niveau que se développeront les compétitions économiques décisives du futur).

## VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

En définitive, il apparaît que si l'Europe de 1993 rend bien nécessaire une novation dans la méthode de recherche de la monnaie européenne, celle-ci ne paraît avoir de réelles chances d'aboutir que si l'on sait synchroniser étroitement les progrès de l'intégration découlant de l' « Acte unique » et ceux de la coopération monétaire. Ne rien faire de concret au bénéfice de la thèse de la « monnaie unique couronnement de l'union économique » serait manifestement contreproductif car la deuxième étape a besoin d'un progrès substantiel de la construction monétaire. S'engager dans la voie de l'écu-parité émis « en parallèle » des monnaies nationales, c'est aussi se heurter aux inconnues des mécanismes de la substitution des monnaies. Ce sont des pistes beaucoup plus modestes qui ont été esquissées ci-dessus. Leur analyse, nous en convenons aisément, exigent encore beaucoup d'approfondissements, notamment à trois points de vue : problème de l'adaptation de l'écu-panier actuel (simplification ? jonction écu privé-écu public, etc.) ou de son remplacement. On observera ici que certaines des faiblesses actuelles de l'écu (coûts de transaction élevés, éclatement) jouent dans le sens d'une limitation des substitutions aux monnaies participantes ce qui, finalement, exprime bien le degré présent de l'intégration européenne et est peut-être plus un avantage qu'un inconvénient. La réforme devrait cependant permettre de limiter ces coûts au fur et à mesure que le degré d'intégration atteint s'accroîtra ; relations avec les monnaies tierces ; correction des asymétries de fonctionnement actuelles du SME qui conduisent à des confiscations excessives de valeurs ajoutées au détriment des pays à monnaies faibles. □

