

# ÉDITORIAL

THIERRY WALRAFEN ET OLIVIER PASTRÉ \*

## *Présentation du numéro 38*

La construction monétaire européenne occupe une place importante dans ce dernier numéro de l'année 1996. Le sujet a déjà été abondamment traité dans la Revue ; il y a quelques mois, un numéro spécial lui a même été consacré<sup>1</sup>. Mais, au fur et à mesure que s'approche l'échéance, réflexions et débat, loin de s'essouffler, s'animent. Les structures financières de la France, comme celles de l'Europe, seront profondément modifiées par la monnaie unique. Les relations financières internationales, elles aussi, en ressentiront les effets. Il est donc naturel que ce thème s'impose à une revue qui se consacre à l'économie financière et se veut un lien privilégié d'échanges entre acteurs et observateurs du monde financier.

Fin novembre, la lire italienne est revenue dans le système monétaire. C'est un événement majeur de la marche vers la monnaie unique ; sans doute le plus important de l'année 1996. C'était une condition nécessaire pour que soit sauvegardée la possibilité d'une participation de l'Italie à l'Union monétaire, dès son entrée en vigueur en 1999. Or, l'Italie n'est pas un membre quelconque de l'Union européenne ; elle appartient au noyau dur des fondateurs de la Communauté — ces six qui ont répondu à l'appel lancé de Paris par R. Schumann et, avec la Communauté du charbon et de l'acier, entrepris de fonder leur solidarité politique sur la mise en commun de leurs intérêts économiques. L'Europe a besoin de l'Italie pour être... l'Europe. C.A. Ciampi (« *Le choix européen de l'Italie* »)<sup>2</sup> ne se borne pas au rappel de cette évidence. Il analyse les résultats déjà obtenus par l'Italie sur la voie de la stabilité notamment par le « *renversement des mentalités qui a provoqué le changement dans les institutions* » et « *enraciné la culture de stabilité dans le système économique italien* ». Surtout réaffirmant sa conviction qu'un euro qui serait « *moins crédible que la monnaie allemande* » serait contraire à l'intérêt national italien, et « *ferait grand tort à l'Europe* », il démontre que, pour ce qui est des objectifs, la convergence entre les partenaires européens est acquise.

7

\* Respectivement Directeur de la publication et Conseiller scientifique de la Revue d'économie financière.

1. Numéro Spécial, L'Union monétaire européenne, sous la direction de J.-P. Patat, REF n° 36, publié en juillet dernier.

2. Les citations, notées en italiques et entre guillemets, sont extraites de l'article présenté.

La contribution de H. Tietmeyer (« *Les marchés financiers et l'emploi* ») ne traite pas d'un événement récent. Elle n'en est pas moins d'actualité dans une Europe où le chômage est « *le principal défi de notre époque* » et où sa montée depuis le milieu des années soixante-dix « *a eu lieu dans un contexte d'internationalisation et de globalisation croissantes des marchés* ». Dans ce cours professé à l'Université de Halle, la monnaie européenne n'est évoquée qu'incidemment. Mais, les thèses qu'il y exprime doivent être aussi celles sur lesquelles le gouverneur de la Banque centrale allemande fonde sa pratique dans l'exercice de son métier principal à Francfort. Dès lors, elles sont instructives pour qui s'intéresse à une construction monétaire européenne conçue à partir du modèle allemand pour garantir, selon la formule consacrée, un euro aussi bon que le mark. De ce point de vue, elles apportent un éclairage sur le rôle des politiques monétaire et de change. La politique monétaire est réduite à la portion congrue. Elle n'est jamais mentionnée en tant que telle, contrairement à la régulation et au contrôle des marchés financiers. Le lien entre la politique monétaire et l'emploi se devine ; il chemine à travers la stabilité macroéconomique, « *en particulier celle du niveau des prix* » dont dépend le « *bon fonctionnement des marchés financiers* », condition nécessaire de la croissance donc de l'emploi. Au problème du change, en revanche, un long développement est consacré. Il commence par une affirmation ferme du principe : « *Pour que l'intégration toujours plus forte des marchés commerciaux nationaux ait des incidences positives, il faut que la stabilité et la prévisibilité des taux de change soient suffisantes.* » Mais, après avoir passé en revue les moyens susceptibles de limiter les fluctuations des taux de change, il faut conclure que, hors de la future Union monétaire, ce ne sera pas chose facile : « *Les grands pays industrialisés, et les Etats-Unis en tout premier lieu* » ne sont pas prêts à se soumettre à des accords supposant un abandon de souveraineté ; reste la coopération internationale, mais elle suppose des politiques nationales « *cohérentes et compatibles entre elles* »... ce qui suffit à dissuader de « *l'illusion* » que soit possible « *un réglage fin des changes* ».

C'est dans cette logique que s'inscrit C. de Boissieu (« *Problématique des relations entre l'euro et le dollar* »). Pour examiner ce que l'on peut entrevoir des perspectives d'évolution du taux de change euro contre dollar, il accepte en effet comme postulat que le fonctionnement du système monétaire international sera peu modifié d'ici 1999, c'est-à-dire que « *le taux de change de l'euro contre le dollar sera fixé par les marchés* ». Dès lors, tant que ne sont pas connus les pays participants de la zone euro, ni leur situation économique, il faut se contenter de scénarios, non pour en estimer la probabilité, mais pour en discuter les conséquences sur l'appréciation que porteront les marchés et donc les coûts et avantages des choix possibles. Pour aller au-delà, il faudra attendre le début du

printemps 1998 quand la sélection des pays participants permettra d'« y voir plus clair ». C. de Boissieu se pose une deuxième question, de plus long terme : quel rôle pour l'euro ? ou plus précisément, quelle sera sa « capacité à prendre des parts de marché » aux autres monnaies internationales ? Cela le conduit à conclure que l'Europe pourrait en gérant sa monnaie se fixer des objectifs de parts de marché pour l'euro, avec les avantages que cela comporte pour ses entreprises, mais sans que cela garantisse une plus grande stabilité des taux de change mondiaux, problème qui lui « relève de la concertation monétaire internationale ».

Un mérite de la proposition que développe C. Le Lien (« Pour une véritable monnaie européenne, véhicule d'un ordre monétaire international ») est d'inviter à un système monétaire international qui puisse se passer de cette concertation si difficile à réaliser. Une monnaie européenne définie et convertible en or en serait l'ancre. Elle est joliment baptisée Europa. A défaut de ramener au « régime de liberté bancaire, sommet de l'échelle de convertibilité », l'Europa, ou euro-or, pourrait être le « point fixe permettant de faire basculer l'organisation monétaire mondiale » et de « rétablir un nouvel ordre monétaire ». En chemin, ce retour à une définition or de l'euro s'accompagnerait d'une relance du « concept de monnaie commune, comme mode d'accès progressif et volontaire à la monnaie unique » ce qui serait « une stratégie européenne alternative » et éviterait de « repousser cette étape à un horizon que chaque jour semble éloigner ».

H. Hannoun (« Les marchés financiers face à l'Union monétaire ») ne voit pas l'euro comme une cible lointaine qui se dérobe à l'horizon. Au contraire, il observe que c'est une réalité qui influence « dès maintenant » les marchés. Se plaçant dans le cadre du scénario défini par le Conseil européen à Madrid, en décembre 1995, il présente une analyse des conditions dans lesquelles les principaux marchés — changes, monétaire, obligataire, actions — basculeront à l'euro dès le début de 1999, et identifie les questions qui restent à résoudre. Certaines relèvent de solutions propres à chaque place financière, d'autres sont « des questions d'intérêt commun, sur lesquelles la concertation entre les places et avec les autorités monétaires doit être encouragée ». « Opération technique dont la préparation est bien engagée », le basculement n'est pourtant pas le problème principal. L'essentiel, c'est la stratégie pour faire face à la « nouvelle donne » qui résultera de l'euro. Pour H. Hannoun qui en fait l'examen, les atouts importants dont disposent la place de Paris et ses acteurs leur permettront de bénéficier des opportunités de développement des activités que créera l'Union monétaire.

Le thème de l'euro est aussi présent dans les réflexions des correspondants étrangers. La City, comme C. Le Lien, préférerait sûrement une stratégie alternative, elle qui, selon le rapport que nous en fait C. Johnson (« La City de Londres face à l'euro »), « a toujours été plutôt défavorable à la

*monnaie unique* ». Pourtant, ses marchés financiers, « *comme ceux du continent, se sont convaincus que l'euro débutera le 1<sup>er</sup> janvier 1999* » et la City en vient à reprocher au gouvernement d'avoir repoussé à la prochaine législature toute décision sur l'adhésion britannique. L'incertitude qui en résulte complique la tâche des institutions financières qui doivent pourtant se préparer puisque « *de toute façon, devise étrangère ou monnaie domestique, l'euro deviendra la monnaie de choix, à côté du dollar pour la finance de gros* ». Vus des Etats-Unis et de Chine, les pronostics sont convergents. Selon S.E. Pardee, « *il est désormais certain que l'UEM commencera le 1<sup>er</sup> janvier 1999* » et Phan Nhay exprime la perception des opérateurs chinois qui ont le « *sentiment que l'Union monétaire se déroulera selon les calendriers prévus* ».

Ce numéro de la Revue d'économie financière témoigne aussi du renforcement de ses relations avec le Groupement de Recherche (GDR) « Monnaie et financement ». Ce GDR fédère l'ensemble des centres de recherche qui, en France, se sont spécialisés en économie financière. Une fois par an, il organise « Les journées internationales d'économie monétaire et bancaire » qui permettent de faire un point sur l'état des recherches et sur les thèmes de réflexion qui sont ceux de la Revue. Ce colloque offre, notamment à de jeunes chercheurs, la possibilité de faire mieux connaître les résultats de leurs travaux.

La Revue a, depuis sa création, publié de nombreux articles présentés lors de ces journées. L'objectif est de systématiser cette collaboration, jusqu'à ce jour informelle, en donnant une place croissante aux travaux de jeunes auteurs. Les articles du GDR publiés dans cette livraison de la Revue, qui seront suivis d'autres articles dans les numéros à venir, témoignent de la diversité des thèmes de recherche qui mobilisent l'Université française.

Le premier article, d'Anne Lavigne, pose une question centrale en cette période de montée des risques : « *Pourquoi et comment assurer les crédits ?* » En parallèle des travaux du Conseil national du crédit, l'auteur s'interroge sur les moyens de pallier le rationnement du crédit au travers des mécanismes d'assurance. Qui, de l'assureur ou du banquier, est le meilleur sélectionneur de risque ? Lequel, du contrat individuel ou du contrat collectif, est le plus protecteur et lequel est le plus rentable ? Dans une période où la gestion du risque devient la clé de la rentabilité, cette nouvelle « aire de protection » devient un enjeu concurrentiel (mais aussi, au travers des effets multiplicateurs qu'il comporte en matière de crédit, un enjeu économique) majeur. Sans répondre à toutes les questions que l'assurance-emprunteur soulève, l'auteur a le mérite de baliser de manière systématique, non pas « le champ des possibles », mais le « champ des incertitudes ».

Le deuxième article traite aussi de risque, puisqu'il est impossible de penser aujourd'hui la finance sans penser (et donc... panser) le risque<sup>3</sup>, mais de manière bien différente. Jean-Marc Figuet et Pascal Kauffmann (« *Systèmes interbancaires de paiement et viabilité des régimes monétaires concurrentiels* ») contribuent à la nouvelle théorie qui fait de la banque, d'abord et avant tout, un réseau. « Biens-réseaux » (ou « biens-clubs » au sens de J. Buchanan), les systèmes de paiement sont des sujets d'analyse économique particuliers. L'existence d'externalités de réseau rend, dans ce secteur, la concurrence sous optimale. L'existence d'infrastructures gérées de manière centralisée s'impose donc ici comme une nécessité. Alors que la concurrence entre banques conduit le système financier au suicide, l'exemple, particulièrement pédagogique, des moyens de paiement ne devrait-il pas ainsi conduire à reconsidérer d'autres facettes du métier de banque ?

Notre correspondant japonais, K. Yoshida, a choisi lui aussi de traiter de l'évolution du métier bancaire, dans son pays. Il fait le point sur la situation actuelle du système financier japonais, de l'origine de ses difficultés présentes, des réformes qu'il a engagées et des perspectives qui se dessinent.

Dans le cadre de la rubrique « Ethique et finance », les actes de la Table ronde, sur le thème « *Finance et société* », organisée par l'Association d'économie financière à l'occasion de la publication de son Rapport annuel sur l'argent dans le monde<sup>4</sup>, traitent de sujets aussi variés que le gouvernement d'entreprise, la transparence sur les marchés, la lutte contre le blanchiment de l'argent sale, le passage à l'euro, la transparence sur les marchés, l'hypothèse d'une charte éthique des institutions financières du monde entier

11

Reste pour se divertir, et remettre en question nos pratiques et problèmes du moment, le recours à la mise en perspective historique. A cet effet, J.-M. Thiveaud propose une « *Petite chronique des temps mérovingiens* ». On y trouve des exemples de façons de procéder devenues rares, heureusement parfois. Pour s'en tenir au domaine de l'économie financière, la possibilité de dissocier les rôles de la monnaie, instrument de mesure et moyen de règlement, est illustrée par la pratique de « *l'adaeratio* » qui permet de concilier l'évaluation monétaire des prix avec le paiement en nature, sans utilisation de signe monétaire.

3. Le dernier numéro de la REF a déjà été consacré au risque. Le Prix du risque, sous la direction de Patrick Artus et Yves Ullmo, REF n° 37, septembre 1996.

4. Rapport moral sur l'argent dans le monde 1996, Association d'économie financière.

### *Nouvelles orientations de la Revue d'économie financière*

A l'occasion de ce numéro, la Revue d'économie financière a décidé de faire « peau neuve ». A la veille de son dixième anniversaire, elle s'est soumise à une autocritique que, nous l'espérons, le lecteur trouvera salutaire. Le fait que la Revue ait franchi le cap des 1 000 abonnés et des 1 000 articles n'interdit pas que des améliorations soient apportées à cette publication tant sur le plan de la forme que sur celui du fond.

Si l'ouverture vers l'international est acquise depuis sa création et si l'ouverture vers les contributions de professionnels s'est accentuée au cours des plus récentes livraisons, il est une ouverture que la Revue entend désormais concrétiser de manière plus systématique : c'est l'ouverture vers la régularité. Cette régularité s'accompagnera du passage à un rythme bimestriel, alors que, au cours des deux dernières années, les lecteurs ont pu être troublés par la coexistence de numéros à thème, de numéros hors série et de numéros spéciaux paraissant de manière irrégulière. Désormais, la Revue paraîtra tous les deux mois sous forme de numéros à thème, regroupant des articles centrés sur un sujet dominant et complété d'articles indépendants, porteurs d'interrogations nouvelles (retour au GDR... entre autres).

12

Mais cette régularité s'obtiendra aussi par la normalisation du volume. La pagination des numéros de la revue s'est, depuis sept ans, étagée de 300 pages à 400 pages. Soucieux de l'harmonie du rayonnage de la bibliothèque de nos lecteurs (qu'ils soient privés ou institutionnels), nous nous engageons à respecter désormais un volume d'environ 250 pages. Le lecteur ne nous en voudra pas si nous dérogeons parfois de quelques pages à cette règle. Qu'il sache qu'elle sera désormais notre cible. La régularité est, à nos yeux, le gage de la fidélité de notre lectorat ; ce lectorat que nous souhaitons élargir et dont la fidélité, nous l'espérons, sera ainsi garantie... pour dix ans encore.

*Le 20 décembre 1996*