



ÉDITORIAL

PIERRE JAILLET *

JEAN-PAUL POLLIN **

L' introduction réussie de l'euro dans la vie courante le 1^{er} janvier 2002 a pu conforter l'opinion publique dans l'idée que l'Union monétaire avait débuté à la même date. Il est vrai que le passage à la troisième étape de l'Union économique et monétaire (UEM), le 1^{er} janvier 1999, s'était déroulé sans heurt et de manière presque inaperçue.

Or c'est bien le 1^{er} janvier 1999 que s'est situé le changement radical de régime monétaire, par la fusion de dix politiques monétaires nationales (la Grèce n'est en effet entrée dans l'UEM que le 1^{er} janvier 2001 et le Luxembourg avant 1999 était uni au franc belge, dans le cadre de l'Union économique belgo-luxembourgeoise) et la mise en place d'une politique monétaire unique de la zone euro, définie par le Conseil des Gouverneurs de la BCE et mise en œuvre par les Banques centrales de l'Eurosystème au moyen d'instruments et de procédures parfaitement homogènes.

La portée de l'événement n'avait pas échappé à R. Mundell, prix Nobel d'économie et père de la théorie de la « zone monétaire optimale », qui écrivait quelques mois avant le passage à l'Union monétaire : « l'introduction de l'euro est peut-être l'événement le plus important de l'histoire du système monétaire international depuis que le dollar a détrôné la livre sterling comme monnaie dominante lors de la première guerre mondiale (...). Pour la première fois dans l'histoire, un groupe important de pays indépendants ont volontairement renoncé à leurs monnaies nationales, assemblé leurs souverainetés monétaires et mis en place une devise-clé à l'échelle d'un continent. »¹

C'est aussi le 1^{er} janvier 1999 qu'un modèle de *policy-mix* parfaitement inédit et original a été mis en place dans la zone euro. Ce modèle associe une politique monétaire unique et des politiques budgétaires qui restent, pour l'essentiel, de la compétence des États membres (et sous le

* Directeur Général Adjoint, Études et Relations Internationales - Banque de France.

** Professeur de Sciences économiques - Université d'Orléans.



contrôle des parlements nationaux), tout en s'inscrivant dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance et des grandes orientations de politique économique, qui sont les deux principaux instruments de coordination macroéconomique de l'UEM.

Cette période de trois ans n'autorise certainement pas à dresser un bilan complet, encore moins d'établir des comparaisons très pertinentes avec des unions monétaires dont la création peut remonter à plus d'un siècle. Il est néanmoins possible d'en tirer quelques enseignements, comme en témoignent les contributions réunies dans ce volume.

Se plaçant du point de vue de la Banque centrale européenne, A. Jung et Ph. Moutot se livrent à une présentation générale de la politique monétaire unique conduite depuis 1999 ; ils s'attachent en particulier à démontrer en quoi les décisions de politique monétaire, où l'on peut distinguer trois phases (inflexion liée au « trou d'air » conjoncturel du premier semestre 1999, puis durcissement à l'automne 1999 allant de pair avec la montée en régime du cycle de croissance, assouplissement justifié enfin par le ralentissement de l'activité mi-2001 et les événements du 11 septembre...) ont été cohérentes avec la stratégie de politique monétaire définie par le Conseil des Gouverneurs de la BCE. À cet égard, ils justifient l'approche pragmatique des deux « piliers » par la complexité de la zone euro et des canaux de transmission de la politique monétaire. Ils concèdent toutefois que des progrès sont encore possibles en particulier dans le domaine de la communication.

C'est précisément sur ces nécessaires progrès qu'insiste J.-P. Pollin. Étant donné la jeunesse de la BCE (l'historique trop court de ses décisions et de ses résultats) et la grande indépendance dont elle bénéficie, la transparence de sa politique est sans doute essentielle à la construction de sa crédibilité et à l'efficacité de ses décisions. Or la stratégie des deux « piliers » ne fournit, selon lui, qu'une réponse imparfaite à cette exigence : en particulier, l'observation de l'agrégat monétaire, dont la BCE exagère étrangement l'importance dans ses discours, ne permet pas du tout de rendre compte des décisions prises. De ce point de vue, l'affichage d'une règle monétaire présenterait, selon J.-P. Pollin, de nombreux avantages, une littérature foisonnante s'étant développée sur ce thème au cours des dernières années. Il doute que la BCE, comme toute autre Banque centrale, puisse se résoudre à l'application mécanique d'une fonction d'ajustement des taux prédéterminés. C'est pourquoi le recours à une stratégie de cible d'inflation (une « politique discrétionnaire contrainte » pour reprendre l'expression de Bernanke et Mishkin), lui semble être un compromis plus acceptable. D'ailleurs, en publiant ses projections, et en explicitant leur construction, la BCE a accompli quelques pas dans cette direction. Cela pourrait aussi contribuer à un dialogue fructueux entre la politique monétaire et les politiques budgétaires.



Une coordination efficace des politiques économiques nationales, dont les politiques budgétaires constituent le principal levier, est un enjeu crucial pour définir un *policy-mix* cohérent au sein d'une zone monétaire dépourvue par construction d'un budget fédéral (celui de l'Union européenne est inférieur à 1,3 % du PIB et est dévolu pour l'essentiel à la politique agricole commune et aux fonds structurels) et d'un « Gouvernement économique ». B. Coeuré décrit l'action de « l'Eurogroupe » mis en place en 1998 à l'initiative du Gouvernement français et qui rassemble de manière informelle les ministres des Finances de la zone euro. Cette instance dispose des procédures du Traité de Maastricht, dont la « colonne vertébrale » est constituée des grandes orientations de politiques économiques (GOPE) complétées, dans le domaine des finances publiques, par les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance. Tout en évoquant quelques voies possibles de progrès, comme l'élargissement du spectre des discussions, une meilleure codification de la conduite des politiques budgétaires ou une insertion institutionnelle plus forte de l'Eurogroupe, l'auteur se montre optimiste quant à l'avenir de ce régime informel et intergouvernemental de coopération.

À l'inverse, S. Collignon doute de la capacité de ces procédures intergouvernementales à générer un régime de coordination efficace et évolutif. Il défend la thèse selon laquelle, face à la politique monétaire unique, ce régime coopératif institutionnellement faible ne peut déboucher sur une position budgétaire cohérente de l'ensemble de la zone euro, pourtant indispensable à la visibilité et à l'émergence d'un *policy-mix* cohérent. Il estime donc inévitable une délégation de nouveaux pouvoirs budgétaires au niveau fédéral, ce qui n'est possible, selon lui, que dans le cadre d'une nouvelle constitution européenne.

Les dispositions du Traité de Maastricht interdisant le financement des déficits par les Banques centrales, combinées à la règle de *no bail-out*, auraient dû logiquement entraîner des écarts de taux très significatifs entre les dettes émises par les États souverains. P. Artus montre que les écarts sont pourtant restés faibles et donc peu discriminants ; il serait à cet égard illusoire d'en attendre un effet de discipline dans la gestion des finances publiques, ce qui, au passage, est un argument en faveur des règles limitant les déficits budgétaires. Il avance en outre que ces écarts ne reflètent pas des différences dans les situations macroéconomiques ou de solvabilité budgétaire mais des comportements irrationnels dans les mouvements de *flight to quality*. Dès lors, l'hétérogénéité du marché européen des dettes publiques apparaît comme un handicap, comparé notamment au marché américain, beaucoup plus liquide. L'auteur note toutefois que les *spreads* souverains ne se sont pas ouverts à la suite des événements du 11 septembre 2001, ce qui suggère une tendance à l'homogénéisation.

Très animé avant 1999, le débat, de nature assez académique, sur l'adéquation de la zone euro aux critères d'une zone monétaire optimale n'est plus guère de mise. Il n'en subsiste pas moins une discussion sur les risques éventuels d'une politique monétaire *one size fits all* conduite dans une zone économique et financière encore hétérogène à certains égards. P. Jaillet et Ch. Pfister évoquent à ce sujet certaines questions liées en particulier à la synchronisation des cycles, aux écarts structurels, à l'efficacité des mécanismes d'ajustement, pour conclure qu'il y a pas d'éléments de nature à mettre sérieusement en cause la viabilité de la zone euro ou même l'efficacité de la politique monétaire unique. Ils relèvent cependant deux points susceptibles d'être améliorés : d'une part, l'efficacité des mécanismes nationaux de stabilisation, sur qui repose l'essentiel des ajustements macroéconomiques dans l'UEM, suppose des marges de manœuvre budgétaires intactes sur l'ensemble d'un cycle conjoncturel (et donc des soldes structurels proches de l'équilibre) ; d'autre part, la transmission des signaux de la politique monétaire unique serait facilitée par l'achèvement du marché unique des services financiers.

L'article d'A. Penot revient sur ces questions en tentant de dresser un inventaire des travaux empiriques qui se sont efforcés d'évaluer l'hétérogénéité structurelle de la zone euro. Le projet est ardu car la confrontation des estimations macroéconomiques révèle des résultats souvent contradictoires et difficiles à expliquer, tandis que la description des disparités microéconomiques ne permet pas toujours de se faire une idée claire de leurs conséquences. Il reste qu'une comparaison minutieuse des structures financières fait ressortir de nombreuses différences entre les économies de la zone, et il est très probable, selon l'auteur, que cela confère à la politique monétaire unique des impacts très dissemblables selon les pays ; il estime, en particulier, que les règles régissant le fonctionnement des marchés du travail, la forme et la place des négociations sont extrêmement diverses d'une économie à l'autre. Il doute que la discipline d'une monnaie unique suffise à rapprocher la pratique des différents acteurs. Il est vraisemblable que la convergence sera longue, parce que cette diversité s'enracine dans des principes, des idéologies et une longue histoire qui ne s'effaceront pas de sitôt. Pour la politique monétaire, ces hétérogénéités sont source d'inertie potentielle.

La contribution de M. A. Sénagas passe en revue la littérature consacrée à l'effet de l'information imparfaite sur la détermination de la politique monétaire. Il distingue trois formes d'incertitude : celle relative aux données (les erreurs sur les variables observées ou construites), celle concernant les paramètres du modèle de l'économie que l'on utilise (l'instabilité des coefficients) et enfin celle portant sur le modèle lui-même (la représentation que l'on se donne du fonctionnement de



l'économie). M. A. Sénégas montre qu'il existe en général des solutions à toutes les difficultés ainsi introduites. De sorte que celles-ci ne peuvent être invoquées comme prétextes pour rejeter l'utilisation de règles monétaires. Dans l'état actuel de nos connaissances, il semble raisonnable de retenir deux principes dans la formulation de telles règles. Le premier principe est le gradualisme (le principe de prudence « brainardien ») qui suggère une moindre réactivité en situation d'incertitude sur les paramètres du modèle. Cela peut expliquer la relative inertie des règles effectives (des ajustements observés de taux d'intérêt) par rapport aux règles optimales (c'est-à-dire les règles qui minimisent la fonction de perte des autorités, sous contrainte d'un certain modèle de l'économie). Le deuxième principe repose sur la formulation de règles simples, qui se révèlent plus robustes lorsqu'on les applique à des modélisations différentes de l'économie.

Ainsi une politique monétaire exprimée sous forme d'une règle simple serait à la fois robuste et facile à communiquer. Mais il est extrêmement douteux que les autorités monétaires acceptent de se lier les mains et de réduire leurs décisions de façon si caricaturale. C'est pourquoi nombre de Banques centrales ont opté pour une stratégie de cible d'inflation, qui fournit un ancrage à l'évolution des prix, tout en évitant d'explicitement la fonction d'ajustement des taux. Il n'empêche que le refus d'un engagement sur la fonction de réponse n'est pas sans conséquences. Ce n'est pas un problème de biais inflationniste, comme l'explique la littérature dépassée sur la crédibilité ; c'est plutôt en termes d'arbitrage entre variabilité de l'inflation et variabilité de l'activité. C'est l'argument central de l'article que D. Eyssartier et L. Aubert consacrent à la question du choix entre cible d'inflation et cible de niveau des prix. Si l'on considère une fonction d'offre associant l'existence de rigidités nominales et l'anticipation des prix à venir, l'absence d'engagement des autorités monétaires sur leur fonction de réponse peut engendrer une instabilité macroéconomique plus forte. Les auteurs montrent alors qu'une cible de niveau des prix constitue un substitut partiel à une cible d'inflation dans le cadre d'une stratégie d'engagement. Une telle cible incite en effet la Banque centrale à ne pas accommoder un choc inflationniste, ce que les agents économiques intègrent dans leurs anticipations et leur comportement. Les propriétés dynamiques de l'économie s'en trouvent modifiées. Et sous ces hypothèses particulières les évolutions des prix et de l'activité sont alors mieux stabilisées. C'est un résultat qui contredit l'avantage prêté généralement aux cibles d'inflation, censées permettre des ajustements plus souples du niveau de production.

L'évaluation du rôle international de l'euro, telle qu'elle ressort de l'article de J. P. Patat, constitue un exercice qui incite à la modestie mais aussi à l'ambition : modestie car le rôle international d'une monnaie se



constate, il ne peut être un objectif en soi. À cet égard, si l'utilisation de l'euro comme instrument de financement s'est rapidement développée (sa part est d'ores et déjà supérieure à celles de ses monnaies constitutives), son rôle comme instrument de transaction, d'unité de compte ou de support des réserves officielles de change demeure relativement marginal par rapport au dollar, encore largement hégémonique dans ces domaines ; mais il est aussi admis que le comportement des opérateurs est assez inerte. Ambition malgré tout, car il est raisonnable de penser que le rôle international d'une monnaie est à long terme en adéquation avec l'importance et le dynamisme de sa zone d'émissions, cela suggère que l'euro a vocation à jouer un rôle international de premier plan. Il est tout aussi raisonnable d'en anticiper quelques avantages pour l'économie mondiale : gains d'efficacité sur les marchés ; meilleure allocation de seigneurage international ; effet de discipline incitant peut-être à corriger les principaux déséquilibres économiques et financiers mondiaux (cf. pour exemple le déséquilibre de la balance des paiements américaine...).

Si les contributions rassemblées permettent d'esquisser un premier bilan très favorable de ces trois premières années de l'UEM, elles incitent aussi à en anticiper les étapes et les progrès à venir. Les imperfections soulignées dans les domaines de la politique monétaire unique, de la coordination macroéconomique et du *policy mix*, de l'intégration des marchés, si elles peuvent être encore mises sur le compte d'une période de rodage, devront être prises en compte : d'abord pour améliorer le fonctionnement de l'UEM actuelle, ensuite pour préparer celle de demain. À cet égard, le défi principal est l'élargissement de l'UE, puis de l'Union monétaire, à 27 membres et plus. Au cours de ce processus, l'intégration monétaire doit rester le vecteur de convergence et d'unité qu'elle a été ces trente dernières années.

Victor Hugo, dont on célèbre aujourd'hui le deux centième anniversaire de sa naissance, exprimait dès 1855 cette vision très actuelle : « plus de frontières, plus de douanes, plus d'octrois (...) une monnaie continentale, à double base métallique et fiduciaire, ayant pour point d'appui le capital Europe tout entier et pour moteur l'activité libre de deux cents millions d'hommes (...). En monnaie comme en toutes choses, circulation est unité »².

NOTES

1. « The introduction of the euro may be the most important event in the history of the international monetary system since the dollar took over from the pound the role of dominant currency (...) For the first time in history, an important group of independent countries have voluntarily agreed to relinquish this national currencies, pool their monetary sovereignties, and create a supercurrency of continental dimension ». - R. Mundell « Great Expectations for the Euro », *Wall Street Journal*, 25 mars 1998.

2. Victor Hugo, *Discours aux proscrits de Jersey*, février 1855.