

L'émergence de la monnaie européenne

In: Genèses, 8, 1992. pp. 4-24.

Citer ce document / Cite this document :

Aglietta Michel, de Boissieu Christian. L'émergence de la monnaie européenne. In: Genèses, 8, 1992. pp. 4-24.

doi : 10.3406/genes.1992.1119

http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/genes_1155-3219_1992_num_8_1_1119

L'ÉMERGENCE DE LA MONNAIE EUROPÉENNE

*Michel Aglietta
Christian de Boissieu*

LES PEUPLES des pays de la Communauté européenne sont engagés, encore largement à leur insu, dans une entreprise de portée historique qui va marquer l'aube du troisième millénaire si elle peut être menée à bien. C'est l'établissement d'une monnaie unique.

Le processus dans lequel nous sommes entrés est équivalent à une réforme monétaire. Des monnaies qui font partie de nos habitudes quotidiennes depuis que nous sommes en âge de les utiliser, des monnaies qui sont inscrites dans la culture de certains pays depuis des siècles, sont appelées à être remplacées par une nouvelle monnaie. Il faudra manipuler de nouveaux billets, calculer dans une nouvelle unité de mesure, apprendre à vendre et acheter en comparant des prix qui seront transparents de Dublin à Athènes, de Copenhague à Lisbonne, peut-être même sur un territoire plus vaste.

La monnaie unique, c'est donc un sentiment de communauté beaucoup plus fort en Europe. C'est le lien le plus solide qu'une collectivité humaine, de plus de trois cents millions d'âmes et réunissant une grande variété de cultures et de langues, puisse tisser. C'est aussi le symbole d'une puissance économique et financière qui pourra parler et se faire entendre sur la scène mondiale.

Helmut Kohl ne s'y est pas trompé lors des négociations du printemps 1990. En faisant précéder l'unification politique par l'union économique et monétaire, il a convié ses futurs compatriotes à la citoyenneté du deutsche mark, voie royale pour l'unification politique rapide. « Un pour un et le deutsche mark pour tous » a été le slogan irrésistiblement victorieux d'un leader politique qui sentait le lien mystérieux mais prégnant entre la monnaie et la souveraineté.

Mais, comme toutes les autres réformes monétaires au XX^e siècle, l'unification monétaire allemande s'est faite à chaud et au sein d'une seule nation. L'originalité du processus en cours dans la CEE est qu'il est né sur

les décombres de la Seconde Guerre mondiale, qu'il concerne plusieurs nations et qu'il a suivi une voie hésitante, avec des reculs et des périodes d'immobilisme.

Car la monnaie est indissolublement liée à la cohérence d'un ordre politique et social. Pour faire avancer l'Europe monétaire, il faut bâtir patiemment une communauté de points de vue sur ce qu'on veut faire ensemble. La monnaie européenne est d'abord un devoir être. On ne peut progresser que par compromis successifs dont on doit s'assurer de la stabilité à chaque étape. Le contenu de l'unification monétaire et les procédures de la transition doivent être conçus ensemble. En matière d'émergence d'une nouvelle monnaie, le précepte confucéen s'applique : « Le but est dans le chemin. »

En évoquant les difficultés du processus, en éclairant les enjeux des négociations, en examinant les alliances et les confrontations entre les gouvernements, en observant l'influence des forces privées, on révèle des aspects de la nature complexe de la monnaie.

Dans cette perspective on abordera la question de la légitimité de la monnaie et sa relation avec l'indépendance de la banque centrale¹. On montrera que l'indépendance pose le problème de l'exercice du pouvoir monétaire qui doit surmonter la contradiction entre une exigence d'indivisibilité propre à l'union monétaire et une aspiration à la subsidiarité découlant de la pérennité des banques centrales nationales. On observera que la monnaie unique est la règle fondamentale d'un espace économique et financier intégré. Le pouvoir monétaire ne pourra être légitime dans cet espace que s'il y préserve la sécurité financière, donc s'il est capable de maîtriser le risque systémique qui va être multiplié par l'élargissement et l'intensification de la concurrence. Enfin tous ces enjeux politiques et institutionnels façonnent les stratégies des gouvernements et rythment les temps forts et les périodes d'assimilation et d'apprentissage. Car la monnaie européenne n'émerge pas du vide, mais du trop-plein de la concurrence entre les monnaies nationales où la question du *leadership* est constamment posée.

1. On se reportera ici aux travaux suivants : Michel Aglietta (éd.), *l'Écu et la vieille dame*, Paris, Économica, 1986 ; Christian de Boissieu, "The Dynamics of the EMS in the Light of European Integration", *Journal of Banking and Finance*, n° 5, November 1990 ; Catherine Bruno, Jacques Le Cacheux, Catherine Mathieu, « L'Union monétaire européenne : états des lieux, projets et enjeux », *Observations et diagnostics économiques*, OFCE, n° 38, octobre 1991 ; Commission européenne (éd.), « Marché unique, monnaie unique », *Économie européenne*, n° 44, octobre 1990 ; CEPIME (éd.), « Union économique et monétaire : lectures critiques », *De Pecunia*, n° 2-3, octobre 1990 ; Jacques Frenkel, Morris Goldstein, "Monetary Policy in an Emerging European Economic and Monetary Union, Key Issues", *IMF Working Papers*, August 1990 ; Alberto Giovannini, "European Monetary Reform: Progress and Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, 1990 ; C. A. E. Goodhart, "An assessment of EMU", *Royal Bank of Scotland Review*, n° 6, 1991 ; Daniel Gros, Niels Thygesen, « Vers l'Union monétaire européenne : pourquoi et comment ? », *Observations et diagnostics économiques*, OFCE, n° 33, octobre 1990 ; Tommaso Padoa-Schioppa, « Union monétaire et concurrence des monnaies en Europe », *Commentaire*, n° 54, 3^e trimestre 1991 ; Jean-Pierre Patat, *l'Europe monétaire*, Paris, La Découverte, 1990 ; Jan Tinbergen, *Centralization and Decentralization in Economic Policy*, North Holland, 1954.

Le souci de stabilité de la valeur de la monnaie européenne et l'indépendance de la banque centrale

Les officiels allemands, qu'ils représentent le gouvernement fédéral ou la banque centrale, insistent sans relâche sur une double exigence dans la rédaction d'un traité portant création d'une banque centrale européenne : d'une part la stabilité des prix doit être la mission première, sinon exclusive, de la banque centrale, d'autre part la banque centrale européenne et les banques centrales nationales doivent être indépendantes. La première exigence veut dire que les autorités monétaires de l'Europe devront poursuivre les objectifs de contrôle monétaire qu'elles jugent appropriés, en conformité avec leur mission statutaire et sans interférence d'aucune sorte avec des priorités économiques ou sociales que des gouvernements nationaux ou des institutions européennes pourraient souhaiter leur voir endosser. Cela interdit tout financement monétaire direct des secteurs publics par crainte d'une création monétaire dont l'initiative reviendrait aux gouvernements et pas à la banque centrale. La seconde exigence signifie que le pouvoir monétaire doit être exercé par le système européen des banques centrales (SEBC) selon le modèle de la Bundesbank qui est énoncé dans la loi du 26 juillet 1957. L'article 3 de cette loi stipule explicitement que la Bundesbank règle la circulation monétaire dans le but de garantir la valeur interne de la monnaie. Il énonce également que la Bundesbank est indépendante du gouvernement pour l'exercice de ses pouvoirs propres.

L'influence de l'Allemagne dans la négociation a conduit ses partenaires, hormis le Royaume-Uni, à accepter ces principes, bien que leur adaptation chez eux puisse poser de sérieux problèmes, lorsque leur tradition à l'égard du gouvernement de la monnaie et leur conception institutionnelle de la séparation des pouvoirs publics ne sont pas les mêmes. Des pratiques qui ont fait leurs preuves dans le contexte allemand ne sont peut-être pas satisfaisantes dans un espace monétaire plurinational. Telle est la question du contrôle démocratique de la banque centrale, lorsqu'elle est indépendante de l'exécutif. Pour les Allemands, il suffit que la banque centrale explique sa politique et la justifie par

son succès ; il n'y a pas à prévoir de représentation formelle et périodique devant le Parlement.

Un autre problème délicat est la responsabilité du taux de change de la future monnaie unique contre le dollar et les autres monnaies convertibles extracommunautaires. Il peut être soutenu, comme c'est l'usage dans la plupart des pays Allemagne incluse, que le choix du régime de change appartienne aux prérogatives gouvernementales, c'est-à-dire, dans la Communauté, au Conseil européen, pour des décisions qui engagent l'Europe dans des négociations monétaires internationales et qui définissent le régime de change de l'Écu. Toutefois les Allemands sont hostiles à ce que la politique de change, concernant d'éventuels objectifs de taux de change, soit dévolue au Conseil des ministres de l'Économie et des Finances (Écofin). Leur argument est que la stabilité des prix internes à l'Union ne doit pas transiger avec les contraintes externes qui pourraient la perturber, si elles se traduisent par des décisions inappropriées sur les niveaux des taux de change. Le gouvernement français, au contraire, est influencé par le Trésor qui est puissant et jaloux de ses prérogatives. Aussi soutient-il que le Conseil doit jouer le rôle d'un gouvernement économique pour la Communauté. Car la cohérence globale de la politique économique ne pourra être atteinte que si un centre de décision peut fixer des objectifs concernant le budget total des pays membres et le change, qui soient compatibles avec les objectifs monétaires du SEBC. Il faut donc qu'un tel centre de décision politique ait ses prérogatives reconnues dans le traité et qu'une confrontation des différentes composantes de la politique économique soit organisée périodiquement pour aboutir à une synthèse globale.

Ces évocations de quelques enjeux particulièrement épineux du débat illustrent les ambiguïtés des expressions telles que « la stabilité monétaire » ou « la valeur de la monnaie ». Elles suggèrent des questions essentielles pour la réussite de l'union économique. Elles révèlent qu'il n'existe aucune règle incontestable et automatique pour décider combien il convient de créer de monnaie dans un espace économique. Aucune règle de création monétaire ne peut être opératoire et efficace, c'est-à-dire sans ambiguïté d'interprétation et capable de garantir des performances économiques

DOSSIER

Monnaies, valeurs et légitimité

M. Aglietta, C. de Boissieu
*L'émergence
de la monnaie européenne*

optimales en toutes circonstances. C'est pourquoi l'émission de la monnaie est le siège d'un pouvoir discrétionnaire qui requiert une institution pour l'exercer. Dans les économies modernes cette institution est la banque centrale. La question suivante se pose immédiatement : qu'est-ce qui garantit la légitimité du pouvoir monétaire ? Les expériences d'abus de ce pouvoir sont légion². Elles permettent certainement de conclure que la légitimité n'est pas obtenue lorsque la Banque Centrale est placée sous la tutelle de l'État. Il est plus fécond de se tourner vers les fonctions que la monnaie exerce dans l'économie. Existe-t-il dans la logique même d'une économie monétaire une autolimitation du pouvoir de création de la monnaie ? Quelle posture la banque centrale doit-elle adopter à l'égard des agents économiques pour qu'une discipline monétaire s'exerce sans crises majeures ni dérapages inflationnistes ? La question de l'indépendance s'éclaire dans cette perspective.

On a souvent brocardé l'attachement de la population allemande à la stabilité des prix, car la politique de la Bundesbank est légitimée par une large adhésion. On pourrait penser que cette attitude a quelque chose d'obsessionnel qui échappe à la rationalité économique. Pourtant elle puise sa vivacité dans la mémoire de deux épisodes de rejet total de la monnaie en l'espace d'une génération. Car, derrière une inflation qui s'accélère, se dissimule le spectre de l'hyperinflation. La monnaie y devient le réceptacle des conflits qui déchirent la société et, en retour, la perte complète de sa maîtrise est vécue, au-delà de la démission de l'État, comme le symptôme de l'abaissement de la nation. C'est pourquoi la stabilité monétaire a partie liée avec celle de l'ordre social. Elle est un pilier de la démocratie.

Dans une perspective plus théorique, la menace que l'inflation porte virtuellement est l'arbitraire du signe. Le nominalisme monétaire appelle un ancrage et pourtant la monnaie n'a pas de valeur intrinsèque. L'acceptation de la monnaie ne repose que sur la confiance. Tel est le paradoxe de la monnaie : la confiance est le résultat unanime de l'anticipation de chacun que la monnaie sera acceptable par les autres, mais ces anticipations postulent la confiance pour se former. Or ce processus auto-instituant, qui valide la monnaie à partir du marché lui-même, ne peut fournir l'ancrage cherché. Car le point fixe d'une telle logique circulaire est indé-

2. Un exemple célèbre est la relance monétaire de 1972 aux États-Unis pour faciliter la réélection de Nixon. Cet épisode a grandement contribué à accélérer l'inflation mondiale, à affaiblir le dollar et à mettre les pays du Golfe en situation de manipuler le prix du pétrole. Deux ans plus tard le Congrès renforçait l'indépendance de la FED en stipulant que la banque centrale devait annoncer ses objectifs monétaires et les justifier devant la commission appropriée deux fois l'an.

terminé. Même si une croyance collective se forme, par la seule force de la polarisation des anticipations privées, elle est hautement instable et contingente.

Ainsi la légitimité de la monnaie est-elle problématique. Elle ne peut être durablement conférée par l'État à cause des abus du pouvoir monétaire. Elle ne peut être conférée par le marché à cause de l'instabilité du processus de mise en concurrence des signes monétaires. N'étant pas une marchandise dotée d'une utilité pour elle-même, mais étant un pur médium de communication, la monnaie ne peut être validée par la logique du marché.

L'indépendance de la banque centrale se place dans cet entre-deux incertain. C'est une institution qui doit être pérenne pour capter la confiance et la renouveler par la force de la répétition. C'est une institution qui doit être extérieure aux autres organes du pouvoir pour apparaître impartiale, dépositaire et garante du bien commun qu'est l'ancrage nominal, le standard de l'ensemble des prix. C'est une institution qui doit annoncer des objectifs généraux et gérer le système des paiements au service de tous, pour que son pouvoir discrétionnaire apparaisse équitable.

Dans la formation de la monnaie européenne, l'institution de la banque centrale et l'affirmation solennelle de son indépendance seront le temps fort. L'homogénéisation des statuts des banques centrales nationales en un seul système fédéré en est un processus constitutif. Pour exercer son pouvoir de manière que la monnaie européenne soit un bien collectif, le système européen de banque centrale doit s'organiser. Les niveaux de responsabilité et d'exécution pour assurer les fonctions de banque centrale doivent être soigneusement définis.

Indivisibilité du pouvoir monétaire et application du principe de subsidiarité

La politique monétaire est moins facilement décentralisable que d'autres formes de politique économique. Cela tient à la fois à la nature de la monnaie et aux contraintes nées de la gestion des risques systémiques.

La monnaie est en effet un bien collectif, dont la qualité (ou au contraire l'absence de qualité) profite (nuît) à tous, y compris à ceux qui n'interviennent ni

directement ni indirectement dans la détermination de cette qualité. A ce titre, la monnaie engendre de nombreux effets externes. Un exemple pris parmi beaucoup d'autres : toute modification de la valeur de la monnaie résultant d'initiatives prises par certains agents (publics ou privés) a des répercussions sur les autres agents. De même, la confiance dans la monnaie et dans le système financier a la nature d'un bien collectif. Qui dit bien collectif et externalités évoque la divergence probable entre les coûts (et les avantages) privés et sociaux, et la nécessité d'une intervention de l'État (ou de toute autre organisation en mesure de prendre en compte les avantages et les coûts sociaux). On peut ainsi comprendre – sans prétendre qu'il s'agit là d'une démonstration rigoureuse – pourquoi le pouvoir monétaire, entendu au sens de pouvoir de création et de gestion de l'étalon monétaire, est rarement délégué à la « périphérie ». Dans un État fédéral comme les États-Unis, le centre constitué par le *Board of Governors* du Système fédéral de réserve, installé à Washington DC, décide de l'essentiel, et les *Federal Reserve Banks* régionales interviennent seulement pour l'application des mesures prises à Washington. En sens inverse, la décomposition monétaire en cours de l'ex-URSS, avec la perspective de monnaies émises et gérées dans chaque république, illustre la remise en cause du fédéralisme soviétique.

Le processus d'intégration européenne souligne l'actualité des analyses proposées dès les années 1950 par Jan Tinbergen. Selon l'économiste néerlandais, il faut centraliser les instruments de politique économique générateurs d'externalités (positives ou négatives), et *a contrario*, en vertu du principe de subsidiarité, laisser à chaque État la maîtrise des outils dont le maniement n'a guère de répercussion sur les autres pays. Les arguments évoqués plus haut suggèrent qu'à la fois pour assurer la régulation de la masse monétaire (quelle que soit sa délimitation concrète) et pour éviter que des risques individuels ne se transforment en risques globaux, l'intervention d'un « prêteur en dernier ressort », ayant une logique d'action différente de celle des banques (privées ou publiques) et des autres institutions financières, est nécessaire.

Cela soulève le redoutable problème de l'articulation entre la politique monétaire et le contrôle prudentiel, c'est-à-dire l'ensemble des mesures réglementaires et

autres destinées à limiter l'exposition des agents économiques, par exemple des banques, aux risques. Il y a vingt ans, ces deux aspects de l'intervention des banques centrales, plus généralement des autorités monétaires, étaient nettement différenciés. Tel n'est plus le cas aujourd'hui. Une illustration, parmi d'autres, d'une telle inflexion est fournie par les nouveaux ratios de fonds propres imposés aux banques (le ratio Cooke dans le cadre de la Banque des règlements internationaux, et son équivalent dans le contexte de la CEE³). Ces ratios sont avant tout des instruments de contrôle prudentiel, mais ils vont aussi, compte tenu de la rareté des fonds propres, servir à encadrer la progression des engagements bancaires et par là, directement ou indirectement, celle de la masse monétaire.

Comment va se poser, dans le contexte de l'union économique et monétaire (UEM) en Europe, la question des relations entre la politique monétaire et le contrôle prudentiel ? Plusieurs axes semblent devoir s'imposer.

– A l'état final de l'UEM, le pouvoir monétaire sera pour l'essentiel centralisé au niveau européen. Les banques centrales nationales deviendront les bras séculiers de la banque centrale européenne, chargées d'appliquer les décisions communautaires, d'intervenir sur les marchés de capitaux et sur les marchés des changes en conformité avec ces décisions (cf. l'analogie avec les États-Unis, où la *FED* de New York exécute les instructions du Système fédéral de réserve en intervenant sur le marché monétaire, le marché des changes, etc.). Pendant la période de transition, y compris lors de la phase 2 qui doit s'ouvrir à compter de janvier 1994, les prérogatives des politiques monétaires nationales resteront pour l'essentiel entières. La coordination européenne de ces politiques deviendra plus approfondie et plus institutionnalisée.

– La nécessité de lier politique monétaire et contrôle prudentiel incite à donner au SEBC des compétences larges, intégrant la fonction de « prêteur en dernier ressort » et la gestion des risques globaux dans l'espace européen. Donc le principe de subsidiarité jouant au profit des États membres ne pourra s'appliquer qu'à certains aspects de la réglementation bancaire et financière. Mais, même pour ces aspects-là, la parfaite mobilité du capital et la crainte de chaque pays d'être victime d'un phénomène de délocalisation de

3. Ces ratios imposent aux banques de respecter des proportions minimales entre d'une part leurs fonds propres et quasi fonds propres, d'autre part le total de leurs engagements pondérés selon leur degré de risque de défaut.

DOSSIER

Monnaies, valeurs et légitimité

M. Aglietta, C. de Boissieu
*L'émergence
de la monnaie européenne*

l'épargne ou des activités bancaires et financières vont accentuer l'harmonisation déjà largement engagée des politiques nationales. En outre, la mise en œuvre de la deuxième directive bancaire, comportant l'affirmation du contrôle des banques par le pays d'origine et non plus par le pays d'accueil (sauf pour tout ce qui concerne les questions de liquidité et de politique monétaire) va également favoriser la convergence des réglementations nationales.

La monnaie et le budget ne doivent pas être envisagés séparément, pour plusieurs raisons. La combinaison de la politique monétaire et de la politique budgétaire joue un rôle important dans la détermination des variables économiques (croissance, emploi, inflation...). Plus spécifiquement, le niveau et le mode de financement des déficits publics sont susceptibles d'influencer les taux d'intérêt, la progression de la masse monétaire, etc.

Dans le contexte européen, la question de la coordination des politiques budgétaires nationales est beaucoup plus ouverte et incertaine que celle relative à la coordination monétaire. Plusieurs principes de base guident malgré tout le débat.

– Même si la politique budgétaire suscite, comme la politique monétaire, des externalités (les mesures budgétaires et fiscales arrêtées dans un pays membre exercent des effets directs ou indirects sur les autres pays membres), la première requiert en règle générale une centralisation moins étendue que la seconde. Ici, l'expérience américaine est souvent évoquée, faisant apparaître de larges distorsions fiscales d'un État à l'autre non éliminées malgré la parfaite mobilité du capital et une assez grande mobilité du travail.

– Si l'Europe est en mesure de pratiquer une coordination étendue des politiques monétaires nationales, éventuellement de disposer d'une monnaie unique adossée à une banque centrale européenne, une coordination significative des politiques budgétaires des États membres s'imposera, rien que pour donner de la cohérence et de la crédibilité (à l'intérieur de la CEE comme vis-à-vis du reste du monde) au *policy mix* européen.

– De toute façon, la parfaite mobilité du capital a déjà suscité un mouvement irréversible d'harmonisation des fiscalités nationales, qui va se poursuivre. Pour

la fiscalité financière (fiscalité des produits d'épargne et fiscalité des institutions financières), cette harmonisation s'effectue sur la situation la plus avantageuse, dans le contexte plus général d'un processus de « déréglementation compétitive ».

– Durant la transition vers l'UEM, comme à l'état final, certaines divergences budgétaires d'un État à l'autre devront être réduites, spécialement celles qui influent sur le niveau des taux d'intérêt en Europe ou qui font peser un risque systémique sur la zone.

Pour accélérer la convergence des situations budgétaires dans la CEE, une surveillance multilatérale se met progressivement en place. Elle va s'appuyer sur l'examen concerté d'indicateurs « objectifs » constatés pour chaque pays membre, relatifs au poids des déficits publics (par rapport au PIB), au ratio entre la dette publique et le PIB, à la couverture des dépenses courantes par des recettes courantes... L'application de tel ou tel de ces critères confirme l'existence d'un problème italien (le déficit public avoisine 10 % du PIB), qui devrait subsister quelque temps malgré l'ambitieux programme d'assainissement budgétaire présenté en novembre 1991. Sans parler de la Grèce ou du Portugal, l'Allemagne n'est pas assurée de satisfaire tout de suite les normes de la surveillance multilatérale, avec un déficit budgétaire gonflé par l'unification (environ 5 % du PIB).

Mais à la fois pour la phase de transition et à l'état final, le point décisif reste celui-ci : comment répartir la charge de la discipline budgétaire entre d'un côté les règles de la surveillance multilatérale, de l'autre les mécanismes de marché ? Le suivi des indicateurs budgétaires, l'affichage de plafonds pour les ratios de déficit ou de dette vont créer à la fois des effets d'annonce et des forces de rappel susceptibles d'accélérer la convergence. Mais l'expérience montre qu'il existe de nombreux artifices comptables ou administratifs pour contourner ces plafonds et ne les respecter qu'en apparence (*cf.* le procédé de la « débudgétisation » consistant par exemple à reporter vers certains établissements publics, en dehors du champ de la surveillance, certaines dépenses publiques). La régulation des politiques budgétaires par les mécanismes du marché devra aussi jouer son rôle dans l'Europe des années 1990 (et au-delà). Elle implique, pour être efficace, une

DOSSIER

Monnaies, valeurs et légitimité

M. Aglietta, C. de Boissieu
*L'émergence
de la monnaie européenne*

meilleure discrimination des taux d'intérêt selon la qualité des signatures. Compte tenu des situations budgétaires nationales, le Trésor italien ou le Trésor portugais ne représentent pas le même risque que le Trésor français. Le *rating* des emprunteurs publics (États, collectivités locales...) s'annonce tout aussi crucial que celui des émetteurs privés. Cette régulation requiert aussi une sensibilité accrue des emprunteurs publics à l'égard du coût de leurs emprunts.

Il faut éviter que, dans l'espace européen, chaque pays soit tenté d'adopter un comportement stratégique de « passager clandestin », en cherchant à faire assumer par les autres les conséquences – pour les taux d'intérêt, pour la stabilité du système bancaire et financier... – de son laxisme budgétaire. Dans cette optique, la régulation par le marché et par les taux d'intérêt est nécessaire, mais elle ne suffit pas. Il reste aux instances européennes à pondérer le jeu des mécanismes de marché et les règles d'une surveillance multilatérale devenue plus ambitieuse, car concernée par une approche *ex ante* (et non plus par le seul constat *ex post* des divergences) et désireuse de se donner les moyens d'amener les « déviants » à corriger leur trajectoire. Il faudra aussi veiller à la coordination des coordinations, en l'occurrence articuler la surveillance multilatérale des politiques budgétaires dans la CEE et dans le G7, pour éviter des incohérences nuisibles à l'économie mondiale.

On a vu que la subsidiarité n'était pas vide. Les banques centrales nationales vont continuer à exercer des activités significatives. Elles vont conserver une personnalité juridique, vont déléguer leurs gouverneurs dans le conseil de la banque centrale européenne et vont posséder conjointement son capital. Aussi les banques centrales nationales doivent-elles continuer à disposer d'un financement propre. Or l'essentiel des ressources d'une banque centrale est constitué du seigneuriage de l'émission monétaire. C'est le revenu net tiré de la mise à disposition de billets à coûts de fabrication faibles et de réserves obligatoires non rémunérées que les banques commerciales doivent déposer dans ses livres, alors que les contreparties de l'émission monétaire sont composées de placements ou de prêts rémunérateurs.

Cependant, dans une union monétaire, une banque centrale nationale ne peut plus compter sur le seigneu-

riage dont elle est la source. En effet, avec la monnaie unique, le marché monétaire est complètement unifié. Les billets peuvent être fabriqués en un seul endroit et être distribués dans toute la zone monétaire à partir d'un point unique. Les banques commerciales peuvent constituer leurs réserves obligatoires auprès de la banque centrale de leur choix, car l'Europe est leur champ d'activité. Aussi certaines banques centrales nationales, qui ne bénéficient pas d'une place financière puissante, pourraient se voir privées de revenu. En tout état de cause, la base du seigneurage deviendra très instable entre les banques centrales. Pour que ces dernières continuent d'exercer des activités utiles qui sont faites plus efficacement qu'au niveau européen, il faut que leur source de financement soit régulière. Il faut donc qu'il y ait un partage du revenu formé par le seigneurage global de l'union. Un accord est intervenu sur les principes de ce partage.

Le premier principe est que ce sont les revenus, non pas les profits, qui sont partagés. Chaque banque centrale nationale demeure donc seule responsable de sa gestion. Il n'y a pas de droit de regard direct des partenaires sur ses coûts de fonctionnement.

Le second principe est que la clef de répartition doit être fondée sur un critère réel qui, une fois admis, donne lieu à un calcul incontestable. Ce critère doit prendre en compte le poids des résidents de chaque pays dans la masse des encaisses détenues par l'ensemble des agents économiques de la Communauté. Comme la masse totale des encaisses est liée à l'activité économique mesurée par le produit intérieur brut, cette variable sera la référence principale de la clef de répartition.

Ainsi les banques centrales nationales auront-elles les moyens de la subsidiarité. Mais la quantité d'activités qu'elles feront est incertaine. Cela dépend des comportements financiers qui vont eux-mêmes être influencés par la concurrence des places financières. Les banques centrales qui conserveront un volume d'activités important sont celles qui pourront compter sur une place financière de standing international.

La prévention du risque systémique dans l'union monétaire

On a montré plus haut que la stabilité de la monnaie, en tant que pouvoir d'achat sur les biens et services, était une condition essentielle pour que les agents économiques puissent tirer parti du grand marché européen. Mais ce n'est pas la seule. La monnaie est une réalité multiforme. Un agent économique peut éprouver sa valeur de plusieurs manières : en achetant des biens et services dans l'espace où la monnaie sert de moyen de paiement unanimement reconnu, en achetant des actifs financiers, en achetant des monnaies étrangères. Dans la première expérience la valeur de la monnaie est repérée par un indice de prix conventionnel, dans la seconde par le (ou les) taux d'intérêt qui mesure(nt) la valeur de la monnaie dans le temps en terme d'elle-même, dans la troisième par le taux de change qui mesure la valeur de la monnaie relativement à d'autres monnaies.

Rien ne garantit que la poursuite exclusive de la stabilité des prix des biens et services entraîne celle des taux d'intérêt et des taux de change. Un exemple en a été fourni entre 1980 et 1982 par les États-Unis. A la fin des années 1970, la confiance dans le dollar déclinait rapidement. La monnaie américaine perdait sa valeur en pouvoir d'achat sur les biens et sur les devises étrangères. Voulant réaffirmer son contrôle sur la monnaie, la banque centrale des États-Unis a brutalement resserré ses conditions d'émission. Il s'en est ensuivi une montée en flèche des taux d'intérêt, autant excessive qu'inattendue, dont le résultat a été une crise financière mondiale de première grandeur. Les pays endettés du tiers monde se sont trouvés en situation virtuelle de cessation de paiements et les caisses d'épargne aux États-Unis ont subi un premier ébranlement sérieux.

On pourrait soutenir, en évoquant cet événement, que la crise financière a été provoquée par l'inflation antérieure. Si la stabilité des prix avait été préalablement préservée, la finance elle-même aurait été stable. Pourtant il n'en est rien, comme l'expérience ultérieure l'a abondamment illustré. Après 1982, nul ne mettait plus en doute que les autorités monétaires maîtrisaient l'inflation. La variabilité du taux d'inflation a diminué et

le niveau moyen de ce taux s'est fortement abaissé. Pourtant les fluctuations du dollar contre les autres monnaies se sont considérablement amplifiées et les taux d'intérêt sont devenus très volatiles. L'effondrement de la bourse en octobre 1987, le naufrage des caisses d'épargne et la multiplication des faillites bancaires ont mis en doute la sécurité du système financier américain.

Depuis longtemps on sait que la sécurité des systèmes financiers doit être une préoccupation majeure des banques centrales. Mais ce souci ne se prête pas à la définition et à l'application de règles automatiques. Les économistes parlent de risque de système pour désigner des processus de propagation qui déclenchent les crises financières. Ces processus sont enveloppés d'incertitude. Ils sont souvent déclenchés par la fragilité d'un agent privé particulier, une banque ou un autre intermédiaire financier. Mais toute faillite de banque n'entraîne pas nécessairement une crise financière s'étendant par contagion à d'autres parties du système financier. Or il est très difficile de distinguer la stabilité globale du système qui doit être préservée et le destin des agents financiers privés qui doivent normalement subir la sanction de la concurrence.

On saisit que l'autorité monétaire est confrontée à un dilemme si elle veut affirmer la légitimité de la monnaie ; ce qui est sa mission ultime. Si elle soutient toutes les institutions financières en difficulté, c'est-à-dire si elle exerce sa fonction de prêteur en dernier ressort d'une manière systématique et prévisible, elle encourage les comportements imprudents des banques, ce que les économistes appellent l'« aléa de moralité ». L'offre de crédit sera excessive et la stabilité des prix finira par être menacée. Si la banque centrale est trop réticente dans le soutien qu'elle accorde en dernier ressort, elle peut laisser se déployer le risque systémique. L'instabilité financière se transmet alors à l'économie réelle qui peut dériver vers des états anormaux : des agents économiques qui auraient été performants dans des conditions normales peuvent faire faillite à leur tour parce que le crédit se contracte violemment, la richesse des individus et des entreprises se dévalorise avec la chute des prix boursiers et immobiliers, tout le monde réagit en diminuant ses dépenses. Il s'installe un équilibre déprimé, fait de chômage massif, de prix

bas et d'anticipations pessimistes qui entretiennent l'état anormal de l'économie.

En conséquence, la stabilité globale des systèmes financiers fait partie d'un ordre monétaire satisfaisant. Elle doit être reconnue dans les missions de la banque centrale. Cependant, à cause de l'« aléa de moralité » inhérent à cette mission, elle est souvent implicite, au point que certains banquiers centraux parlent « d'ambiguïté constructive ». Dans le cas de la monnaie européenne le problème est encore plus épineux que dans un cadre national à cause de la multiplicité des centres nationaux qui exercent la tutelle sur des organismes financiers opérant dans toute l'Europe. Si la fragilité financière a été si grande aux États-Unis dans les années récentes, c'est à cause de la dispersion et des rivalités entre les autorités compétentes pour décider de fermer une banque qui se trouvent dans les États, l'organisme de surveillance des situations financières des banques qui est fédéral mais qui doit collaborer avec les autorités locales, enfin la banque centrale fédérale. Or la dispersion et le conflit potentiel des centres nationaux de pouvoir au sein de l'organisation monétaire européenne pourraient bien provoquer des difficultés du même ordre, si les responsabilités ne sont pas précisément assignées. Prévenir le risque systémique est un enjeu majeur de l'union économique et monétaire. Mais le traité adopté à Maastricht est resté discret sur ce sujet, laissant aux Trésors nationaux ou aux banques centrales nationales séparément une responsabilité qui serait mieux exercée par le système européen de banques centrales. Il est donc possible que l'apprentissage du niveau approprié de responsabilité se fasse à la suite d'accidents financiers qui auraient pu être évités. Les circonstances du défaut de la BCCI au cours de l'été 1991 et l'inquiétante situation d'illiquidité des banques soviétiques très actives dans toute l'Europe occidentale suggèrent que cette crainte n'est pas vaine.

On peut tenter de repérer les conflits d'intérêts qui pourraient surgir entre les autorités monétaires nationales et énoncer les principes et les dispositions institutionnelles requis pour surmonter ces conflits.

Le risque systémique va s'accroître en Europe avec la libéralisation financière. En effet, dans les pays de l'Europe continentale, les systèmes financiers étaient fortement réglementés et stabilisés par des oligopoles

nationaux. La sécurité des places financières était renforcée par des lignes de défense. En France, par exemple, les grandes banques nationalisées et la Caisse des Dépôts et Consignations jouaient le rôle de « market makers ». Les autorités monétaires pouvaient discrètement solliciter ces institutions lorsque des difficultés étaient décelées dans certains établissements ou dans certains compartiments du marché.

La libéralisation et l'intégration financières en Europe vont dissoudre ces liens privilégiés de deux manières. Les marchés financiers vont se développer et s'unifier. Aussi la demande de financement par les entreprises et même par les ménages pour le logement va se diversifier et les relations continues des emprunteurs avec les banques vont se dissocier. Aussi la connaissance rapprochée des risques des emprunteurs par leurs banquiers va-t-elle s'affaiblir. En outre, la liberté d'implantation et de prestation de services financiers dans toute l'Europe va intensifier la concurrence bancaire. La pression sur les bénéfices des banques va entraîner une concentration à l'échelle européenne. Il va se former des groupes financiers à opérations multiples et sans attache nationale particulière. La situation financière de tels groupes ne peut être contrôlée efficacement que sur une base consolidée. La directive de la Commission de Bruxelles sur le contrôle prudentiel des banques assigne, nous l'avons vu, ce contrôle aux autorités du pays d'origine où se trouve la tête du groupe bancaire. Si une filiale ou un établissement d'un tel groupe est en difficulté sur une place financière d'un autre pays où ce groupe est implanté, un conflit d'intérêts entre les autorités de supervision du pays d'origine et celles du pays hôte est possible. Car l'intérêt national des autorités du pays d'origine est de favoriser le développement des banques qui y ont leur siège. L'intérêt des autorités du pays hôte est la sécurité financière sur leur place. Une divergence d'appréciation dans une situation qui exigerait une décision d'urgence peut laisser s'engouffrer le risque systémique. Le danger d'une mise en compétition des autorités prudentielles n'est donc pas négligeable. Il faudrait certainement maintenir des superviseurs nationaux car ce sont les mieux adaptés à un contrôle rapproché des banques. Mais ils doivent avoir des liens organiques d'information avec le

DOSSIER

Monnaies, valeurs et légitimité

M. Aglietta, C. de Boissieu
*L'émergence
de la monnaie européenne*

prêteur en dernier ressort qui ne peut être qu'européen. Il faut aussi que les normes prudentielles, à partir desquelles on apprécie le degré de fragilité des banques, soient uniformisées dans toute l'Europe. Cela est le cas pour les ratios de capitalisation, mais pas encore pour l'assurance des dépôts et les réserves obligatoires.

La nécessité d'un prêteur en dernier ressort unique en Europe s'impose pour maîtriser les facteurs de propagation qui résultent des interconnexions de marché. Car une mauvaise qualité de supervision quelque part se répercute partout. A défaut, l'« aléa de moralité » pourrait prendre un tour plus grave en Europe que dans chacun des pays avant l'union monétaire, si les banques centrales nationales sont des prêteurs en dernier ressort séparés et si elles jugent l'opportunité d'intervenir en fonction d'intérêts particuliers.

Comme on l'a montré ci-dessus, la stabilité des prix des actifs financiers fait partie de la conception globale de la stabilité monétaire. On retrouve dans cette perspective de sécurité financière le problème de la cohérence entre la politique monétaire de la banque centrale européenne et la politique budgétaire qui découlera des décisions agrégées des autorités budgétaires nationales. Si la cohérence n'est pas respectée (comment le serait-elle s'il n'y a pas de gouvernement économique de la Communauté ?), la discordance entre politique monétaire et politique budgétaire est une source de risque systémique parce qu'elle provoque des variations, violentes et souvent difficiles à prévoir, des taux d'intérêt. Rechercher une évolution ordonnée des taux d'intérêt à long terme est donc une caractéristique de l'ordre monétaire qui, si elle est réalisée, permettrait d'améliorer sensiblement l'allocation des capitaux et de tirer tous les avantages de la taille et de la profondeur des futurs marchés financiers européens.

Enfin le prêteur en dernier ressort européen doit pouvoir inscrire ses interventions dans un système prudentiel renforcé par des lignes de défense qui soient adaptées à la dimension plus vaste du risque de système dans l'espace financier intégré. Cela suppose que la concurrence des pouvoirs monétaires nationaux qui vont subsister sur le plan prudentiel soit contenue par des dispositions institutionnelles appropriées. On a cité l'homogénéisation de l'assurance des dépôts. La participation des principaux *market makers* à des opérations

de consolidation de maillons faibles des interconnexions financières devrait pouvoir se réorganiser à un niveau plurinational. La qualité des transferts d'information des superviseurs rapprochés au prêteur en dernier ressort européen est cruciale pour parvenir à un jugement synthétique rapide sur une situation de crise.

Concurrence et hiérarchie entre les monnaies

La concurrence entre les monnaies existe depuis longtemps dans les faits, et elle n'a pu être que renforcée par le processus de globalisation financière et par le passage à une parfaite mobilité des capitaux. Le phénomène trouve une part de son illustration dans l'inflexion des parts de marché des différentes devises en ce qui concerne la facturation du commerce international ou les réserves officielles de change des banques centrales. Sous ce double angle, la part de marché du dollar a eu tendance depuis dix ans à reculer, au profit du deutsche mark, du yen, du franc suisse, de l'Écu... même si elle a résisté bien mieux qu'une pure extrapolation menée à la fin des années 1970 aurait pu le suggérer.

Quelle que soit l'optique adoptée, la concurrence des monnaies appelle le recours à une théorie qualitative de la monnaie, à peine ébauchée. De quoi dépend la qualité de la monnaie ? Deux facteurs sont cruciaux, la stabilité constatée et anticipée de la valeur de cette monnaie et son aire d'utilisation (une devise employée sur une large échelle bénéficie d'économies d'échelle et donc de coûts unitaires de transaction réduits).

Le thème de la concurrence entre les monnaies évoque l'idée de polycentrisme monétaire, au cœur du débat sur le système monétaire international. Le polycentrisme monétaire est un concept ambigu, parce qu'il évoque, selon les cas, des configurations assez nettement différenciées : d'une part, la situation observée concrètement, dans laquelle le dollar reste au cœur de l'économie monétaire et financière internationale, mais où il est progressivement complété, dans certaines de ses fonctions, par le DM, le yen, l'Écu, etc. ; d'autre part, la référence à une organisation monétaire tripolaire (États-Unis, Europe, Japon), dans laquelle la

DOSSIER

Monnaies, valeurs et légitimité

M. Aglietta, C. de Boissieu
*L'émergence
de la monnaie européenne*

symétrie entre le dollar, la monnaie européenne (le DM ? l'Écu ?) et le yen est souvent supposée plus grande qu'elle n'est aujourd'hui en réalité.

L'intégration monétaire de l'Europe donne à celle-ci une chance de constituer un pôle monétaire crédible, en mesure de faire contrepoids au dollar et peut-être un jour de le relayer. Car, dans le projet d'union économique et monétaire se profilent les avantages du grand marché, ceux nés également de l'association à la zone d'une partie de l'Europe de l'Est et des pays de l'Association européenne de libre-échange. Au-delà des conséquences à court terme de l'unification allemande, l'Europe devrait constituer, pour les années qui viennent, un pôle de croissance et de compétitivité.

Ses places financières ont fait, ou sont en train d'effectuer (exemple de Francfort) leur *aggiornamento* ; elles n'ont plus guère de raison d'envier les marchés américains et japonais. Cela dit, la « force de frappe » née de l'intégration monétaire de l'Europe dépendra aussi de sa capacité à passer à une monnaie unique, distincte de l'une des monnaies nationales, qui résulterait d'une manière ou d'une autre d'une nouvelle définition de l'Écu. L'Écu-panier actuel sera remplacé par un nouvel Écu, qualifié d'« abstrait » parce qu'il deviendra l'étalon des valeurs à l'intérieur de la zone (sans préjuger de son rôle à l'extérieur de la CEE) au moment de l'instauration de la monnaie unique. Cela permettra de renverser la hiérarchie qui prévaut aujourd'hui : au lieu que la monnaie européenne soit définie et calculée à partir des monnaies nationales composantes, les monnaies nationales, avant d'être supprimées, seront évaluées à partir du nouvel Écu.

L'avenir de l'Écu dépend non seulement de sa crédibilité à l'intérieur de la CEE, mais aussi de son image de marque à l'extérieur. Il est encourageant de voir plusieurs pays scandinaves, certains pays de l'Est et des États africains choisir – ou près de choisir – l'Écu comme ancre monétaire. Le mouvement devrait rapidement s'amplifier ; il modifiera sans aucun doute les conditions de la concurrence entre l'Écu et le DM.

Deux autres aspects conditionnent le rôle de l'Écu pendant la phase de transition et à l'état final. D'une part, l'Institut monétaire européen qui doit être créé au début de la phase 2 (janvier 1994) ne sera qu'un embryon de banque centrale européenne. Comme l'ont

voulu les Allemands, il n'aura guère de pouvoir monétaire propre ; il cumulera certains traits du Fecom (Fonds européen de coopération monétaire) et du Comité des gouverneurs de banque centrale. Donc, pendant la phase 2, l'Écu ne pourra être adossé à un véritable prêteur en dernier ressort européen (les prêteurs en dernier ressort de fait sur le marché de l'Écu resteront les banques centrales nationales). Durant cette phase, il faudra chercher à unifier les circuits officiel et privé de l'Écu, sans peut-être prétendre y parvenir complètement ni fournir des réponses adaptées à d'éventuels risques systémiques sur le marché de l'Écu.

La transition vers l'UEM se produit dans le contexte d'une remise en cause du *leadership* monétaire et elle est susceptible de l'accélérer. Le dollar est contesté sans être vraiment remplacé. Ses parts de marché sont graduellement réduites et pourtant l'expérience montre que la devise américaine n'a pas encore de substitut parfait. Une indication en a été fournie lors du putsch raté en URSS au mois d'août 1991 : malgré le différentiel d'intérêt entre les États-Unis et l'Europe, malgré les incertitudes sur la sortie de la récession américaine, le dollar a retrouvé pendant quelque temps son rôle de valeur-refuge internationale, et il n'est pas prêt d'en être dépourvu.

Une part de l'instabilité monétaire et financière provient aussi de cette transition incertaine dans le *leadership* monétaire international, dans laquelle la prééminence du dollar n'est plus ce qu'elle était dans les années 1960, sans qu'une solution de suppléance s'impose de manière incontestable. Avec le grand marché intérieur et l'UEM, l'Europe sera en mesure de réduire l'asymétrie entre les États-Unis et le reste du monde, et peut-être de proposer un nouveau *leadership* monétaire. Rien n'est joué, il ne faudrait pas négliger le rôle potentiel de la zone Pacifique, ni le fait que l'achèvement de l'UEM sera une condition nécessaire, mais pas suffisante, pour l'affirmation du pôle monétaire européen.

Avant même que ne s'affirme éventuellement un nouveau *leadership* monétaire, il faudra bien vivre avec un système à plusieurs monnaies de réserves. Les forces du marché fixent déjà les conditions de la concurrence entre les monnaies, et elles continueront

DOSSIER

Monnaies, valeurs et légitimité

M. Aglietta, C. de Boissieu
*L'émergence
de la monnaie européenne*

de le faire. Mais elles devront pouvoir compter sur de nouvelles règles du jeu. Fonder un nouveau système monétaire international sur une monnaie de réserve mondiale qui ne se confondrait plus avec la monnaie d'un pays ou d'une zone géographique précise ? L'expérience du droit de tirage spécial (DTS) et de ses tribulations n'incite guère à donner à cette question une réponse affirmative. Il paraît plus réaliste et utile d'améliorer la gestion du système international multi-devises en train de s'affirmer, en développant les formules de coresponsabilité à l'échelle mondiale. Les exercices de coordination internationale menés depuis 1985 sont une première illustration de la coresponsabilité. Mais il s'agit d'aller plus loin dans des domaines cruciaux pour l'efficacité et la stabilité de l'économie monétaire internationale, en particulier pour les taux d'intérêt et la coordination des politiques budgétaires nationales. Il faudra aussi assurer une meilleure cohérence des décisions adoptées à l'échelle européenne, et des mesures arrêtées dans le cadre du groupe des sept pays les plus industrialisés (G7).

Quoi qu'il en soit, l'avenir de l'économie monétaire internationale se noue à l'articulation de deux « triangles » : au plan mondial, le tripôle États-Unis, Europe, Japon ; dans le contexte européen, le trio Allemagne, Royaume-Uni, France, à l'intérieur duquel l'affirmation de conflits d'intérêt et la recomposition périodique des alliances fixent à la fois le ton et le rythme du processus d'intégration en Europe.