

JEROME BAUDOT

UNIVERSITE D'OTTAWA

055293

**L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EUROPEENNE :
DEFINITION, AVANTAGES, CONTRAINTES ET PROCESSUS
D'INSTAURATION DELA MONNAIE UNIQUE**

le 10 avril 1992

DIRECTEUR DE MEMOIRE :

M. LE PROFESSEUR SAINT-GERMAIN



PLAN

INTRODUCTION.....	p..1
CHAPITRE I: REDUCTION DE LA VARIABILITE DES TAUX DE CHANGE ET INTEGRATION DES MARCHES.....	p.10
SECTION 1: Incertitude de change et intégration du marché des produits.....	p.10
SECTION 2: Incertitude de change et intégration du marché des capitaux.....	p.13
CHAPITRE II: DEFINITION ET AVANTAGES D'UNE MONNAIE UNIQUE.....	p.18
SECTION 1: Définition d'une monnaie unique.....	p.18
§ 1.1 Centralisation de l'émission de la monnaie.....	p.18
§ 1.2 La monnaie comme unité de compte et moyen de paiement.....	p.21
SECTION 2: Evaluation des coûts de transaction.....	p.23
§ 2.1 Coûts directs.....	p.23
§ 2.2 Coûts internes aux entreprises.....	p.25
SECTION 3: Certains effets de la monnaie unique pour la Communauté vis à vis de l'extérieur.....	p.27
§ 3.1 Monnaie véhiculaire pour les opérations commerciales.....	p.27
§ 3.2 Seigneuriage externe.....	p.28

CHAPITRE III: INSTAURATION DE LA MONNAIE UNIQUE :

REFORME MONETAIRE OU MONNAIES CONCURRENTES.....	p.31
SECTION 1: L'approche institutionnelle.....	p.32
SECTION 2: L'approche des monnaies concurrentielles.....	p.34
§ 2.1 Principes de l'approche.....	p.34
§ 2.2 Les inconvénients.....	p.35
§ 2.3 Le projet d'écu lourd.....	p.38
SECTION 3: L'approche de la monnaie parallèle.....	p.41
CHAPITRE IV : L'INSTRUMENT DU TAUX DE CHANGE.....	p.45
SECTION 1: Chocs économiques et modifications du taux de change....	p.46
SECTION 2: Rigidités nominales et dévaluation.....	p.47
SECTION 3: La contrainte de change et les politiques anti-inflationnistes.....	p.49
§ 1.1 L'inconsistance intertemporelle.....	p.50
§ 1.2 Taux de change et crédibilité.....	p.51
CHAPITRE V : LES DANGERS DE LA PHASE DE TRANSITION.....	p.56
SECTION 1: Le risque d'attaques spéculatives.....	p.57
SECTION 2: Clauses de réalignements, anticipations de réalignements et inflation.....	p.60
SECTION 3: Robustesse de la phase de transition.....	p.62
SECTION 4: Effets pervers de la crédibilité.....	p.68
CONCLUSION.....	p.71
BIBLIOGRAPHIE.....	p.75



INTRODUCTION

L'idée d'unifier l'Europe est ancienne. En 1923, le comte Coudenhove-Kalergi avait déjà créé un mouvement paneuropéen et en 1929, Aristide Briand, président du Conseil français avait lancé devant la Société des Nations un projet d'union européenne. Mais il faudra attendre la fin de la Seconde Guerre mondiale pour voir les premiers pas concrets se réaliser. La volonté de bâtir une paix durable, le sentiment que la reconstruction des régions dévastées exige un effort commun et le désir de rendre à l'Europe son influence et sa puissance économique ont joué sans nul doute un rôle dans cette avancée.

Dans le domaine de la coopération où les Etats conservent leur souveraineté nationale sont créés en 1948 l'Organisation européenne de coopération économique qui sera remplacée en 1960 par l'Organisation de coopération et de développement économiques avec les adhésions des Etats-Unis et du Canada, et en 1949 le Conseil de l'Europe. Cependant dans le domaine de l'intégration où les Etats doivent abandonner une partie de leur souveraineté au profit d'une autorité supranationale commune il faut attendre le 9 mai 1950, date de la déclaration de Robert Schuman préparée par Jean Monet, pour trouver dans le charbon et l'acier un secteur où les pays acceptent cet abandon. La Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA) est officiellement créée le 18 avril 1951 et regroupe la Belgique, la RFA, la France, l'Italie, le Luxembourg et les Pays-Bas.

C'est dans le domaine de l'intégration économique que les ministres des affaires étrangères des pays fondateurs de la CECA vont

poursuivre le travail d'unification. A la suite de la conférence de Messine (1-3 juin 1955), un comité d'experts est chargé d'établir un rapport sur les possibilités d'une union économique et nucléaire. A Venise le 29 mai 1956, les ministres approuvent le rapport et décident d'engager des négociations en vue de créer une Communauté économique européenne (CEE) et une Communauté de l'énergie atomique (CEA). C'est à Rome, le 25 mars 1957, que sont signés les deux traités instituant la CEE et la CEA. Ils entrent en vigueur le 1^{er} janvier 1958.

Le traité donnant naissance à la CEE, appelé aussi Traité de Rome mentionne déjà que: "les taux de change entre les pays membres devraient être un problème d'intérêt commun" (art.107 par.1). Suite à la réévaluation de 5% du mark et du florin en mars 1961 la CEE réagit par le Programme d'action pour la seconde étape. Celui-ci propose des étapes concrètes pour l'établissement d'une union monétaire laissée dans l'ombre par le Traité de Rome. La Commission européenne relève deux points: tout d'abord "la coordination des politiques économiques nationales envisagée par le Traité de Rome serait incomplète, et ne fonctionnerait pas, si une action similaire n'était pas engagée dans le domaine monétaire". Ensuite elle note que les changements de parités entre les pays membres de la CEE modifient aussi le prix de l'Unité de compte européenne (UCE) en termes de ces monnaies. Ceci a pour conséquence de mettre en danger le marché commun agricole dont les prix devront être exprimés en UCE. Ce mémorandum de la Commission prône donc la mise en oeuvre d'une politique monétaire commune avec la réduction des marges de fluctuation entre les monnaies communautaires et à terme une monnaie unique mais cet appel reste sans écho. Dans son rapport annuel en 1965 Le Comité monétaire renouvelle cette mise en garde: "l'intégration progressive dans la CEE rendra les dévaluations et les réévaluations de plus en plus difficiles et improbables" et la

Commission dans son rapport général ajoute: "la tâche des institutions de la Communauté est de rendre les dévaluations et les réévaluations impossibles ou non nécessaires plutôt que très difficiles ou improbables". A la suite de ces recommandations est créé le Comité des gouverneurs des banques centrales mais les propositions de coopération monétaire restent lettre morte alors que l'intégration économique par l'unification douanière et le marché agricole commun progresse. Le problème réapparaît suite aux deux réalignements du mark et du franc en 1969. La Commission présente alors au Conseil des ministres un mémorandum, appelé "Plan Barre", du nom du vice-président de la Commission chargé des affaires économiques. Ce plan adopté par le Conseil en juillet 1969 prévoit une concertation entre les pays membres sur des orientations quantitatives à moyen terme (taux de croissance de la production et de l'emploi, évolution des prix, solde de la balance des paiements), des procédures de consultation préalable et de coordination des politiques à court terme visant à prévenir des déséquilibres conjoncturels et, sur le plan monétaire, des mécanismes de coopération à court et moyen termes permettant d'accorder une assistance financière aux pays membres éprouvant des difficultés de balance des paiements.

Au sommet européen de La Haye en 1969 les chefs d'Etats et de gouvernements émettent leur accord pour un Soutien monétaire à court terme (SMCT)¹ répondant aux difficultés temporaires de balance des paiements que les pays membres peuvent rencontrer et, tout en approuvant les principes d'une coopération monétaire, ils demandent une étude sur les étapes possibles d'une unification économique et monétaire. En effet au cours de ce sommet les éléments d'un débat qui persiste encore

1 Ce mécanisme est officialisé en février 1970 par un accord entre les banques centrales.

aujourd'hui sont lancés. D'un côté on trouve les partisans du saut institutionnel, dite thèse monétariste à l'époque, qui souhaitent une abolition immédiate des bandes de fluctuation issues des accords de Bretton Woods et la transition vers des parités irrévocablement fixées en avançant qu'un engagement clair vis à vis de l'irrévocabilité des parités est suffisant pour forcer la convergence des politiques. Les tenants de cette thèse sont la Belgique, le Luxembourg et principalement la France. De l'autre côté on trouve les partisans du couronnement, dite thèse des économistes à l'époque, qui expliquent que la fixité irrévocable des parités est incompatible avec des politiques décentralisées et qu'une condition préalable à l'union monétaire est la convergence des politiques et performances économiques. Un transfert de compétences économiques par étapes doit donc précéder l'union monétaire.

L'étude commandée donne naissance au "Plan Werner", du nom du chef du gouvernement luxembourgeois, qui est publié le 8 octobre 1970. Ce plan est un compromis entre les deux thèses précitées et jette les bases de l'Union économique et monétaire (UEM). Sa réalisation doit intervenir au bout de dix ans avec une première étape de trois ans qui prévoit un renforcement de la coordination des politiques conjoncturelles et une réduction des marges de fluctuation des monnaies entre les six pays pour aboutir à terme à une liberté totale des mouvements de capitaux, des taux de change fixes irrévocables, une Banque centrale européenne et une monnaie unique. Bien qu'il fasse l'objet d'un accord entre les six pays le 9 février 1971 et d'une adoption définitive le 22 mars de la même année le plan Werner n'est pas mis en application. Une des raisons est probablement la crise monétaire internationale. Celle-ci oblige toutefois la CEE à réagir. En effet suite aux accords du "Smithsonian Institute" signés le 18 décembre 1971 la bande de fluctuation des monnaies des pays membres de la CEE passe de 4% à 9%. Devant le danger

que fait courir la possibilité de telles variations pour la réalisation du marché commun, les pays de la CEE, en s'inspirant du plan Werner, décident de réduire les marges de fluctuation à $\pm 2.25\%$ (soit une bande de fluctuation de 4.5%) par l'accord de Bâle du 10 avril 1972. Le serpent monétaire européen ainsi créé abandonne les 4.5% de la bande de fluctuation par rapport au dollar et sort ainsi de son tunnel le 12 mars 1973 lorsque les six pays de la Communauté cessent leurs interventions systématiques pour maintenir leurs parités vis à vis du dollar, les achats massifs épuisant leurs réserves de change. D'autres pays adoptent la même réaction marquant le début du "flottement généralisé des monnaies".

Pour maintenir leurs monnaies à l'intérieur du serpent les banques centrales instituent un Financement à très court terme (FTCT) qui leur permet d'obtenir entre elles un crédit d'un montant illimité et d'une durée de trente jours afin de financer les opérations sur le marché des changes. Le 3 avril 1973 est créé le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) qui est chargé de gérer les opérations résultant du FTCT et du SMCT. Malgré l'existence juridique de ces aides le serpent se révèle très vite insoutenable. Les entrées et sorties répétées de plusieurs des monnaies amènent la Communauté à constater son échec dans le rapport Tinderman dès 1975. Les raisons de cet échec sont principalement l'asymétrie du système et l'insuffisance des crédits d'interventions pour fournir une crédibilité aux marges de fluctuation. Le pays à monnaie faible doit supporter une grande part de l'intervention avec de plus un FTCT d'une durée trop courte (Thygesen 1979). Le serpent est donc jusqu'à la création du Système monétaire européen (SME) réduit dans les faits à la RFA, la Belgique, le Luxembourg, le Danemark (entré dans dans la CEE le 22 janvier 1972 avec l'Irlande et la Grande-Bretagne) et la Suisse et la Norvège qui ne font pas partie de la CEE.

Le bouleversement du système monétaire international et la persistance de la récession amènent les neuf pays membres à prendre conscience des inconvénients de la divergence monétaire. Au conseil européen de Brême, les 6 et 7 juillet 1978, ils décident d'établir entre eux une coopération monétaire plus étroite par la création du SME. Son instauration prévue le 1^{er} janvier 1979 n'a lieu que le 13 mars à cause des réticences qu'il fait naître. Comme pour le serpent, son objectif principal est de limiter les fluctuations des taux de change des monnaies de la Communauté. Il s'appuie en théorie sur des mécanismes d'interventions plus symétriques permettant au pays à monnaie forte et au pays à monnaie faible de partager le poids de la défense des marges de fluctuation. L'écu (european currency unit) officiel qu'il crée n'y joue que le rôle d'une unité de compte définie par une quantité fixe de chacune des monnaies. L'écu est entièrement gagé sur des réserves en or et en dollars apportées par les banques centrales. Cet apport n'est pas définitif puisque basé sur des accords de swap renouvelables. Seule la Grande-Bretagne ne fait pas partie du mécanisme de change du SME lors de sa création. Dans le panier de l'écu rentrent successivement la drachme en 1984, l'escudo et la peseta en 1989, après les adhésions de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne en 1981 et 1986 respectivement. En ce qui concerne le mécanisme de change, la Grande-Bretagne n'y entre que le 8 octobre 1990 avec des marges de fluctuation de $\pm 6\%$. Cette même bande est adoptée par l'Espagne lors de son entrée le 20 juin 1989 et par le Portugal le 6 avril 1992 alors que l'Italie qui l'avait longtemps pratiquée l'abandonne le 6 janvier 1990. Quant à la Grèce elle reste encore aujourd'hui en dehors du mécanisme.

Alors que le SME survit à onze réalignements de cours pivots, le dernier ayant eu lieu le 12 janvier 1987, la réalisation du marché commun voulue par le Traité de Rome se voit donner un nouvel élan doublé

d'un approfondissement par la signature de l'Acte unique européen les 17 et 28 février 1986 à Luxembourg puis à La Haye. Par ce texte les pays de la Communauté, au nombre de douze, prévoient la réalisation du marché unique européen avant le 1^{er} janvier 1993. Malgré l'absence d'obligation juridique de l'Acte unique, l'inclusion de ses propositions dans les législations nationales sera semble-t-il respectée pour l'échéance.

Cependant la réalisation pleine et entière d'un marché unique pour les marchandises, les services, les capitaux et les hommes reste subordonnée à un rapprochement, si ce n'est une intégration, des politiques économiques et monétaires. Ainsi au conseil de Hanovre des 27 et 28 juin 1988 est réaffirmé l'objectif d'UEM. Le conseil crée pour ce faire le Comité pour l'étude de l'UEM dont le rapport, nommé "Rapport Delors", est présenté au conseil du 27 juin 1989.

La première étape du rapport qui est la libéralisation complète des marchés de capitaux et des systèmes bancaires est acceptée et doit être réalisée avant le 1^{er} juillet 1990. Pour l'Espagne et l'Irlande l'échéance est fixée au 1^{er} janvier 1993 et pour le Portugal et la Grèce au 1^{er} janvier 1996. Cette première étape ne fait que reprendre certaines des dispositions de l'Acte unique. Largement inspiré par le plan Werner, le rapport Delors prévoit deux autres étapes sans délai explicite. Dans la seconde étape un Système européen de banques centrales (SEBC) doit permettre une plus grande coopération entre les banques centrales européennes pour la mise en oeuvre des politiques monétaires nationales. Dans la troisième étape le SEBC doit être chargé de la politique monétaire commune et unique avec au sommet une Banque centrale européenne (ou Eurofed). Cette phase doit voir aussi l'élimination des marges de fluctuation et la fixation irrévocable des parités de change. Au sommet européen des 7 et 8 décembre 1989 est décidée la tenue d'une conférence intergouvernementale chargée d'analyser le contenu et la mise en place des étapes II et III de l'UEM

alors que les chefs d'Etats et de gouvernements décident au sommet de Rome des 27 et 28 octobre 1990 d'engager la 2^{ième} phase de l'UEM avant le 1^{er} janvier 1994 pour autant que cinq conditions soient remplies:

- achèvement du programme de l'Acte unique
- ratification du Traité d'UEM préparé par la conférence intergouvernementale
- interdiction des financements monétaires des déficits publics pour la future Banque centrale européenne
- indépendance des institutions (SEBC et Eurofed) vis à vis des parlements nationaux
- participation du plus grand nombre de pays au mécanisme de change du SME

Les chefs d'Etats et de gouvernements prennent aussi rendez-vous pour se prononcer au plus tard le 1^{er} janvier 1997 sur le passage à l'étape ultime. La conférence intergouvernementale s'ouvre le 15 décembre 1990 à Rome et doit rendre ses travaux avant la fin de 1991.

L'objet du présent document n'est pas de reprendre en détail un possible contenu des différentes étapes devant mener à l'UEM et dont l'ébauche se trouve dans le rapport Delors. Il est plutôt tout d'abord d'évaluer le bien fondé économique de l'UEM en se basant sur certaines conséquences essentielles qu'elle implique. Il est ensuite d'exposer certains des problèmes que la transition vers l'UEM soulève et les solutions proposées dans la littérature existante.

Dans un premier temps nous verrons donc dans quelle mesure la réduction de la variabilité des taux de change est importante pour l'intégration des marchés de biens et de capitaux qui est un des buts du marché unique de 1993; ceci fera l'objet du chapitre I. Après avoir défini le contenu d'une monnaie unique nous analyserons les avantages supplémentaires qu'elle apporte par rapport aux taux de change fixes c'est à dire essentiellement l'élimination d'un large éventail de coûts

de transactions; ceci fera l'objet du chapitre II. Nous exposerons ensuite au chapitre III les différentes approches possibles pour l'instauration d'une monnaie unique en évaluant leurs avantages et inconvénients afin d'essayer de dégager celle qui semble préférable. Le principal coût de cette instauration étant l'abandon irréversible de l'instrument du taux de change, la question qui est alors posée au chapitre IV est de savoir si, au cours de la période qui précède l'instauration et quelle que soit l'approche choisie, des réalignements de parités de change, même dans des circonstances exceptionnelles, sont utiles et possibles. Dans ce chapitre IV nous présenterons donc les conditions dans lesquelles ils sont souhaitables et tenterons de voir dans quelle mesure la Communauté européenne les vérifie. Dans un V^{ème} et dernier chapitre nous analyserons alors les dangers de cette période de transition précédant la monnaie unique, et notamment les risques associés aux possibilités de réajustements de parités ce qui nous permettra de présenter les protections envisageables.

CHAPITRE I: REDUCTION DE LA VARIABILITE DES TAUX DE CHANGE ET INTEGRATION DES MARCHES

SECTION 1: Incertitude de change et intégration du marché des produits

Les conséquences de l'incertitude de change pour les échanges entre pays se manifestent le plus directement par le décalage chronologique qui existe entre la date de signature d'un contrat commercial et la date où parvient le paiement à l'exportateur. Toute opération d'exportation implique dès lors un risque de change pour l'entreprise exportatrice dans la mesure où elle ne peut pas prévoir avec certitude le cours de change de la monnaie de facturation du contrat à la date du paiement. L'exportateur peut éliminer ce risque en n'acceptant de conclure que des contrats libellés dans sa monnaie. Mais cette précaution ne sert qu'à déplacer le risque de change vers l'importateur. L'élimination du risque de change ne peut donc se faire que par le recours à un instrument de couverture adéquat. Même si le développement des marchés à termes et des options sur devises a permis une couverture plus efficace, celle-ci reste coûteuse et n'est pas disponible pour toutes les échéances. Au niveau théorique il est clair que l'incertitude réside dans les seules variations inattendues des cours de change. Or la plupart des variations à court terme sont inattendues (Mussa 1986). L'incertitude de change dépend donc positivement de la variabilité des cours et sa réduction devrait donc permettre une diminution substantielle de l'incertitude.

Au niveau empirique de nombreuses études ont été réalisées pour mesurer l'impact de la variabilité à court terme des taux de change sur

les échanges commerciaux internationaux. L'étude du FMI (1984) n'a pas pu démontrer l'existence d'un lien systématique entre la variabilité à court terme et le volume des échanges. De Grauwe (1987) ainsi que Peree et Steinherr (1989) ont eux trouvé un impact significatif. Ils se réfèrent cependant aux principales monnaies flottantes, de sorte qu'il est difficile de savoir si des effets de même nature se produisent au niveau bien inférieur de la variabilité des monnaies du SME. Les études qui portent spécifiquement sur les monnaies européennes et les échanges intra-communautaires comme celles de Bini-Smaghi (1987) et de Sapir et Sekkat (1989) n'ont constaté que des effets mineurs pour la première et aucun effet pour la seconde.

Un impact réduit de la variabilité des taux de change sur le commerce peut cependant, comme l'avance Gagnon (1989), expliquer le fait que celui-ci ne soit pas détecté par les échantillons disponibles. Son modèle montre aussi qu'un effet important de la variabilité sur le bien-être est compatible avec un effet réduit sur les échanges commerciaux si ceux-ci sont très profitables. Un accroissement de la variabilité pourrait donc réduire considérablement le bien-être des échangistes, c'est à dire engendrer une réduction du surplus des consommateurs et des producteurs, mais s'il n'y a pas usage alternatif de ressources pour les échanges, l'impact sur ces derniers est faible.

Le SME a déjà réduit considérablement la variabilité des cours de change nominaux des monnaies en faisant partie. Une mesure de la réduction de la variabilité résiduelle peut être évaluée au tableau 3.6 (p.73). Le potentiel de réduction est plus important pour la Grande-Bretagne, l'Espagne et le Portugal qui viennent juste d'entrer dans le mécanisme de change et pour la Grèce qui est encore en dehors.

Le deuxième argument selon lequel le risque de change a un impact minime est qu'il peut être couvert. Le développement des marchés financiers au sein de la Communauté doit permettre l'élargissement de l'éventail des instruments de couverture et la diminution de leurs coûts. Il n'en reste pas moins que la couverture n'est pas gratuite, ni toujours disponible, surtout pour les entreprises de taille modeste et les monnaies périphériques du SME. Or ce coût ou cette indisponibilité se répercute toujours au niveau des opportunités de profits et des profits réalisés par les entreprises. La réduction de la variabilité résiduelle intra-SME en diminuant l'incertitude de change permettrait donc d'affecter les ressources qu'elle mobilise à un processus productif. Jusqu'à quel point faudrait-il réduire les marges de fluctuation actuelles du SME (± 2.25% pour la bande étroite) pour que la couverture soit inutile est difficilement quantifiable mais en théorie seuls des taux de change fixes, c'est à dire des parités fixes et l'absence de marges de fluctuation permettent d'éliminer tout risque de change et offrent donc une protection gratuite.

La moins grande variabilité des taux de change nominaux entraîne généralement celle des taux réels (Eichengreen 1989a et 1989b, Stockman 1983). Quand il s'agit de taux de change flottants les variations à court terme, jusqu'à un an, des cours de change nominaux sont généralement équivalentes aux variations des cours réels, les niveaux de prix variant beaucoup plus lentement que les cours de change. Ceci peut être vu pour le cours DM/USD au tableau 3.3 (p.73). Le SME a déjà ainsi réduit la variabilité des cours réels (voir le DM/HFL et le DM/LIT au même tableau). Une réduction de la variabilité résiduelle des cours nominaux ne peut donc que diminuer modérément la variabilité des cours réels. D'ailleurs en comparaison d'unions monétaires telles que les Etats-Unis et le Canada, la faible variabilité des taux réels des

pays participant au mécanisme de change à bande étroite correspond à celle que l'on s'attendrait à trouver dans une union monétaire (Pouloz 1990). Toutefois comme les mouvements des prix nationaux sont relativement lents et prévisibles, la réduction de la variabilité des taux nominaux si elle ne diminue que partiellement celle des taux réels devrait en réduire l'incertitude (Lehment 1984).

La baisse concomitante de l'incertitude relative aux taux de change nominaux et réels est donc de nature à accroître la valeur signalétique du mécanisme de prix quant à l'opportunité qu'il y a pour les producteurs de se lancer sur les marchés européens, entraînant une meilleure efficacité allocative des ressources.

SECTION 2: Incertitude de change et intégration du marché des capitaux

L'imparfaite intégration du marché des capitaux peut être analysée par l'importance de la différence entre les taux d'intérêt réels des différents pays. En effet pour des avoirs de même catégorie, c'est à dire ayant la même maturité et présentant les mêmes risques liés à la qualité de l'émetteur et au secteur d'activité, les taux d'intérêt réels ex-ante doivent s'égaliser si l'intégration du marché des capitaux est parfaite. Lorsque l'on considère deux actifs de même catégorie mais libellés dans deux monnaies distinctes, la différence de taux d'intérêt réels peut être analysée suivant trois composantes:

-le différentiel de taux d'intérêt couvert à terme manifeste à quel point le contrôle des mouvements de capitaux réduit la péréquation des taux d'intérêt nominaux nationaux et étrangers (après actualisation par le taux de change à terme) qui se produirait en cas d'arbitrage (en

faisant abstraction des coûts de transaction et d'information). Il faut noter que le risque d'éventuels contrôles ultérieurs peut aussi expliquer le non respect de la parité couverte des taux d'intérêt.

-la prime de risque de change qui est la différence entre le taux actualisé (le déport ou le report) et le taux de dépréciation anticipée de la monnaie.

-la dévaluation anticipée du taux de change réel manifeste à quel point les investisseurs demandent une compensation pour un différentiel d'inflation qui ne serait pas compensé par la dépréciation anticipée de la monnaie.

Cette décomposition du différentiel de taux d'intérêt réels ex-ante peut s'écrire:

$$R - R^* = (i - i^* - f^d) + (f^d - Ee) + (Ee - Ep + Ep^*)$$

où l'astérisque représente la variable étrangère, R le taux d'intérêt réel ex-ante, i le taux d'intérêt nominal, f^d le déport ou report de la monnaie nationale, Ee son taux de dépréciation anticipée, Ep le taux d'inflation anticipé. Les trois termes du membre de droite de l'égalité représentent les trois composantes successivement (cette ventilation est établie selon la méthode de Frankel (1989)).

Nous allons reprendre ces composantes en analysant l'impact qu'aurait sur chacune d'elle la réduction de la variabilité des taux de change dans le SME.

Comme nous l'avons mentionné la non vérification de la parité couverte des taux d'intérêt dépend essentiellement des contrôles sur les mouvements de capitaux. L'Acte unique européen qui prévoit la libéralisation complète de ces mouvements pour le 1^{er} juillet 1990 est donc l'élément primordial de l'achèvement d'une parfaite mobilité des

capitaux. Pour les pays où le contrôle était le plus faible au cours de la période 1982-1988, c'est à dire la Grande-Bretagne, les Pays-Bas et la Belgique, l'écart par rapport à la parité couverte n'excède pas 50 points de base ce qui semble refléter adéquatement les coûts de transaction (Marché unique, monnaie unique p.174). L'impact d'une réduction de la variabilité résiduelle des cours de change des pays appartenant à la bande étroite du mécanisme de change du SME devrait donc passer par la diminution des coûts de transaction des devises. Or les informations disponibles sur les écarts entre cours acheteurs et cours vendeurs, qui d'ailleurs constituent un élément important mais non le seul élément des coûts de conversion liés au change, font penser qu'une réduction de la variabilité des cours n'aurait pas forcément un impact sensible sur les coûts de transaction (Boyd, Gielens et Gros 1990; Black 1989).

Même si la parfaite mobilité des capitaux est réalisée aux coûts de transaction près, cela signifie seulement que tous les agents économiques de la Communauté bénéficient d'une égalité d'accès aux actifs quelle que soit la monnaie qu'ils choisissent car la parité couverte n'implique pas une égalisation des taux d'intérêt réels. La seconde composante qui peut empêcher cette égalisation est la prime de risque de change. Bien qu'aucune formulation véritablement satisfaisante des déterminants de cette prime ne semble disponible à ce jour, celle-ci dépend du degré d'aversion des agents vis à vis du risque et de l'incertitude concernant la valeur future du taux de change. Dans la mesure où cette dernière est de manière non négligeable influencée par la variabilité des taux de change, la réduction de la variabilité doit entraîner celle de la prime de risque. Plusieurs auteurs (Rogoff 1985a, Artis et Taylor 1988, Giavazzi et Giovannini 1989) ont montré que le SME a déjà réduit la variance de l'erreur de prédiction du taux de change à

terme sur des échantillons de plusieurs monnaies du mécanisme de change. On peut donc s'attendre à ce qu'une réduction supplémentaire de la variabilité diminue encore l'incertitude et donc la prime de risque. Toutefois cela n'est vrai que si la fixité des parités centrales est crédible sinon les agents peuvent continuer à demander une prime de change pour le risque de dévaluation (Svensson 1991). A cet égard l'engagement crédible envers une fixité irrévocable des parités de change est donc essentiel afin qu'une incertitude plus grande vis à vis de changements discrétionnaires de parités ne se substitue pas à une réduction des marges de fluctuation autour de ces dernières.

En tenant compte du fait que la variabilité des taux de change réels est déjà proche de celle que l'on peut observer dans les unions monétaires existantes, la dernière composante de la différence de taux d'intérêt réels semble jouer un rôle mineur par rapport aux deux précédentes.

Même si la totale libéralisation des mouvements de capitaux prévue pour la réalisation du marché unique européen doit permettre une parfaite mobilité théorique des capitaux entre les pays membres de la Communauté, celle-ci suppose que tous les investissements directs et de portefeuille à l'étranger fassent l'objet d'une couverture systématique du risque de change. Si la couverture et la diversification internationale des investissements réduisent leurs taux d'actualisation en éliminant le risque de change, elles réduisent aussi leurs rendements attendus. A l'inverse l'absence de protection peut augmenter chacun de ces deux éléments dont l'écart motive les décisions d'investissement. Il en résulte une incertitude de l'effet de ces deux éléments sur leur écart ce qui explique peut-être l'échec des résultats empiriques quant à l'effet de la variabilité des cours de change sur les investissements. Cependant la réduction du risque de change devrait diminuer

l'incertitude sur le rendement actualisé des investissements, et partant, accroître la substituabilité des actifs ne présentant pas d'autres différences que celle de la monnaie dans laquelle ils sont libellés. Ceci devrait, eu égard au critère adopté, améliorer l'intégration du marché des capitaux.

CHAPITRE II: DEFINITION ET AVANTAGES D'UNE MONNAIE UNIQUE

SECTION 1: Définition d'une monnaie unique

La définition d'une monnaie unique pourrait apparaître plus simple au premier abord qu'elle ne l'est en réalité parce que les conditions concrètes sont différentes selon que l'on se place à un niveau macro-économique de politique générale ou au niveau de l'agent économique utilisateur de cette monnaie.

§ 1.1 Centralisation de l'émission de la monnaie

Nous définirons par taux de change fixes la réalisation de deux conditions: premièrement la fixité des parités de change (encore appelées cours centraux, cours pivots ou parités officielles) et deuxièmement l'absence de marges de fluctuation autour de ces parités (définissant un cours plancher et un cours plafond). Cette seconde condition n'a pas été réalisée dans les faits depuis la conférence de Gênes de 1922. Cette hypothèse n'est toutefois pas essentielle à l'analyse et peut être remplacée par celle de marges officielles fixes sans en changer les implications fondamentales. Dans une union monétaire où la contrainte d'équilibre externe vis à vis des autres pays membres est levée, la fixation irrévocable des taux de change implique que la politique monétaire soit placée sous le contrôle d'une autorité unique. En effet en l'absence d'une telle centralisation, le système inciterait les pays liés par cet engagement irrévocable à se comporter en "free rider" (passager clandestin) aux dépens de leurs voisins en mettant en

oeuvre une augmentation excessive de l'offre de monnaie génératrice de gains de seignuriage sur le plan interne sans assumer pleinement les coûts de l'inflation associée. A l'intérieur de la zone constituée par les pays liés par cet accord, à défaut d'une telle centralisation, toute création de monnaie par une banque centrale nationale a sur l'ensemble de l'union des répercussions dont les autres Etats membres ne peuvent pas se protéger (Casella 1990, Krugman 1989). Même le pays ancre du mécanisme de change perd alors son autonomie monétaire puisque la fixation irrévocable supprime toutes les asymétries au sein du système.

Cette fixation irrévocable dans une union monétaire a donc les mêmes implications macro-économiques que l'existence d'une monnaie unique au plan interne. Elle requiert que soit centralisé le pouvoir d'émission des monnaies banques centrales, ce qui permet d'internaliser l'externalité que nous venons d'évoquer. Cela n'empêche pas que la politique monétaire décidée en commun à un niveau central soit mise en oeuvre au travers des différentes banques centrales. Celles-ci peuvent de plus rester compétentes pour des fonctions telles que la surveillance bancaire en application du principe de subsidiarité.

Nous avons supposé jusqu'ici que le terme irrévocabilité était pris stricto sensu, autrement dit que les taux de change ne pouvaient être modifiés en aucun cas grâce à un système non explicité. Il convient de prendre la portée de ce terme. L'irrévocabilité signifie, pour nous pour le moins, que les Etats membres de l'union et liés par l'accord, pris individuellement ou collectivement, ne peuvent pas de quelque manière que ce soit modifier les taux de change entre leurs monnaies. Les Etats n'ont donc plus de souveraineté en ce domaine. Or il semble peu réaliste de poser comme hypothèse que les Etats et l'Etat fédéral lui-même perdent cette souveraineté. On ne peut pas a priori leur enlever le pouvoir de (re)définir les taux de change. L'irrévocabilité

est donc une aberration en soi (Giovannini 1990, Branson 1990). Toutefois il semble possible de concevoir des garanties constitutionnelles multilatérales entre les Etats membres de la Communauté, scellées par une constitution européenne par exemple, qui puissent fonctionner comme une pseudo irrévocabilité. Par abus de langage nous pouvons identifier ce système de garanties multilatérales à des taux de change fixes irrévocables mais il faut se rappeler que cette irrévocabilité repose sur un critère auto-référentiel² et qu'elle peut donc être affirmée mais non démontrée. Le problème du free rider dans ce système auto-référentiel ne devrait pas se poser si ce passager clandestin pouvait être instantanément détecté et exclu sans coût mais dans un monde imparfait cela n'est pas le cas. C'est pourquoi cette externalité doit être résolue par la centralisation de l'autorité monétaire.

Si l'irrévocabilité est la source d'une externalité négative parce qu'elle ouvre la porte à un passager clandestin, elle est en revanche la source d'un effet positif sur les autres agents économiques. En effet si l'engagement irrévocable n'est pas considéré comme tel par les agents économiques, autrement dit s'il n'est pas totalement crédible, ceux-ci peuvent continuer à former des anticipations de modification du taux de change dont le caractère incertain donne naissance à une prime de risque. Ce manque de crédibilité peut aussi donner lieu à des attaques spéculatives contre les monnaies. La persistance d'une prime de risque peut ralentir la convergence des taux d'intérêt alors que les attaques spéculatives peuvent forcer les

2 Ce terme est utilisé pour le groupe que forment les signataires des garanties multilatérales et n'entre donc pas en contradiction avec celui d'externalité qui désigne le rapport de chacun des signataires avec les autres.

autorités à dévaluer contre leur volonté. La crédibilité ne peut s'acquérir qu'en construisant une réputation ou en souscrivant à des accords qui, s'ils ne sont pas respectés, coûtent très cher en termes politiques et/ou économiques. La théorie n'est guère prolifique sur le contenu nécessaire de tels engagements. Le cas de l'union monétaire entre la Belgique et le Luxembourg en montre bien la difficulté. Bien que cette union, dans laquelle le cours de change est de un pour un sans frais de conversion, existe depuis plus de cinquante ans, il a suffi de quelques rumeurs selon lesquelles le Luxembourg envisagerait de ne pas suivre la Belgique lors des derniers réalignements du SME pour que les marchés financiers fassent une distinction entre les deux monnaies.

Cet exemple suggère qu'au niveau européen il sera difficile de convaincre les marchés que les taux sont fixés irrévocablement aussi longtemps que des monnaies nationales distinctes continueront d'exister. La modification du cadre institutionnel par la signature d'engagements multilatéraux et la centralisation de l'autorité monétaire apparaissent comme des moyens de renforcer la crédibilité de l'irrévocabilité. Il semble cependant que l'extension de la qualité de monnaie unique aux fonctions de moyen de paiement et d'unité de compte soit encore nécessaire. Si l'instauration d'un moyen unique de paiement et d'unité de compte élimine tous les coûts de transaction, son avantage réel au regard de la crédibilité dépasse donc l'élimination de ces coûts.

§ 1.2 La monnaie comme unité de compte et moyen de paiement

Malgré la fixation irrévocable des parités plusieurs obstacles subsistent encore à la transformation des monnaies en substituts parfaits qui semble le critère adéquat de définition d'une monnaie unique.

Les coûts de transaction constituent l'obstacle le plus évident. Tant que les agents économiques, ménages et entreprises, devront convertir une monnaie européenne en une autre ils supporteront des coûts de transaction ou conversion plus précisément. Malgré l'existence de taux de change fixes les institutions pourraient continuer à facturer des commissions pour couvrir les coûts encourus du fait de la détention de billets en monnaies différentes et de la nécessité d'utiliser plusieurs systèmes comptables, ces commissions pouvant varier suivant la dimension de la transaction (Gros et Thygesen 1990). Pour les éliminer on pourrait forcer la conversion au pair et établir un système de compensation entre les entreprises (Dornbusch 1990). Il demeurerait des coûts de conversion implicites. Ces coûts proviennent d'abord du fait que l'opération de change demeure nécessaire tant que l'acceptabilité de deux monnaies en matière de transaction diffère sur leur territoire respectif. Pour les supprimer il convient que la monnaie unique européenne ait une zone d'acceptabilité égale à cette même Europe, ce qui nécessite une disposition concernant son cours légal. Cette qualité rend alors non nécessaire l'opération de change entre monnaies, en tant que moyen de paiement, et élimine par conséquent les coûts qui lui sont inhérents.

Il subsiste enfin une différence d'unité de compte tant que la rapport n'est pas égal à un. L'étape ultime de la constitution d'une monnaie unique serait donc d'établir un rapport unitaire entre les valeurs de ce que l'on pourrait appeler dès lors les symboles monétaires nationaux des pays communautaires:

$$1 \text{ FF} = 1 \text{ £} = 1 \text{ DM} = \text{etc...}$$

Les coûts impliqués par la persistance de différentes unités de compte peuvent sembler mineurs mais il faut noter qu'une acceptabilité européenne du FF, de la £, du DM etc..., sans un rapport unitaire

nécessiterait l'affichage de douze systèmes de prix différents. La transparence et l'efficacité du mécanisme de prix en seraient donc altérées. Un symbole commun pourrait même unir ces douze symboles pour des raisons plus subjectives qu'économiques. Le choix en ce domaine se porte naturellement vers l'écu. La monnaie unique européenne, ayant les caractéristiques développées dans ce chapitre se présenterait alors ainsi:

$$1 \text{ écu} = 1 \text{ FF} = 1 \text{ £} = 1 \text{ DM} = \text{etc...}$$

SECTION 2: Evaluation des coûts de transaction

Nous avons mentionné les coûts directs que les ménages et les entreprises paient sous la forme de marges de change et de commissions mais il existe aussi des coûts internes aux entreprises résultant, par exemple, de la nécessité d'affecter du personnel et du matériel à la gestion des devises. Une étude de la Direction générale des affaires économiques et financières (Marché unique, monnaie unique 1990) donne une évaluation de ces coûts.

§ 2.1 Coûts directs

La moyenne pondérée du coût de conversion d'un billet de banque dans la Communauté est évaluée à 2.5% (entre 1.3 et 2 milliards d'écus). Le coût supporté pour les chèques de voyage est estimé à 150 millions d'écus, celui pour les eurochèques entre 2 et 3% (100 à 150 millions d'écus) et celui pour les cartes de crédit entre 1.5 et 2.5% (150 à 250 millions d'écus). Pour les entreprises non bancaires la conversion d'une monnaie nationale en une autre monnaie communautaire coûte en moyenne 0.15 à 0.20% du montant converti, ce qui représente entre 6.2 et 10.4

milliards d'écus, en tenant compte à la fois des opérations relevant de la balance des opérations courantes et de la balance des capitaux. La somme de ces éléments aboutit à des coûts qui se situent entre 8 et 13 milliards d'écus pour 1990 ce qui correspond à une fourchette de 0.17 à 0.27% du PIB communautaire. Cette estimation révèle donc des coûts non négligeables bien qu'en dessous du 1% estimé dans une autre étude (Cukierman 1990).

Il faut noter que les économies potentielles, qui prennent en compte le remplacement du dollar en tant que monnaie véhiculaire pour les échanges intra-communautaires, sont d'autant plus importantes que l'utilisation de la monnaie nationale comme moyen de paiement international est limitée, que les échanges de biens, de services et d'avoirs avec les autres Etats membres sont intenses et que l'efficacité technique et l'efficacité en matière de prix des services de change sont faibles à l'intérieur du pays. Le développement des services financiers nationaux et leur concurrence devraient déjà permettre une réduction de ces coûts directs de transaction notamment dans les pays tels que la Grèce, le Portugal et l'Espagne. Les petites économies ouvertes à monnaies "mineures" telles que le Luxembourg, la Belgique, le Danemark et l'Irlande devraient aussi retirer un avantage substantiel.

Les coûts évalués précédemment ne prennent en compte qu'une partie des coûts de transaction, en effet les particuliers et les entreprises qui effectuent des transferts bancaires transfrontaliers assument non seulement des coûts liés à la marge de change mais également des commissions et des délais de paiement nettement supérieurs à ceux d'un transfert bancaire sur le territoire national (B.E.U.C 1988a). Ces montants font contraste avec les frais mineurs aux Etats-Unis où le marché des services financiers reste pourtant segmenté en raison des dispositions de la loi McFadden. Aux Etats-Unis le

traitement d'un chèque prend, d'une côte à l'autre du pays, deux jours ouvrables et une commission comprise entre 20 et 50 cents alors qu'au sein de la Communauté un tel transfert demande en moyenne 5 jours ouvrables et des commissions bien supérieures. Ces frais relativement élevés (dont est exclue la marge de change) et les délais prolongés dont souffrent les paiements transfrontaliers dans la Communauté sont principalement dus aux diverses barrières techniques appelées à disparaître dans le cadre du marché unique. Ils pourraient être abaissés par des mesures permettant la transmission électronique et non physique relative à certains paiements, par la suppression des contraintes techniques concernant ces mêmes réseaux électroniques et le développement de normes communes (H.M. Treasury 1989).

Il a été affirmé (Dornbusch 1990a) que pour le secteur des entreprises, les coûts de conversion pourraient être éliminés, même s'il existe des monnaies nationales distinctes, par un système de compensation au pair dans lequel les établissements financiers seraient tenus de convertir les soldes en monnaies communautaires au pair, c'est à dire par définition sans marge de change ni commission. Ce système n'élimine cependant pas l'opération de change en elle-même si l'acceptabilité des monnaies en matière de transaction diffère sur leur territoire respectif. Même en étendant ce système aux ménages, entreprises et ménages, subiraient un coût implicite dû à la nécessité d'effectuer l'opération de change. De plus cette compensation au pair n'élimine qu'une partie des coûts internes des entreprises induits par l'opération de change.

§ 2.2 Coûts internes aux entreprises

Une monnaie unique permettrait de réduire les coûts en personnel et en matériel employés à la gestion de la trésorerie et à la

comptabilité en vue de gérer l'exposition au risque de change et la multitude des transactions au comptant, à terme, de swap et d'option. L'ampleur des économies est cependant limitée par la subsistance des activités avec les pays non communautaires. On voit ici qu'une compensation au pair n'aurait pas le même potentiel.

La pluralité des monnaies fait aussi que les liquidités des sociétés sont moins rémunérées ou, à l'inverse, entraîne des intérêts plus élevés sur des positions de débit par rapport à une monnaie unique. Cette situation s'explique d'une part, par la dispersion des soldes sur le nombre considérable de comptes en monnaies diverses et, d'autre part, par le fait que les banques n'offrent des services de "cash pooling" que pour des comptes libellés en une seule monnaie. La gestion de la trésorerie et sa performance seraient donc plus efficaces avec une seule monnaie puisque les positions longues et courtes pourraient être résumées en une seule monnaie (le nombre de comptes vostri et nostri serait lui aussi réduit). Là encore l'effet d'une compensation au pair serait limité.

Cette multiplicité des monnaies peut occasionner aux entreprises des coûts d'opportunité liés à la recherche de couvertures naturelles. Plutôt que de le gérer, de nombreuses entreprises tentent d'éviter autant que possible le problème de change en faisant correspondre les recettes et les paiements par monnaie ou en poursuivant une politique délibérée de diversification du risque de change. La société subit un coût implicite dans la mesure où cette stratégie débouche soit sur un abandon de certains marchés, soit sur des conditions moins favorables à l'achat de facteurs de production, soit sur une diminution des marges bénéficiaires.

Outre les trois avantages précités, la monnaie unique devrait permettre d'améliorer le contrôle, l'évaluation et le financement des filiales étrangères à partir de la direction centrale de la société.

Même si une évaluation quantitative de ces coûts internes est difficile, leur élimination par une monnaie unique ne peut être négligée.

L'ensemble des coûts de transaction regroupe donc un éventail large de coûts directs et indirects induits par la pluralité des monnaies communautaires. Leur unicité devrait non seulement faire disparaître ces coûts mais aussi la fragmentation des marchés qu'implique la multiplicité d'unités de compte et par conséquent accroître la transparence des prix et l'efficacité allocative du système de prix. Certaines recherches (Akerlof et Yelen 1989, de Joncquières 1990) suggèrent que même des coûts de transaction et/ou d'information limités peuvent avoir des effets économiques importants. C'est pourquoi même si une évaluation quantitative rigoureuse n'est possible que pour la partie la plus visible des coûts de transaction, on peut attendre de leur élimination en globalité un impact positif non négligeable.

SECTION 3: Certains effets de la monnaie unique pour la Communauté vis à vis de l'extérieur

Nous n'allons présenter ici que deux des répercussions que devrait avoir l'instauration d'une monnaie unique européenne vis à vis de l'extérieur. Elles portent sur les fonctions classiques d'une monnaie internationale en tant qu'unité de compte et moyen de paiement d'une part, et en tant que réserve de valeur d'autre part. Cette distinction ici n'a pour but que de clarifier l'exposition.

§ 3.1 Monnaie véhiculaire pour les opérations commerciales

Une partie des facturations des échanges avec l'extérieur de la CEE effectuées en monnaies non communautaires pourrait passer en écus.

Toutefois pour certaines marchandises (notamment des matières premières telles que le pétrole) seul le passage d'un étalon (le dollar) à un autre peut être envisagé, l'inertie dans ce domaine assoit durablement la position dominante du dollar. Sur le marché des changes, où nous avons déjà pris en compte le remplacement du dollar par la monnaie unique au niveau intra-communautaire, il demeure aussi que dans le système monétaire international futur, qu'il soit tri ou quadri-polaire (avec une entité de l'Est), une monnaie véhiculaire puisse subsister (Krugman 1990). L'hystérèse dans ce domaine donne aussi un avantage de taille au dollar.

§ 3.2 Seignuriage externe

Ce seignuriage recouvre les revenus implicites reçus par les autorités nationales du fait de la détention par l'étranger d'avoirs en monnaie nationale qui ne portent pas d'intérêt ou des intérêts inférieurs au taux du marché. Ces avoirs sont constitués des réserves officielles des banques centrales étrangères, des réserves obligatoires des banques commerciales sur les dépôts des non résidents et des billets détenus par ces derniers. L'analyse doit cependant être menée en termes de gains nets puisque des avoirs similaires en monnaies étrangères sont détenus par le secteur officiel et non officiel national.

Le gain net de seignuriage externe issu de la création d'une monnaie européenne peut donc être exprimé de la manière suivante:

Gains nets = Seignuriage issu des

- { (avoirs en monnaie unique détenus par l'étranger
- avoirs en diverses monnaies européennes détenus par l'étranger avant instauration de la monnaie unique)
- (avoirs en diverses monnaies non européennes détenus par

l'Europe après instauration de la monnaie unique
-avoirs en diverses monnaies non européennes détenus
par l'Europe avant instauration de la monnaie unique))

où ces avoirs ont les caractéristiques ci-dessus mentionnées. On voit donc que, si le montant des avoirs en diverses monnaies non européennes détenus par l'Europe peut baisser lors du passage à une monnaie unique, un gain net est possible. Or de tels avoirs sont effectivement détenus pour stabiliser les taux de change intra-communautaires actuels. Le gain net devrait cependant être étalé dans le temps pour éviter une appréciation à court terme du futur écu qui pourrait être néfaste. De plus dans un futur système tripolaire il est possible qu'une redistribution de la répartition des avoirs actuellement détenus par les banques centrales se fasse au profit de l'Europe engendrant par conséquent une redistribution des seigneuriages internationaux. Le gain net pourrait s'avérer faible dans la mesure où le seigneuriage international est déjà limité, ce qui peut être étayé par les éléments suivants:

-les réserves officielles des banques centrales sont essentiellement détenues sous la forme d'actifs porteurs de taux d'intérêt. Leur possession ne donne donc lieu qu'à de faibles recettes de seigneuriage. Même si au niveau théorique il est vrai que les banques centrales étrangères abaissent le taux d'intérêt sur la dette publique en réduisant l'offre de titre au public, un tel effet au niveau empirique reste mineur.

-Beaucoup de dépôts des non résidents ne sont pas soumis à des réserves obligatoires (voir les New-York international banking facilities).

-Les avoirs en billets de banque détenus hors du territoire sont dus lorsqu'ils sont significatifs à des situations économiques

extrêmes.

Les autres principaux avantages liés à une monnaie unique qui sont l'avantage pour l'Europe de parler d'une même voix au niveau des négociations économiques et monétaires internationales et en conséquence les gains (ou pertes) d'une éventuelle coopération dans un système plus polarisé ne seront pas abordés ici.

CHAPITRE III : INSTAURATION DE LA MONNAIE UNIQUE :

REFORME MONETAIRE OU MONNAIES CONCURRENTES

L'adoption d'une monnaie unique est envisageable à travers trois processus. Le premier, que l'on peut qualifier d'approche institutionnelle, consiste à renforcer la coopération monétaire pour coordonner et harmoniser les politiques avec dans une ultime étape la mise en place d'une réforme monétaire. Le deuxième vise à mettre les monnaies existantes en concurrence afin de laisser aux agents économiques la possibilité de choisir la meilleure d'entre elles avec comme variante l'introduction d'une monnaie supplémentaire qui aurait a priori des caractéristiques lui conférant la qualité de meilleure monnaie. La troisième voie, qualifiée d'approche de la monnaie parallèle, participe des deux premières. La pluralité des processus serait peu importante si tous permettaient d'entrevoir avec certitude l'émergence effective d'une monnaie unique et si les transitions s'avéraient relativement équivalentes en termes de coûts et de simplicité. C'est pourquoi il est utile de revenir sur les principales caractéristiques des différentes approches afin de distinguer celle qui semble la plus adéquate.

SECTION 1: L'approche institutionnelle

Cette approche consiste in fine à utiliser l'instrument de la réforme monétaire pour obtenir l'unicité de compte qui caractérise, entre autre, la monnaie unique. La nécessité de trouver un dénominateur commun relativement neutre oriente le choix vers l'écu qui existe déjà, bien qu'en théorie n'importe laquelle des monnaies pourrait être utilisée. Pour voir comment la réforme monétaire peut être menée en pratique on peut considérer les cours nominaux bilatéraux entre l'écu et les monnaies européennes qui prévalaient au 31 janvier 1990:

franc belge et luxembourgeois	42.67
couronne danoise	7.89
mark allemand	2.04
florin néerlandais	2.30
franc français	6.93
drachme grecque	190.90
livre irlandaise	0.77
lire italienne	1818.00
escudo portugais	179.10
peseta espagnole	131.80
livre anglaise	0.72

La réforme impliquerait donc une déclaration conjointe des douze gouvernements qu'un nouveau franc belge vaut 42.67 anciens francs, un nouveau mark vaut 2.04 anciens marks etc.... Cette réforme utiliserait bien sûr les cours en vigueur le jour où elle prendrait place. Chaque nouveau franc belge, nouveau mark etc... serait égal à un écu et ne serait donc qu'un symbole différent pour désigner l'écu. Les anciens billets et pièces seraient retirés de la circulation en échange des

nouveaux libellés en écus. Ils pourraient cependant garder les symboles originaux sur l'autre face. La valeur de ces nouveaux billets et de ces nouvelles pièces serait équivalente à celle de ceux qui seraient retirés de la circulation, évitant ainsi toute perte ou tout gain de leurs détenteurs par suite de la redéfinition des unités. Outre la neutralité que constitue le choix de l'écu pour cette redéfinition, ce choix permet de conserver la même valeur aux actifs libellés en écus avant la réforme monétaire. Cette dernière fait aussi perdre de facto à l'écu sa nature de monnaie panier.

Il ne fait aucun doute que cette réforme entraînera un recours accru à l'utilisation des "calculatrices de poche" dans la mesure où il faudra recalculer tous les prix, ainsi que la totalité des actifs et passifs dont la valeur réelle ne sera cependant nullement affectée. Les entreprises et les banques devront donc assumer certains frais pour convertir les prix, les bilans et les salaires. L'ensemble du public devra aussi s'adapter à ce changement comme les Français ont dû le faire pour le nouveau franc et les Britanniques pour la décimalisation de leur monnaie. Enfin le retrait des anciens billets et pièces contre les nouveaux, bien qu'il apparaisse d'un coût marginal, ne pourra se faire instantanément. C'est pourquoi pendant cette période, la plus brève possible, les vendeurs devront afficher à la fois l'ancien et le nouveau prix. Cette perte, imputée une fois pour toutes, apparaît cependant bien inférieure aux avantages d'une monnaie unique développés au chapitre précédent.

Cette réforme en même temps qu'elle redéfinira l'unité de compte devra donner à l'écu une acceptabilité sur le territoire européen en lui donnant cours légal. Sa date d'entrée en vigueur et ses modalités devront être connues des agents économiques suffisamment longtemps à l'avance afin qu'ils puissent s'y préparer et qu'elle dure le moins

longtemps possible. Sa mise en oeuvre suppose toutefois que le système devant gérer cette nouvelle monnaie soit lui aussi en place. Elle devra donc intervenir après que la coopération entre banques centrales européennes au sein du Système européen de banques centrales (SEBC) aura permis une harmonisation suffisante des politiques monétaires pour que celles-ci soient relayées par une politique commune et unique. Cette dernière devra être décidée au niveau de la Banque centrale européenne (appelée Eurofed dans le rapport Delors) mais pourra être exécutée au travers des banques centrales existantes qui joueront ce seul rôle d'agents exécutifs.

SECTION 2: L'approche des monnaies concurrentielles

Cette approche est celle prônée par les Britanniques (H.M Treasury 1989). Elle fut renouvelée l'année suivante avec l'introduction d'une seule monnaie supplémentaire: l'écu lourd ou dur (H.M Treasury 1990, B.I.E.C 1990).

§ 2.1 Principes de l'approche

Cette approche est fondée sur le fait que l'offre monopolistique de monnaie n'est pas la structure de marché la plus adéquate pour fournir la meilleure monnaie possible. Appliquée à la Communauté il faudrait donc non pas préparer une Banque centrale européenne mais organiser un marché commun des monnaies européennes existantes dans lequel celles-ci rentreraient en concurrence pour offrir une meilleure monnaie. Cette concurrence nécessite la dénationalisation des monnaies (Hayek 1978) en éliminant tous les obstacles à la libre circulation et utilisation des monnaies. Les dispositions prises à cette

fin devraient donc aller jusqu'à donner cours légal aux douze monnaies européennes dans chacun des douze pays, ce que manque de noter le projet du Trésor britannique. L'utilisation d'une monnaie étant étroitement liée à son utilisation comme unité de compte, il faudrait aussi un affichage des prix dans les douze monnaies simultanément. De telles conditions étant remplies les agents économiques pourraient alors choisir librement la monnaie qui offre la meilleure réserve de valeur et les meilleurs services de transaction ce qui exercerait une pression sur chacune des banques centrales pour la lui offrir.

Ces éléments devraient rendre les monnaies hautement substituables. Selon la théorie de la substituabilité des monnaies (voir notamment Girton et Roper 1980) la pression compétitive entre les banques centrales les forcera à émettre une monnaie ayant un taux de rendement réel égal au taux d'intérêt du marché. Ce rendement payé sous la forme d'intérêts explicites sur les réserves et sur la monnaie en circulation ou sous la forme d'une déflation annihilera tout seigneurage et conduira donc à un profit nul pour les banques centrales. La compétition amenant l'égalisation des rendements entre les différentes monnaies, les auteurs affirment que cela forcera leurs taux de change à être constants. Cette théorie rencontre cependant l'objectif de monnaie unique par la reconnaissance de possibilités d'économies d'échelle dans la production et/ou l'utilisation de la monnaie (Girton et Roper 1980, Klein 1974, Vaubel 1977). Ces économies d'échelle nous ramèneraient alors à la case départ avec la différence qu'elle serait la résultante de la nature de la production de monnaie et/ou de l'utilisation de la monnaie.

§ 2.2 Les inconvénients

Avant tout il faut remarquer que la concurrence des monnaies

implique celle des banques centrales, la démarche pour arriver à une seule monnaie, si le marché en décide ainsi, est donc totalement opposée à celle de la coopération. Or celle-ci à travers le SME a déjà, bon an mal an, été amorcée entre certains pays. De ce point de vue cette approche nécessiterait un retour en arrière par rapport au processus engagé ou du moins un changement de cap radical.

De plus le mécanisme par lequel on doit arriver à des taux de change constants est intrinsèquement très instable (Girton et Roper 1980, Goodhart 1989, Woodford 1990). Cette instabilité marquée par une très grande volatilité des taux de change due à la substituabilité des monnaies est d'ailleurs l'élément qui doit contraindre les banques centrales, ne voulant pas offrir une monnaie dont la valeur de change serait instable, à changer de politique monétaire et donc à fournir une monnaie rémunérée. Cette rémunération est la caractéristique d'une meilleure monnaie issue de l'offre compétitive. Toutefois cette même instabilité peut engendrer le résultat contraire. Un choc mineur sur une ou plusieurs des monnaies en concurrence entraînerait l'élimination de ces monnaies. De même un avantage initial, dû à une réputation acquise, peut être détenu par certaines monnaies qui seraient alors adoptées au détriment des autres. Le retour à la case départ peut encore être la conséquence de la concurrence acharnée: en encourageant des pertes une des banques centrales pourrait offrir un rendement temporaire plus élevé sur sa monnaie. Celle-ci serait adoptée par tous et son offre à nouveau monopolistique. L'instabilité systémique monétaire et financière est largement sous-estimée dans les thèses de dénationalisation de la monnaie (de Boissieu 1990). Le retour à la case départ peut encore être l'issue d'un processus de collusion entre les banques centrales.

D'un autre côté, les coûts de l'instauration de la concurrence sont élevés puisqu'elle requiert que toutes les monnaies aient cours légal dans tous les pays et qu'il y ait autant de systèmes de prix

affichés. Du point de vue l'utilisateur la monnaie diminue les coûts de transaction et d'information associés aux échanges. Dans son rôle d'unité de compte, de moyen d'échange et de réserve de valeur elle fait preuve d'une productivité incomparable. Elle réduit l'incertitude et les coûts inhérents à l'activité économique en diminuant les ressources qu'il faudrait autrement investir pour obtenir, utiliser et stocker l'information, et pour effectuer les transactions nécessaires au processus de production et d'échange (Brunner et Meltzer 1971, Fourçans 1990).

Plusieurs monnaies ne peuvent donc être qu'inférieures en matière de diminution des coûts évoqués et de diminution de l'incertitude puisqu'elles augmentent cette dernière dans les plans de consommation, d'épargne et d'investissement. On peut aussi penser que l'incertitude de court terme quant aux évolutions monétaires conduirait à plus de surprises dans ce système du "free banking" (Brunner 1974). Autrement dit qualitativement les arguments en faveur d'une monnaie unique sont les mêmes que ceux en faveur d'une économie monétaire plutôt que d'une économie de troc, même si, quantitativement, les gains à espérer du passage d'une économie multi-monétaire à un espace uni-monétaire sont moins grands que ceux provenant du passage d'une économie de troc à une économie monétaire. Ces arguments signifient que les utilisateurs de monnaies tendront à choisir une monnaie parmi celles qui leur sont offertes pour autant qu'elles seront distinctes et ils pousseront donc à l'offre d'une seule monnaie.

L'interaction entre producteurs et utilisateurs de monnaies tend donc vers un retour à l'élément combattu par la théorie de la concurrence monétaire elle-même, c'est à dire l'offre monopolistique, ce qui en diminue considérablement l'intérêt. Le processus par lequel ce résultat est obtenu est en revanche bien différent de la coopération ab

initio puisqu'il est hautement instable et semble donc loin d'apparaître comme le sentier optimal (Fry 1990).

§ 2.3 Le projet d'écu lourd

Ce projet a été avancé par John Major, à l'époque Chancelier de l'Echiquier, dans un discours prononcé le 20 juin 1990 devant les représentants de l'industrie allemande. Il se retrouve sous sa forme détaillée dans les documents du Trésor britannique (H.M. Treasury 1990) et du British Invisible Exports Council (B.I.E.C. 1990) et fut présenté au sommet européen de Rome les 27 et 28 octobre 1990. Ce plan reprend l'approche des monnaies concurrentes en proposant l'introduction d'une nouvelle monnaie qui aurait des caractéristiques telles qu'elle devrait avoir la préférence du public. Ce projet devrait donc avantager l'apparition d'une monnaie unique, en conformité avec les objectifs de la Communauté, mais toujours dans la mesure où cela correspondrait aux desiderata du public.

Cette nouvelle monnaie, l'écu lourd, serait émise par un Fonds monétaire européen et aurait pour principale caractéristique de ne pas se dévaloriser par rapport aux autres monnaies européennes. Pour comprendre comment serait calculée la valeur de l'écu lourd nous allons prendre un exemple théorique (tiré de Fry 1990):

Supposons un cas avec trois monnaies seulement: la livre sterling (£), le deutsch mark (DM) et le franc français (FF) qui sont au moment 't' reliés par les cours de change suivants: $1 \text{ £} = 3 \text{ DM} = 9 \text{ FF}$ qui est aussi égale à la valeur d'un écu. Nous supposons qu'un individu possède un dépôt de 100 écus dans une banque. Celle-ci doit donc donner à l'individu en échange de son dépôt 100 écus, 100 £, 300 DM ou 900 FF.

Maintenant au temps 't+1' nous supposons que les taux de change entre les trois monnaies sont: $1 \text{ £} = 2.5 \text{ DM} = 7 \text{ FF}$. Le DM et le FF se sont donc appréciés par rapport à la livre de 20 et 28% respectivement.

C'est donc le franc qui s'est apprécié le plus, de 7% par rapport au DM. L'écu lourd ne pouvant se dévaloriser par rapport à aucune des trois monnaies, son cours est donc égal au cours de la monnaie qui s'est le plus appréciée. On a donc un écu toujours égal à 9 FF qui eux valent maintenant 3.214 DM et 1.285 £. Si l'individu retire son dépôt la banque doit lui donner 100 écus, 900 FF, 321.4 DM ou 128.5 £. Nous supposons que l'individu effectue ce retrait et redépose immédiatement son argent sous la forme de 100 écus. Au temps 't+2' les taux de change entre les trois monnaies sont passés à: $1 \text{ £} = 2 \text{ DM} = 7 \text{ FF}$. Cette fois ci seul le DM s'est apprécié, de 25 % vis à vis de la £ et du FF. La valeur d'un écu doit donc être égale à son cours antérieur vis à vis du DM, soit 3.214 DM qui eux valent maintenant 1.607 £ et 11.249 FF. La banque doit donc donner pour le retrait de 100 écus: 321.4 DM, 160.7 £ ou 1124.9 FF.

Plusieurs conséquences doivent être tirées de cet exemple. Tout d'abord il faut voir que par construction l'écu lourd est le mécanisme parfaitement défini correspondant à la boîte noire de la prévision parfaite pour un individu qui ne disposerait que de la £, du DM et du FF. En effet un tel individu disposant de 1 £ ou 3 DM ou 9 FF au temps 't' ne pourrait obtenir $321.4 \text{ DM} = 160.7 \text{ £} = 1124.9 \text{ FF}$ au temps 't+2' qu'en gardant au temps 't' les 900 FF, lesquels s'étant appréciés le plus au temps 't+1' il échangerait contre 321.4 DM, qui à leur tour s'apprécieront le plus au temps 't+2'.

Ce processus correspond bien à la prévision parfaite. Toutefois cet écu lourd ou parfait soulève plusieurs problèmes. En effet sa convertibilité de la part du fonds émetteur ne pourra être assurée sans que celui-ci ait aussi une prévision parfaite des taux de change ou des

subsidés nécessaires des banques centrales européennes. Si ce n'était pas le cas le fonds serait très vite insolvable. De même de larges pertes sont à attendre pour l'offre privée de dépôts en écus lourds. En fait puisqu'il y a une multitude de taux de change par jour (et même si les fluctuations des monnaies à l'intérieur du mécanisme de change du SME sont limitées à 4.5%) la valeur d'un écu lourd recalculée de manière fréquente s'accroît régulièrement en termes de chacune des autres monnaies. Le problème de solvabilité se poserait donc très rapidement.

De plus si, dans notre exemple, l'individu ne retire pas (et donc ne redépose pas) ses 100 écus au temps 't+1', la valeur des 100 écus au temps 't+2' est-elle de 321.4 DM, en tenant compte du changement en 't+1', ou de 300 DM en ne tenant pas compte de ce changement ? Elle ne peut en tout cas être les deux à la fois. Etablir une règle cohérente en ce domaine apparaît difficile. On pourrait décider d'un calendrier journalier de recalcul de la valeur de l'écu lourd mais sa mise en place semble très complexe. Cela ne réglerait d'ailleurs pas le problème d'insolvabilité. Comme les concepteurs du projet le reconnaissent eux-mêmes (B.I.E.C. 1990) l'écu lourd ne peut donc pas être cette boîte noire de la prévision parfaite tout le temps vis à vis des fluctuations du cours de change.

La seule solution à ce problème pour l'instant n'est que de garantir, par le même mécanisme, la supériorité de l'écu lourd seulement par rapport aux parités centrales bilatérales des monnaies du mécanisme de change. Il faut alors absolument noter que l'avantage de l'écu lourd n'apparaît qu'en cas de plus d'une réévaluation impliquant en plus différentes monnaies. Or cela entre en profonde contradiction avec la voie engagée par les pays membres de la Communauté. Instaurer un tel écu signifierait donc que les gouvernements n'ont pas la ferme intention de maintenir ces parités. D'autre part cela ne règle pas le problème d'insolvabilité pour le fonds émetteur de ces écus lourds convertibles.

L'apport de capital supplémentaire par toutes les banques centrales européennes ou seulement par celles qui dévaluent semble être une solution envisageable mais quelle serait la motivation de ces banques à une telle opération puisque l'écu lourd vise à concurrencer leur monnaie? On retrouve de plus les inconvénients supplémentaires de la concurrence monétaire évoqués à la section précédente.

SECTION 3: L'approche de la monnaie parallèle

Cette approche de la monnaie unique dite parallèle a deux volets distincts mais reliés. Les principaux auteurs de cette approche (Ciampi 1989 et Bini-Smaghi 1989) proposent la création d'une monnaie parallèle et d'une autorité monétaire qui coexisteraient avec les banques centrales et les monnaies nationales dans une première phase pour s'y substituer dans une seconde.

Dans la première phase l'autorité monétaire européenne disposerait d'un nouvel instrument de politique monétaire plutôt que d'une nouvelle monnaie. Cet instrument serait constitué par l'imposition de réserves obligatoires uniformes ou différenciées sur le passif ou l'actif des banques centrales nationales. Cette obligation ne pourrait être remplie qu'en détenant des réserves auprès de ce que nous pouvons appeler la Banque centrale européenne. L'offre de réserves serait entièrement contrôlée par cette dernière via l'attribution d'un actif de réserves à chaque banque centrale en fonction de la demande de réserves qui apparaîtrait. Ces réserves obligatoires prendraient la forme de dépôts en écus auprès de la Banque centrale européenne, remplaçant la méthode de création des écus actuels par les relations entre les banques centrales et le FECOM.

L'imposition de telles réserves obligatoires relève donc de la volonté d'imposer un contrôle sur les créations monétaires nationales.

Des considérations tant de coûts que de disponibilité fourniraient aux banques centrales une incitation à ne pas s'écarter des objectifs de croissance déclarés. Ce système serait à l'origine d'un mécanisme de contrôle monétaire analogue à celui au travers duquel les banques centrales, qui utilisent des réserves obligatoires, influencent la création de monnaie par l'intermédiaire de leur système bancaire national. Il introduirait une certaine hiérarchie dans le rapport entre la Banque centrale européenne et ses composantes: les banques centrales nationales, tout en laissant une relative liberté à chacune d'elle pour définir ses instruments d'intervention intérieure.

Ce lien repose cependant sur le fait que face à une augmentation des réserves en écus les banques centrales nationales devraient augmenter les réserves obligatoires en monnaies nationales, il est aussi complexifié par les différences entre les multiplicateurs suivant les pays. La stabilité des multiplicateurs est de plus affaiblie par les innovations et la libéralisation financières, de même que par l'intégration croissante des marchés financiers. Ce système de réserves pyramidales qui introduit un chaînon supplémentaire dans le mécanisme du multiplicateur monétaire apparaît donc encore moins fiable que le système actuel (Bordes 1990).

Un autre problème qui nous semble aussi primordial est qu'un tel projet refléterait une certaine discorde, si ce n'est une inconsistance, dans la volonté d'atteindre l'objectif poursuivi. Cet objectif est ici la coordination des politiques monétaires par un mécanisme de contrôle, cela suppose donc que cette coordination ne peut être entièrement obtenue par une volonté commune. En effet si la coordination pouvait être obtenue par un accord mutuel il serait inutile d'imposer un tel contrôle puisque tout se passerait comme si il existait. Son utilité apparaît seulement si au départ on pense que

l'engagement d'un des partenaires est sujet à caution. D'autre part, il faut se demander quelle est la règle de vote pour la mise en place d'un tel contrôle. Si la règle est l'unanimité alors la contrainte ne sera pas votée s'il existe au moins un des partenaires qui prévoit une éventuelle sortie de la coopération. Si la règle est en revanche l'unanimité moins 'n' voix elle contraindra 'n' non coopérateurs potentiels. Si l'objectif est la coordination à douze, le mécanisme de contrôle n'est donc utile que s'il peut être voté autrement que par l'unanimité. De plus ce mécanisme de contrôle n'est même pas celui évoqué plus haut puisque nous savons qu'il est peu efficace en matière monétaire mais il devrait plutôt être un coût de sortie du système explicite et effectivement imputable.

Une variante de ce système a été proposée (Gros 1990, Gros et Thygesen 1990). Elle veut remédier au manque d'emprise solide du mécanisme de réserves pyramidales mais aussi au fait que si les réserves s'appliquent à la seule composante crédit intérieur de la base monétaire le système n'est pas capable de déterminer l'expansion de la masse monétaire globale sans avoir recours à des interventions vis à vis des monnaies tierces et si à l'inverse ces réserves s'appliquent à la totalité de la base il devient difficile de s'adapter à des modifications dans la demande de monnaie à l'intérieur du système sans véritable marché des réserves entre les banques centrales nationales. C'est pourquoi cette variante propose que les réserves s'appliquent directement aux banques de second rang de chaque pays créant ainsi un système de réserves parallèles plutôt que pyramidales. Le seul actif susceptible d'être utilisé pour satisfaire à ces réserves serait constitué par des fonds fédéraux libellés en écus dont l'offre serait contrôlée par la Banque centrale européenne. La répartition du total entre pays serait laissée à l'initiative du marché des fonds fédéraux

entre les banques de second rang. Cette approche impliquerait une intervention directe de la banque européenne sur ce marché reflétant les conditions de liquidité à l'échelle du système, la tâche de la banque européenne consistant à se préoccuper des conditions globales et non des conditions spécifiques des marchés nationaux. La banque européenne interviendrait donc pour réguler le montant de ces fonds ou se fixer un objectif de taux.

Le problème de cette variante est le devenir des politiques monétaires nationales dans un tel système. En effet le principe d'action de ces politiques est de contrôler la liquidité de leur système national respectif. Leur agrégation amène donc déjà un contrôle de la liquidité globale du système. Quel serait alors le rapport entre les actions des autorités nationales et celles de l'autorité européenne dans ce double système de contrôle ? A l'évidence il doit être explicité ce qui n'est pas fait dans cette variante. La coexistence des deux systèmes semble difficile à conceptualiser et le système de contrôle avancé dans cette variante apparaît plutôt comme le futur système européen devant absorber les politiques monétaires harmonisées dans la phase finale de la coopération plutôt que comme un système parallèle.

Le deuxième volet de cette approche est le développement de l'utilisation de l'écu en tant que monnaie parallèle. Alors que le deuxième projet britannique tente de définir un écu optimal et propose de le mettre en concurrence dans chaque pays avec la monnaie nationale, l'approche ici est la même, au niveau de la monnaie pour le moins, mais concerne l'écu actuel. Le terme parallèle désigne donc une réalité peu différente. on peut en rappeler brièvement certains inconvénients. Elle requiert que l'écu ait cours légal et qu'il y ait un système de prix correspondant. La concurrence de fait entre l'écu et les monnaies nationales est une source d'instabilité potentielle (Bourguinat 1989).

CHAPITRE IV : L'INSTRUMENT DU TAUX DE CHANGE

L'adoption d'une monnaie unique dont nous avons présenté les principaux avantages apparaît donc nécessaire pour la réalisation d'une Union économique et monétaire complète. Cette monnaie unique implique bien sûr l'abandon de l'instrument du taux de change de manière plus irrévocable qu'un système de fixité des taux de change conclu par un accord entre Etats souverains. Toutefois la convergence et l'harmonisation des politiques nécessaires pour la gestion d'une monnaie unique au travers d'une politique monétaire commune centralisée demande un certain délai de même que l'élaboration du cadre institutionnel de son fonctionnement.

Au cours de ce processus il se pose la question de savoir si des réajustements de parités peuvent encore avoir lieu même de manière exceptionnelle (Rapport Delors 1989). Nous allons donc voir quelle est la nature des chocs économiques susceptibles de justifier l'utilisation de l'instrument du taux de change et si les pays de la Communauté ont une structure telle qu'ils y sont plus ou moins exposés. Ensuite nous évaluerons dans quelle mesure les conditions requises pour rendre efficace cet instrument sont réalisées. Nous analyserons enfin l'impact du taux de change sur les politiques anti-inflationnistes.

SECTION 1: Chocs économiques et modifications du taux de change

Nous nous placerons ici dans le cas le plus fréquent d'une dévaluation du taux de change.

En cas de chocs communs ayant des effets symétriques la réaction de chaque pays aux effets récessionnistes est elle-même symétrique. L'utilisation de la dévaluation étant par essence une réponse asymétrique elle ne peut donc pas être une réponse adéquate. Les pays membres de la Communauté peuvent accroître simultanément leur masse monétaire et/ou leur déficit budgétaire sans exercer de pression sur les taux de change et les balances des paiements intra-communautaires. La fixité du taux de change n'apparaît donc pas comme une contrainte active.

La deuxième catégorie de chocs est celle qui a des effets asymétriques ou différenciés sur les pays, que le choc soit spécifique (un seul pays est touché) ou commun (tous les pays sont touchés). La nature asymétrique des chocs dépend essentiellement des différences de structure de production et de comportement des agents économiques. Les différences de structure de production sont reflétées principalement dans la nature de la spécialisation des pays. Cette spécialisation peut être menée suivant deux axes: un axe où elle est inter-sectorielle et un axe où elle est intra-sectorielle. Toutes choses égales par ailleurs, plus la spécialisation sera intra-sectorielle moins des chocs touchant un ou plusieurs secteurs auront des effets différenciés sur les pays.

Les éléments disponibles tendent à indiquer que pour la majorité des pays membres de la Communauté les chocs les plus forts interviennent dans certains secteurs (Stockman 1988). Or dans la Communauté l'intégration des marchés des produits est généralement de type intra-sectoriel, en particulier dans l'industrie manufacturière (Greenaway et Milner 1986). La réalisation progressive d'un marché

unique devrait encore accroître cet axe de spécialisation. Comme le montre une étude récente (Commission des Communautés européennes 1990), à l'exception de la Grèce et du Portugal, la part du commerce intra-sectoriel dans le commerce intérieur de la Communauté se situe entre 57 et 83%. Les chocs qui ne sont pas induits par des mesures de politiques économiques nationales devraient donc voir leurs effets devenir plus symétriques. Il n'en reste pas moins que des spécificités demeurent mais elles doivent être relativisées.

SECTION 2: Rigidités nominales et dévaluation

Les chocs que nous venons d'évoquer incitent au recours à la dévaluation dans la mesure où ils ont un impact négatif sur la compétitivité de l'économie du pays touché et qu'il existe une mobilité insuffisante des facteurs de production. Cette dernière plus la rigidité des prix sont ainsi les arguments essentiels du recours à l'instrument du taux de change selon la théorie traditionnelle de la zone monétaire optimale (Mundell 1961).

Les dévaluations ne constituent une réponse adéquate à un choc que lorsqu'il existe une certaine rigidité des variables nominales à la baisse mais aussi à la hausse. Si tel n'est pas le cas les agents ajustent les prix et les salaires proportionnellement de telle manière que tous les prix relatifs ne soient pas affectés, laissant inchangé le problème de compétitivité. Or l'expérience du SME tend à indiquer que c'est effectivement ce qui se produit. Les pays de la Communauté tendent à se caractériser par une inertie des salaires réels plus que nominaux (Branson et Rotemberg 1980; Bean, Layard et Nickell 1986). Les modifications de taux de change sont donc assez vite répercutées dans les salaires et les prix et n'ont aucun effet durable sur les prix

relatifs. A court terme elles peuvent aider le processus de transition grâce à une inertie nominale de court terme elle aussi, mais elles ne pallient pas la nécessité d'un ajustement ultérieur. De plus en l'absence de politique d'accompagnement la dévaluation tend à aggraver l'inflation.

La deuxième série d'arguments invoqués pour justifier le recours à la dévaluation est la faible ou l'insuffisante mobilité des facteurs de production. Une telle mobilité pourrait en effet pallier la rigidité des prix et donc constituer un substitut à l'instrument du taux de change. Il y a cependant des raisons de croire que la stabilité des taux de change peut amener une plus grande mobilité des facteurs de production ce qui modifie les implications de la théorie de la zone monétaire optimale.

Ces raisons sont que la réaction des agents économiques aux incitations de prix est d'autant moins élastique que l'incertitude sur les taux de change est grande (Bertola 1989). La mobilité du capital est ainsi accrue par la stabilisation des taux de change et l'expérience des Etats-Unis en tant que zone monétaire montre que cette mobilité du capital est un élément important de résorption des déséquilibres entre Etats (Eichengreen 1990). Ces études concluent que la mobilité du capital est accrue par la disparition du risque de change.

La mobilité de la main-d'oeuvre entre les pays membres de la Communauté reste cependant très limitée, le principal obstacle provenant de la barrière linguistique. La rigidité à court terme des salaires et des prix risque donc de faire apparaître des poches de chômage. Le recours à une politique budgétaire apparaît alors utile pour stabiliser le revenu. Or dans le modèle de Mundell-Fleming la politique budgétaire atteint son efficacité maximum en cas de fixité du taux de change et de parfaite mobilité des capitaux. Eu égard aux contraintes pesant sur la dette publique la politique budgétaire ne peut pas cependant se

substituer au processus d'ajustement des salaires et des prix mais elle peut modifier le profil temporel de la perte de revenu.

Une telle politique budgétaire peut être menée soit au niveau communautaire impliquant alors un mécanisme de transferts, soit au niveau des Etats eux-mêmes. Dans les Etats fédéraux tels que les Etats-Unis, le Canada, l'Australie et l'Allemagne le budget fédéral représente 50% au moins des dépenses publiques. Ce budget participe entre autre de la mise en oeuvre d'un mécanisme de transferts automatiques qui permet d'alléger le besoin du recours au déficit provincial et d'éviter ainsi les trop grandes diversités de pression fiscale sur le travail qui y est plus mobile que dans la Communauté. Le budget de la Communauté ne représente lui que 2% des dépenses des Etats membres, on voit donc qu'une autonomie est nécessaire pour que les pays puissent faire face à des chocs et il est donc important de laisser une certaine flexibilité aux Etats dans ce domaine.

SECTION 3: La contrainte de change et les politiques anti-inflationnistes

Loin de permettre un ajustement durable du niveau des prix relatifs, les modifications de taux de change seraient aussi à l'origine d'une aggravation de l'inflation dans les pays qui y ont recours. Dans une politique de lutte contre l'inflation la banque centrale peut se fixer deux objectifs alternatifs: soit elle met en place une stratégie de désinflation en se fixant comme objectif un taux de change fixe et à ce moment la masse monétaire est endogène, soit elle se fixe un objectif de masse monétaire et à ce moment c'est le taux de change qui est déterminé de manière endogène. Le problème n'est donc pas de savoir si la contrainte de taux de change fixe a un effet disciplinaire puisqu'il paraît évident que sous cette contrainte, c'est à dire dans le cas où

elle est respectée, un pays ne peut pas durablement soutenir un taux d'inflation supérieur à celui de ces partenaires. En effet un tel taux affecterait négativement la compétitivité du pays et même en cas de financement extérieur de la balance des paiements courants, celui-ci se verrait obligé de mettre en place la politique nécessaire à l'ajustement. Le problème est plutôt de savoir si le coût de la désinflation est moindre lorsque la politique monétaire s'appuie sur une contrainte de taux de change fixe par rapport à une situation où cette contrainte n'existe pas.

§ 1.1 L'inconsistance intertemporelle

Dans une stratégie où la banque centrale annonce un objectif de masse monétaire elle peut être incitée à revenir sur son engagement. Si on suppose que les agents qui fixent les prix et les salaires ne peuvent pas réagir instantanément à l'information courante, la banque centrale est alors incitée à revenir sur son engagement pour tenter de surprendre les agents par une inflation non anticipée car cela permettrait d'abaisser le salaire réel et donc d'augmenter la production. Mais dans un contexte d'anticipations rationnelles les agents sont conscients de cette incitation ce qui donne lieu à une interaction stratégique entre les autorités et le public où les agents économiques vont fixer les prix au niveau où l'utilité marginale de la production égale la désutilité marginale de l'inflation dans la fonction objectif de la banque centrale. Ceci est un exemple de l'inconsistance intertemporelle des plans optimaux (Kydlan et Prescott 1977, Calvo 1978, Fisher 1980). Dans l'équilibre qui s'en suit les agents économiques ont éliminé la possibilité d'être pris par une inflation surprise, la banque centrale ne peut pas profiter de l'opportunité d'augmenter la production et le taux d'inflation élevé qui prévaut est sous-optimal (Barro et Gordon

1983a et b).

Dans ces modèles le taux d'inflation effectif ou réalisé est cruciallement déterminé par les anticipations des agents qui fixent les prix et les autorités qui veulent réduire l'inflation font face au problème de trouver un moyen d'affecter ces anticipations. Le résultat sous-optimal du jeu non coopératif provient du manque de crédibilité des autorités qui fait que leur engagement n'affecte pas les anticipations. C'est pourquoi l'acquisition d'une crédibilité par le phénomène de réputation est le mécanisme par lequel on peut améliorer l'issue du jeu.

Le coût de cette acquisition peut être cependant élevé puisque c'est une récession temporaire causée par le rétrécissement de la masse monétaire alors que les anticipations ne s'ajustent pas instantanément. La vitesse d'ajustement de celles-ci ainsi que le degré de rétrécissement de la masse monétaire déterminent alors la longueur et la sévérité de la récession. Pour convaincre plus rapidement le public l'autorité monétaire peut accepter une contraction plus profonde au départ. L'intérêt de s'appuyer sur une contrainte de taux de change apparaît alors dans la mesure où un tel engagement serait plus crédible c'est à dire qu'il serait plus à même de modifier rapidement les anticipations et donc de réduire la perte de production qui représente le coût de la désinflation (voir Rogoff 1985b pour d'autres stratégies visant à réduire l'inconsistance intertemporelle).

§ 1.2 Taux de change et crédibilité

L'acceptation d'une contrainte de taux de change ne peut tout d'abord jouer un rôle disciplinaire que s'il existe une certaine asymétrie dans le système. Une telle asymétrie est définie par le fait qu'un pays, le pays centre du système, peut mener indépendamment des autres la politique monétaire qu'il choisit. De part la nature des lois

d'interventions du système pour défendre les taux de change ou grâce à un mécanisme de stérilisation ce pays contrôle l'évolution de sa masse monétaire et fournit l'ancre nominale du système. Si tel n'était pas le cas, face à une pression sur le taux de change due à un déséquilibre des paiements courants suite à un différentiel d'inflation par exemple, le pays à forte inflation ne serait que moindrement contraint de réduire sa masse monétaire puisque le pays à faible inflation devrait augmenter la sienne et par conséquent augmenter son propre taux d'inflation.

Malgré les règles d'interventions supposées symétriques dans le SME il semble que l'Allemagne ait joui d'une relative autonomie en matière monétaire (Giavazzi et Giovannini 1989) et ait donc forcé les autres pays à poursuivre une politique monétaire restrictive. Cependant ces politiques ne peuvent pas à elles seules réduire le coût de la désinflation puisque nous avons vu que celui-ci repose sur la vitesse d'ajustement des anticipations. Une plus grande vitesse d'ajustement dans le cadre du jeu non coopératif serait alors obtenue dans un régime de taux de change fixes par le fait que l'inflation provoque une augmentation du taux de change réel. Cette appréciation semble en effet avoir joué un rôle important dans le processus de désinflation de certains pays comme Israël et la Bolivie (Bruno 1986, Cukierman 1987, Sachs 1986) mais cela ne permet pas de tirer des conclusions claires quant à l'acquisition d'une crédibilité et à la rapidité du processus d'ajustement des anticipations.

Au niveau théorique c'est par la prise en compte, dans la fonction des autorités monétaires de la perte de production dans le secteur exportateur que l'acquisition de la crédibilité serait obtenue (Giavazzi et Spaventa 1988, Giavazzi et Giovannini 1989). Dans ces modèles l'incitation des autorités à créer une inflation surprise, qui est la source de l'inefficience, est donc réduite par le fait que cette

inflation diminue la profitabilité du secteur exportateur (sous l'hypothèse d'anticipations rationnelles et de firmes exportatrices qui ne peuvent pas influencer les prix -price taker-). En autorisant aucun réalignement la banque centrale acquiert plus de crédibilité ce qui augmente la vitesse d'ajustement des anticipations.

L'absence de réalignement est toutefois incompatible avec la contrainte de "soutenabilité" du modèle puisque que cela implique que le taux de change réel de la monnaie domestique est continuellement inférieur à la parité des pouvoirs d'achat ce qui signifie une perte de réserves de change illimitée ou un endettement illimité. Pour résoudre ce problème les auteurs supposent que des réalignements sont autorisés et permettent de retrouver un gain de compétitivité suffisant pour satisfaire la contrainte de "soutenabilité". Cependant si tel est le cas la perte dans le secteur exportateur disparaît entre deux réalignements successifs et par conséquent la réduction de l'incitation à créer de l'inflation surprise aussi. Le manque de crédibilité initial et l'inefficience qui lui est inhérente ne sont donc pas résolus. Supposer comme le font les auteurs que l'ampleur du réalignement demeure exogène pour les autorités monétaires est difficile puisqu'elle est précisément déterminée par leur comportement.

Ces études laissent donc ouverte la question de savoir comment et pourquoi la cible de taux de change serait plus crédible que l'engagement d'une politique monétaire restrictive dans un système de taux de change flexibles. Ceci est important puisqu'une telle contrainte empêche les autorités de mener une politique de choc très restrictive d'appréciation nominale du taux de change comme pourrait le faire un gouvernement dur (comme les Etats-unis au début des années 80). Deux caractéristiques d'un objectif de taux de change plaident en faveur d'une plus grande crédibilité.

La première est la capacité de contrôler les motivations du

banquier central de changer le taux de change qui dépendent des informations dont disposent la banque centrale et le public, et de l'utilisation par la banque centrale d'informations privées. Une banque centrale est supposée jouer un rôle de stabilisation socialement désirable. Les démocraties modernes peuvent trouver des solutions pour éviter l'incohérence intertemporelle de la politique monétaire (Rogoff 1985b) par un système, par exemple, de punitions et de récompenses qui altèrent les motivations pour créer une inflation surprise. Cependant il est plus difficile de contrôler les tricheries qui découleraient de l'utilisation d'informations privées. Dans le cas de choc sur la vitesse de circulation de la monnaie (Canzoneri 1985), par exemple, si le public ne peut pas vérifier les prévisions privées de la banque centrale concernant cette vitesse, la banque peut rationaliser ex-post une plus grande expansion de la masse monétaire que celle attendue et qui est justifiée par le besoin d'accommoder la prévision d'un choc négatif plus large que d'habitude. S'il existe des informations privées telles que la vitesse de circulation de la monnaie il est donc difficile de contrôler les motivations de la banque centrale. Dans le cas d'un objectif de taux de change en revanche la seule tâche de la banque centrale est d'accommoder les fluctuations de la demande de monnaie pour le taux de change qu'elle s'est fixée. Les chocs de vitesse sont automatiquement accommodés dans un système de contrôle du taux de change. La banque centrale ne peut donc pas justifier une dépréciation non anticipée par le besoin d'accommoder des prévisions d'un choc inhabituel négatif sur la vitesse. Ceci peut alors constituer un des arguments qui font que la cible du taux de change est plus crédible que la cible de masse monétaire.

Le deuxième argument est constitué par les coûts afférents à la modification du taux de change. Dans le SME actuel il existe principalement deux types de coûts. Tout d'abord celui constitué par les

négociations nécessaires pour convaincre les partenaires qu'un réajustement de parités est nécessaire et par le besoin de déterminer l'ampleur du réalignement. Ce coût apparaît cependant modéré par rapport à celui que représente la sortie du système due à des réajustements trop fréquents. Dans le SME ce dernier coût est relativement élevé en termes politiques mais aussi économiques. En effet la sortie du SME signifie aussi sans doute une moins grande coopération dans d'autres domaines que le seul domaine monétaire. Dans cette optique où les coûts sont liés aux gains de la coopération économique dont un pays, abandonnant le système, ne profiterait plus, le projet d'Union économique et monétaire devrait encore renforcer la crédibilité de la politique monétaire anti-inflationniste puisqu'il augmente les coûts de sortie.

CHAPITRE V : LES DANGERS DE LA PHASE DE TRANSITION

La phase de transition peut nous semble-t-il être définie comme la période qui nous sépare de la réforme monétaire instituant la monnaie unique si nous adoptons l'approche institutionnelle comme voie d'Union économique et monétaire. Bien que cette voie semble moins instable que les autres évoquées au chapitre III elle n'en présente pas moins des risques.

Outre les chocs déjà analysés trois catégories de risques sont à envisager. Tout d'abord le risque d'attaques spéculatives qui fait que même en l'absence de déséquilibres fondamentaux un pays pourrait être contraint de dévaluer sa monnaie devant l'ampleur des capitaux mis en jeu. Le deuxième risque est celui de substitution des monnaies, qui bien que moins fort par rapport aux approches des monnaies concurrentes et de la monnaie parallèle, existe dans l'approche institutionnelle à cause de l'intégration et de la libéralisation financières croissantes dans les pays de la Communauté. Le troisième principal risque est celui que supportent les pays ayant un taux d'inflation relativement élevé et qui ayant attaché leur taux de change aux autres pays se trouvent confrontés à une importante entrée de capitaux qui augmente la demande intérieure et rend plus difficile la lutte contre l'inflation.

SECTION 1: Le risque d'attaques spéculatives

Une attaque spéculative se produit contre la monnaie d'un pays lorsque les agents anticipent une dévaluation de cette monnaie. Dans ce cas les différentiels d'intérêt s'accroissent de manière importante. En effet en supposant que la parité des taux d'intérêt non couverte est vérifiée le taux d'intérêt (composé) sur les actifs domestiques est égal au taux d'intérêt (composé) sur les actifs étrangers plus la dépréciation anticipée de la monnaie. Si une dévaluation de 5% est anticipée pour le mois prochain alors la structure par terme des taux d'intérêt est amplement modifiée. Le différentiel d'intérêt d'équilibre sur des actifs de même catégorie et d'une maturité d'une année est lui aussi égal à 5% mais il augmente jusqu'à 10; 20 et 60% sur des actifs de 6; 3 et 1 mois de maturité respectivement. Face à un réalignement proche le différentiel de taux d'intérêt sur des actifs de 24 heures peut excéder 100%.

Le contrôle des mouvements de capitaux, quand il est efficace, est alors un moyen de protéger le taux d'intérêt domestique des fluctuations associées aux anticipations de réalignements en interdisant les résidents et les non résidents d'emprunter au taux d'intérêt domestique pour prêter à l'étranger. Une telle déconnexion du taux d'intérêt domestique est illustrée au graphique 4.1 (p.73) pour le taux d'intérêt français à un mois. Dans les mois précédents le réalignement du franc de 3% le 6 avril 1986 alors que le taux d'intérêt domestique reste stable entre 9 et 10%, le taux de l'euro-franc suit une évolution très erratique et grimpe jusqu'à 18%. La totale libéralisation des mouvements de capitaux prévue dans la réalisation du marché unique de 1993 ne devrait plus permettre une telle déconnexion. Or les réajustements de parités sont encore autorisés dans le SME même si ce n'est que de manière exceptionnelle. Devant une telle possibilité

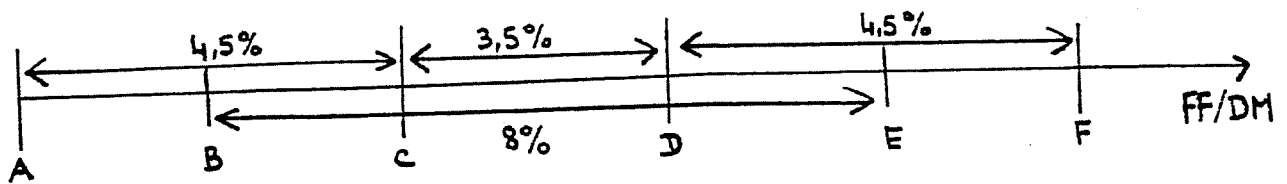
certaines banques centrales risquent donc de devoir faire face à des anticipations, justifiées ou non par les fondamentaux, de dévaluation et donc à des mouvements substantiels des taux d'intérêt à court terme. Or la volatilité à court terme des taux d'intérêt est généralement considérée comme inacceptable par les banques centrales (Barro 1988).

De plus accepter les fluctuations de taux d'intérêt pour prévenir les réallocations de portefeuille ne permet pas d'éviter une attaque spéculative sur les réserves de change de la banque centrale. Une augmentation des taux d'intérêt domestiques peut compenser les détenteurs d'actifs pour la perte de capital anticipée mais ne peut pas compenser ceux qui détiennent de la monnaie banque centrale. Puisque le pouvoir d'achat du stock de monnaie domestique diminue après la dévaluation, leurs détenteurs vont essayer d'éviter cette perte en vendant la monnaie à la banque centrale contre la devise juste avant la dévaluation et en la rachetant juste après. Des attaques spéculatives sur les réserves de change des banques centrales peuvent donc se produire même lorsque les différentiels de taux d'intérêt s'élèvent pour équilibrer les portefeuilles d'actifs financiers.

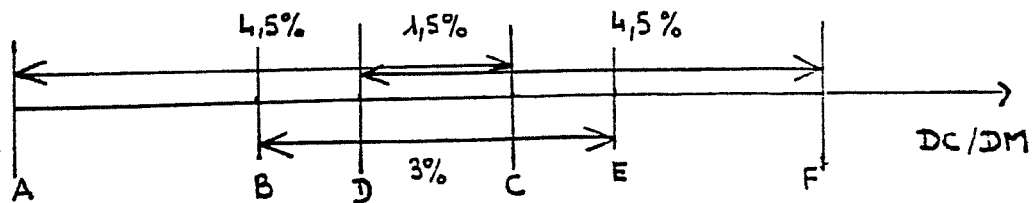
Ce problème est important puisque l'amplitude de la dévaluation anticipée n'affecte pas celle de l'attaque spéculative. Si acheter et revendre la devise était sans coût la banque centrale pourrait perdre toutes ses réserves avant même que la dévaluation n'arrive. Le coût de l'achat et de la revente est tout de même limité par rapport aux gains potentiels d'une telle opération lorsque la valeur de la monnaie après l'attaque est inférieure à sa valeur initiale, d'autre part la réticence des banques centrales à subir de telles variations de leurs réserves est relativement forte. De telles crises spéculatives ont bien eu lieu dans le régime de parités fixes avec bandes étroites vis à vis du dollar de Bretton Woods. Le SME s'est, lui, doté de bandes relativement plus larges qui entre autre peuvent permettre d'éviter ces crises (Williamson

1983).

Pour montrer l'effet de ces bandes nous allons prendre l'exemple du réajustement de parités qui a eu lieu dans le SME en mars 1983. Au cours de celui-ci le franc a été dévalué de 8% par rapport au DM. Cela signifie qu'un spéculateur qui achète des DM auprès de la Banque de France avant le réalignement, quand le franc est à son plus faible niveau au point C, et le revend après à son plus fort niveau au point D, fait un gain de 3.5%:



En revanche au cours de ce même réalignement la couronne danoise n' a été dévaluée que de 3% par rapport au mark, aussi le spéculateur qui aurait vendu la couronne au point C aurait dû la racheter au point D et aurait donc perdu 1.5%:



Aussi longtemps que la bande de fluctuation est plus grande que le changement de parités centrales il est donc possible d'ajuster le taux de change sans générer de crises spéculatives mettant en jeu la monnaie banque centrale. Le cas du FF et du DM représente donc ici un contre exemple ouvrant la porte à des "one way bets" destabilisants.

SECTION 2: Clauses de réalignements, anticipations de réalignements et inflation

Comme nous l'avons mentionné au chapitre précédent la cible de taux de change peut avoir un effet sur le coût de la désinflation lorsqu'elle est crédible. Si l'on accepte cette version défendue par certains auteurs il semble judicieux de se demander si l'existence de clauses de réalignements telles que celles du SME actuel peut avoir un effet inverse.

De nombreux modèles soulignent le rôle des anticipations dans les taux d'inflation réalisés. Or les agents qui fixent les prix, les producteurs et les salariés, peuvent incorporer dans leur formation les anticipations concernant le taux de change futur. Ces anticipations sont influencées par la crédibilité des autorités monétaires à maintenir le taux de change. L'existence de clauses de réalignements peut alors être à l'origine d'un manque de crédibilité des autorités (Canzoneri et Henderson 1988a et b) qui pousse les producteurs et les salariés à augmenter les prix et les salaires dans l'anticipation d'une dévaluation, ce qui se répercute dans l'inflation effective. La banque centrale peut alors soit accepter de dévaluer ce qui valide les anticipations et rend d'autant plus difficile l'acquisition d'une réputation anti-inflationniste et augmente le coût de la désinflation, soit elle peut maintenir le taux de change provoquant une appréciation réelle de la monnaie et un déficit du compte courant qui apparaissent comme le coût du manque de crédibilité initial. La pression sur les autorités pour obtenir une dévaluation viendra non seulement des exportateurs du pays mais aussi des partenaires du SME qui subissent une inflation importée.

Un exemple de ceci est fourni par les débats de 1989 entre la Bundesbank d'un côté, et la Banque de France et la Banque d'Italie de

l'autre, concernant une dévaluation de la lire et du franc. Comme le différentiel d'inflation n'avait pas été neutralisé en 1989, la fixité des parités signifiait que la Bundesbank importait de l'inflation de ses voisins. Pour cette raison elle demandait une dévaluation de la lire et du franc. La France et l'Italie résistèrent à ces pressions avançant qu'une dévaluation ne permettrait pas à elle seule de réduire le déficit du compte courant et que de plus elle aggraverait l'inflation tendant ainsi à rendre le différentiel permanent.

D'autres travaux (Obstfeld 1991) confirment la possibilité d'un tel phénomène. Le cadre est celui des modèles de Kydland et Prescott (1977) et Barro et Gordon (1983) déjà mentionnés au chapitre IV. L'élément nouveau est l'existence pour les autorités d'une clause de réalignements qui doit efficacement balancer entre une inflation supérieure et une plus grande stabilisation face à des chocs négatifs aléatoires. Des coûts politiques de réalignements sont supposés imputés pour obtenir la clause de réalignements socialement optimale. Cependant cette clause optimale dépend à la fois des anticipations et des coûts de réalignements. L'application d'une clause de réalignements pour des coûts et des anticipations donnés peut donc conduire à un niveau de bien-être inférieur si les anticipations sont modifiées. Ainsi un équilibre avec un niveau de dépréciation anticipée supérieur par rapport à la clause optimale conduit à des salaires réels et donc à un chômage plus élevés lorsque la clause n'est pas exercée.

Cette possibilité vient de l'incapacité des autorités monétaires, dans un régime discrétionnaire, à renoncer de manière crédible à l'accommodation d'une dépréciation anticipée. Une augmentation de la dépréciation anticipée, *ceteris partibus*, éloigne l'économie du plein emploi et les autorités créeront de l'inflation pour réduire une partie du chômage. L'existence de clauses de réalignements sape donc la crédibilité des autorités monétaires, elle devient d'autant

plus coûteuse que les autorités font face à un problème de crédibilité initiale de la politique monétaire.

SECTION 3: Robustesse de la phase de transition

Les désavantages des options de réalignements doivent être rapprochés de l'utilité de ceux-ci que nous avons présentée au chapitre précédent. Il en ressort que dès à présent les réalignements de parités devraient être exclus à l'intérieur du mécanisme de change du SME. Cette exclusion a aussi un grand avantage à être non seulement la plus crédible possible mais aussi robuste. La crédibilité en effet agit sur la formation des anticipations d'inflation qui jouent un rôle non négligeable dans l'inflation réalisée et constitue un obstacle important à la convergence des économies européennes. Elle est aussi importante pour les détenteurs d'actifs financiers qui peuvent mener une spéculation destabilisatrice sur le marché des changes et entraîner une volatilité néfaste des taux d'intérêt. La fixité des parités de change doit aussi être robuste en ce sens que si les agents doutent de sa crédibilité initiale les autorités monétaires doivent pouvoir défendre ces parités, ce qui est la condition sine qua non de l'acquisition d'une crédibilité par un phénomène de réputation.

Pour cela il est donc propice que les gouvernements dont certains ont déjà annoncé unilatéralement leur intention de maintenir fixe la parité de leur monnaie passent à une étape d'engagements et d'accords multilatéraux. Il est cependant difficile d'envisager d'aller plus loin hors du cadre d'une révision ou d'un amendement au Traité de Rome. Le plan Delors propose lui qu'une telle mesure soit prise au début de la troisième et ultime étape de l'unification monétaire sans préciser de date, alors qu'au sommet européen de Rome d'octobre 1990 les chefs d'Etats et de gouvernements ont pris rendez-vous pour 1997 pour se

prononcer sur le passage à cette étape ultime. On peut donc espérer que la conférence intergouvernementale qui s'est ouverte à Rome le 15 décembre 1990 propose des engagements irrévocables pour une échéance plus proche.

Pour assurer la robustesse du système de parités fixes la Communauté a déjà successivement renforcé les possibilités de financement des interventions des banques centrales sur le marché des changes. Depuis 1985 ces banques peuvent avoir recours au mécanisme de mobilisation des écus qui les autorise à obtenir des dollars ou des monnaies de la Communauté en échange d'approximativement 60% de leurs réserves officielles en écus pour une durée limitée mais sans restriction sur le type d'interventions en jeu.

En septembre 1987 le Comité des gouverneurs des banques centrales a signé les accords de Nyborg étendant encore les possibilités. Depuis cette date les facilités de financement à très court terme d'un montant illimité sont passées d'une maturité de 45 jours après la fin du mois dans lequel le crédit a été tiré, à une maturité de 45 jours après la fin du mois suivant le mois dans lequel le crédit a été tiré. Le montant du crédit renouvelable est lui passé d'un montant égal la quote part du pays dans le soutien monétaire à court terme au double de cette quote part. De plus l'obligation de la banque centrale intervenante de rembourser au moins 50% du crédit dans la monnaie de la banque tirée, le reste pouvant être remboursé en écus, a été supprimée si bien que la totalité du remboursement peut être effectuée en écus à la condition que cela n'engendre pas de déséquilibres dans les positions en écus auprès du FECOM du débiteur et du créancier.

Enfin l'utilisation du FTCT a été officialisée pour les interventions intra-marginales mais elle reste en partie soumise aux conditions initiales et surtout elle est subordonnée à l'accord de la

banque centrale émettrice du crédit (Groupe d'experts du Comité des gouverneurs 1987). La possibilité du recours au FTCT pour des interventions intra-marginales, qui n'avaient été utilisées que quatre fois entre mars 1979 et septembre 1987 (Masera 1987), est importante pour les banques centrales afin d'éviter le développement d'attaques spéculatives.

Une autre initiative permettant d'accroître la crédibilité du système de taux de change irrévocablement fixés serait de créer un pool de réserves. Bien qu'en théorie une politique d'interventions communes puisse se réaliser au travers d'orientations partagées prônant des interventions essentiellement décentralisées des banques centrales des pays membres, la capacité d'intervenir conjointement en monnaies communautaires et en monnaies tierces et de le faire d'une manière qui approfondisse la cohésion du SME est potentiellement importante. L'avantage de la création d'une entité commune intervenant sur le marché des changes serait donc de donner un signal clair aux marchés financiers de la fermeté des autorités à défendre les parités de change, ce qui est de nature à accroître la crédibilité du système auprès des opérateurs.

Afin de pouvoir fonctionner cet organisme commun doit disposer de réserves en monnaies européennes et en monnaies tierces. Cette mise en commun est d'ailleurs prônée dans le rapport Delors au cours de la phase II (par.57). Cet organisme devrait avoir une règle de fonctionnement lui permettant de jouir d'une relative autonomie afin de décider du cours, du moment et du montant de ses interventions (Lamfalussy 1989, Giovannini 1990). Malgré la possibilité de conception d'un tel fonds, comme nous allons le voir, il convient de souligner que sa mise en place exige d'abord l'accord des parlements nationaux pour un transfert définitif d'une partie des réserves des banques centrales. Or si le rapport Delors est favorable à une mise en commun des réserves il

n'envisage pas de transfert de souveraineté avant la phase III de l'union monétaire. On peut donc espérer que si les travaux de la conférence intergouvernementale proposent la création d'un tel fonds ils prévoient aussi un transfert de compétence qui seul permettrait un transfert définitif des réserves. Ce transfert est en effet nécessaire pour que ce fonds soit autre chose que le FECOM actuel.

La description du fonctionnement d'un tel fonds pourrait être proche de celle faite dans le projet Giovannini (1990). Ce fonds aurait pour objectif principal de stabiliser les taux de change intra-européens. Il émettrait ses propres obligations aux banques centrales nationales en l'échange de monnaies nationales et de réserves de change y comprises des monnaies tierces. Dans ses opérations en monnaies européennes le fonds ne serait soumis à d'autres restrictions que celles de la contrainte de bilan. En revanche ses opérations en monnaies tierces seraient strictement limitées par un conseil des gouverneurs des banques centrales. Dans la mesure où ses opérations viseront à maintenir les taux de change entre les monnaies européennes, son portefeuille en monnaies tierces sera inaffecté par ces opérations impliquant une parité bilatérale.

L'évolution du portefeuille du fonds reflétera les tendances aux déséquilibres entre les demandes et les offres des monnaies nationales. De tels déséquilibres constitueront un signal pour les autorités monétaires nationales de l'inconsistance de leur politique avec la fixité des parités. S'il n'y a pas de déséquilibres permanents et prononcés le portefeuille du fonds en monnaies européennes tendra à avoir une composition stable. Les opérations en monnaies européennes pour stabiliser les taux de change intra-européens n'affecteront pas la valeur de son portefeuille en l'absence de changement des taux de change.

Toutefois les mouvements de cours de change à l'intérieur des

bandes de fluctuation pourront entraîner des pertes qui devraient être compensées par l'écart entre cours acheteur et cours vendeur. En revanche les profits et les pertes sur les positions en monnaies tierces seront déterminés par les positions du fonds et donc par le conseil des gouverneurs. Ceteris paribus plus les taux de change intra-européens seront stables plus le fonds dégagera des profits par l'écart entre cours acheteur et cours vendeur. De plus les opérations du fonds ne changeront pas la valeur de la masse monétaire des monnaies européennes mais seulement sa composition.

Le fonds européen pourra aussi jouer un deuxième rôle: celui de stock tampon de monnaies européennes. Le fonds pourra en effet rééquilibrer son portefeuille en réponse à des fluctuations dans les demandes de monnaies européennes qui affecteraient le marché des changes. Ces fluctuations peuvent provenir d'un manque de synchronisation entre l'offre et la demande de monnaie mais surtout d'un phénomène de substitution. La demande pour une monnaie particulière dépend notamment de son utilisation comme moyen de paiement dans les transactions. Dans l'hypothèse où les agents trouveraient intéressant de concentrer leur liquidité sur une seule monnaie le risque de substitution serait élevé. Toutefois l'approche institutionnelle écartant le développement d'une monnaie parallèle qui serait acceptée (aurait cours légal) dans toute la Communauté elle devrait diminuer le risque de substituabilité. La substitution des monnaies dépend aussi des différentiels d'inflation entre les pays. Une convergence vers la stabilité des prix dans tous les pays devrait réduire, toutes choses égales d'ailleurs, les incitations à la substitution des monnaies. La convergence n'étant que partielle actuellement (voir tableau 2 p.74), elle devra donc se poursuivre pendant la phase de transition elle-même.

Même si le rôle stabilisateur des taux de change intra-européens du fonds réduira probablement les variations anticipées

du taux de change , qui sont une autre source de substitution monétaire, un risque de substitution demeure. Constituant un réservoir de monnaies européennes le fonds pourra donc répondre à des fluctuations des demandes de monnaies provenant d'un phénomène de substitution. Des mouvements de substitution de plus long terme ayant pour origine une inconsistance des politiques monétaires nationales avec la stabilité des prix, par exemple, nécessiteront en revanche un ajustement des politiques nationales.

La constitution de ces réserves communes requiert une évaluation de leur montant. Le principal argument de la création d'un tel fonds étant d'accroître la crédibilité de la fixité des parités de change, il est nécessaire qu'il dispose de réserves suffisantes afin d'opérer de manière efficace et autonome sur le marché des changes. Il ne doit donc pas se trouver à court de monnaies européennes ce qui le rendrait dépendant de l'accord des banques centrales nationales pour des emprunts. Evaluer le montant suffisant des réserves nécessite de mesurer les fluctuations potentielles de l'écart entre l'offre et la demande de monnaie qui dépendent elles-mêmes de la crédibilité du système des parités fixes et de la substituabilité des monnaies. Dans ce domaine peu d'estimations sont disponibles mais il semble correct de penser que la part des réserves du fonds par rapport à la masse monétaire européenne devrait être proche de celle détenue actuellement par les banques centrales nationales. Ceci est d'ailleurs cohérent avec le fait qu'il est difficile d'envisager des interventions des banques centrales nationales parallèlement avec celles du fonds. Ces banques devraient donc avoir un besoin limité de réserves. On peut de plus supposer que le fonds absorberait le FECOM actuel. Les banques centrales nationales étant dégagées de l'intervention sur le marché des changes le fonds deviendrait donc l'autorité ayant accès aux FTCT ce qui augmenterait le montant des réserves mobilisables.

Malgré les avantages d'un tel fonds sa création nécessite, rappelons-le, un transfert de réserves mais aussi un transfert de compétence puisque les banques centrales nationales ne resteront compétentes que pour l'offre de monnaie. Même si une séparation des fonctions de stabilisation des taux de change et de création monétaire amène une plus grande transparence, elle sera certainement moins rapidement acceptée par des Etats souverains que ne le suggèrent les arguments sus-développés.

Une dernière mesure qui pourrait être prise afin de renforcer la crédibilité du système est la réduction des bandes de fluctuation à l'intérieur du mécanisme de change. En effet, comme nous l'avons vu, l'un des principaux avantages de celles-ci est d'éviter les crises spéculatives en cas de réalignements. Leur réduction apparaîtrait donc comme un signal supplémentaire de la fermeté des autorités à respecter leur engagement.

SECTION 4: Effets pervers de la crédibilité

L'acquisition de la crédibilité est un élément important pour la stabilité de la phase de transition. Toutefois lorsque celle-ci est acquise avant la convergence des taux d'inflation elle peut avoir, à court terme, un effet pervers sur les pays engagés dans un processus de désinflation. Une telle possibilité a été mise en évidence par une étude récente (Giavazzi et Spaventa 1990). Elle repose sur l'expérience de l'Italie et de l'Espagne.

L'Italie en 1989 résiste aux pressions de réalignements alors que l'Espagne entre en juin 1989 dans le mécanisme de change du SME avec des marges de fluctuation de $\pm 6\%$. Les autorités espagnoles déclarent simultanément leur volonté de rupture avec une politique de monnaie

faible. Cette période semble aussi refléter un changement dans les anticipations de change des agents qui prennent confiance dans les autorités pour défendre les parités de change (tableau 3 p.74) dont le dernier réalignement a eu lieu le 12 janvier 1987. On assiste aussi à une libéralisation des mouvements de capitaux dont la date butoir est le 1^{er} juillet 1990 pour l'Italie et le 1^{er} janvier 1993 pour l'Espagne. Ces éléments stimulent les flux de capitaux des pays à faible inflation vers les pays où l'inflation et les taux d'intérêt nominaux sont plus élevés. On assiste ainsi à des mouvements importants de la RFA et des Pays-Bas (où l'inflation est respectivement de 2.4 et 1.4% en 1989) vers l'Espagne et l'Italie (7.3 et 6.3% respectivement).

Les autorités monétaires italiennes tentent alors d'éviter une expansion de la masse monétaire et une réduction des taux d'intérêt nominaux par une stérilisation de l'augmentation des réserves officielles de change due à l'entrée de capitaux. Malgré cela les agrégats de crédit augmentent alors que les firmes empruntent à l'étranger pour éviter les taux d'intérêt élevés. La politique de stérilisation des autorités vise à empêcher la réduction des taux d'intérêt nominaux ce qui réduirait les taux d'intérêt réels et accroîtrait encore la pression de la demande intérieure. L'effet expansionniste de la baisse des taux d'intérêt réels peut, du moins initialement, dépasser la perte de compétitivité due à la stabilité des taux de change alors que le différentiel d'inflation avec l'étranger est positif. La conséquence serait une expansion mal venue de la demande domestique ce qui pourrait sembler aller à l'encontre du processus de désinflation.

La question que posent les auteurs est donc de savoir si les autorités doivent s'inquiéter de l'accroissement de la demande intérieure résultant de la crédibilité du taux de change et de la libéralisation des mouvements de capitaux. Leur conclusion est en fait

que cette augmentation de la demande résultant de la baisse des taux d'intérêt réels rend le processus de désinflation plus court et moins coûteux en termes à la fois de perte de revenu et de déficit du compte courant. Cette conclusion s'explique par le fait que l'augmentation initiale de la demande qui peut même accroître temporairement l'inflation translate la perte de compétitivité au début du processus de désinflation. Cette perte de compétitivité est alors répercutée sur le processus et accélère la convergence du taux d'inflation. Cette accélération n'a lieu que si la sensibilité de la demande au taux d'intérêt réel n'est pas trop élevée par rapport au taux de change réel. Le coût de cette accélération est un plus grand déficit du compte courant dans la phase initiale bien que le déficit cumulé soit lui plus faible par rapport à un processus de désinflation plus lent. L'expérience de l'Italie et de l'Espagne ressemble donc à celle du Danemark au début des années 80 et préfigure peut-être celle de la Grèce et du Portugal qui entreraient dans le mécanisme de change et libéreraient leurs marchés financiers tout en ayant des différentiels d'inflation significatifs. En 1990 leur taux d'inflation est de 15.2 et 12% respectivement alors que la moyenne des douze n'est que de 4.6%.

L'effet pervers de la crédibilité semble donc un effet de court terme qui n'aurait pas d'impact sur le bien-être tant que la crédibilité s'étend jusqu'au marché du travail et ne reste pas confinée au marché des changes (Artus 1991). Il est aussi important que la crédibilité ne soit pas remise en question pendant le processus, c'est pourquoi des mesures telles que celles de la section précédente seraient souhaitables.

CONCLUSION

Les aspects monétaires de l'unification européenne n'avaient quasiment pas retenu l'attention des négociateurs du Traité de Rome. Très vite pourtant les fluctuations des cours de change des monnaies de la Communauté apparurent potentiellement dangereuses. Les premières propositions de coopération et d'intégration dans le domaine monétaire restèrent cependant sans suite. Ainsi le Plan Barre de 1969 et le Plan Werner de 1970, bien qu'ils aient été approuvés officiellement, ne furent pas appliqués. Il a fallu attendre encore dix ans après la création du SME en 1979 pour voir le domaine monétaire redevenir un des principaux sujets de préoccupation de la Communauté avec les propositions du Plan Delors de 1989.

Dans notre étude nous avons tout d'abord voulu montrer pourquoi il est effectivement souhaitable d'aller au delà du SME actuel. Nous avons ainsi présenté les avantages de la réduction de la variabilité des cours de change intra-européens pour l'intégration des marchés de biens et de capitaux au sein de la Communauté et donc pour la réalisation du marché unique de 1993 prévu par l'Acte unique. Nous avons ensuite analysé les avantages supplémentaires d'une monnaie unique principalement sur le plan interne. Ceux-ci sont essentiellement l'élimination non seulement d'un large éventail de coûts de transaction mais aussi de la prime de risque de change. Cette élimination, en permettant d'ailleurs d'accroître l'efficacité du mécanisme de prix, est de nature à renforcer encore l'intégration sus-mentionnée.

Pour parvenir à cette monnaie unique dont nous avons

caractérisé le contenu, nous avons alors montré que l'approche institutionnelle, suivi par le Plan Delors et fondée sur une coopération et une harmonisation croissante des politiques monétaires avec in fine une réforme monétaire, semble une voie préférable aux approches des monnaies concurrentielles et à celle de la monnaie parallèle. Pendant la phase de transition il semble aussi que des réalignements de parités de change, même dans des circonstances exceptionnelles, doivent être exclus, d'une part parce que les conditions d'efficacité de cet instrument ne sont pas remplies et d'autre part parce que de telles clauses de réalignements peuvent diminuer la crédibilité des autorités. Or face aux risques d'instabilité de la période de transition, essentiellement ceux d'attaques spéculatives et de substitution des monnaies, la crédibilité apparaît un élément important. Pour la renforcer des accords multilatéraux garantissant l'irrévocabilité des parités seraient souhaitables ainsi que la constitution d'un pool de réserves des monnaies communautaires au travers d'un organisme indépendant ayant comme rôle la stabilisation des cours de change intra-communautaires. C'est pourquoi on peut espérer que les travaux de la conférence intergouvernementale qui s'est ouverte à Rome le 15 décembre 1990 non seulement préciseront le contenu technique et institutionnel des étapes de l'UEM mais aussi proposeront de telles mesures.

Tableau 3.6

Cours de change nominaux bilatéraux vis-à-vis des monnaies du mécanisme de change

Variabilité exprimée comme la somme pondérée des écarts types des variations mensuelles en pourcentages

	1974-1978	1979-1989	1970-1983	1984-1986	1987-1989	LEM
B:L	1.1	0.8	1.1	0.5	0.3	0
DK	1.2	0.7	0.9	0.5	0.4	0
D	1.5	0.7	0.9	0.5	0.4	0
GR	1.8	2.2	2.4	2.5	0.6	0
E	2.9	1.6	2.0	0.9	1.2	0
F	1.8	0.8	1.0	0.7	0.4	0
IRL	2.0	0.9	0.8	1.3	0.4	0
I	2.2	0.8	1.0	0.8	0.6	0
NL	1.1	0.6	0.7	0.4	0.3	0
P	2.7	1.6	2.1	0.9	0.6	0
UK	2.0	2.2	2.4	2.2	1.7	0
USA	2.2	2.9	2.6	3.0	2.8	
Japon	2.3	2.3	2.7	2.1	1.9	
Suisse	2.1	1.3	1.5	1.1	1.0	
MOY1	1.6	0.7	0.9	0.6	0.4	0
MOY2	1.7	1.0	1.2	0.8	0.6	0
MOY3	2.2	2.0	2.3	1.8	1.4	0
MOY4	2.1	1.9	2.1	1.8	1.5	1.4

№ MOY1 = moyenne pondérée des monnaies du mécanisme de change, pondération de l'écu.
 MOY2 = moyenne pondérée des monnaies communautaires, pondération de l'écu.
 MOY3 = moyenne pondérée des monnaies communautaires n'appartenant pas au mécanisme de change, pondération de l'écu.
 MOY4 = moyenne non pondérée des monnaies n'appartenant pas au mécanisme de change.
 Les monnaies du mécanisme de change retenues ici ne comprennent pas la peseta ni la livre

Tableau 3.3

Cours de change bilatéraux

Variabilité exprimée sous forme d'écart type de la variation du pourcentage mensuel

	1974-1978	1979-1989	1970-1983	1984-1986	1987-1989
Cours nominal: DM HFL	0.64	0.32	0.46	0.13	0.11
Cours réel: DM HFL	0.85	0.52	0.59	0.38	0.52
Cours nominal: DM LIT	2.40	0.85	0.96	0.77	0.69
Cours réel: DM LIT	2.32	0.91	1.04	0.78	0.72
Cours nominal: DM DR	1.8	2.15	2.33	2.56	0.73
Cours réel: DM DR	2.15	2.33	2.60	2.53	1.41
Cours nominal: DM USD	2.31	2.93	2.64	3.11	2.93
Cours réel: DM USD	2.41	2.97	2.68	3.10	2.97

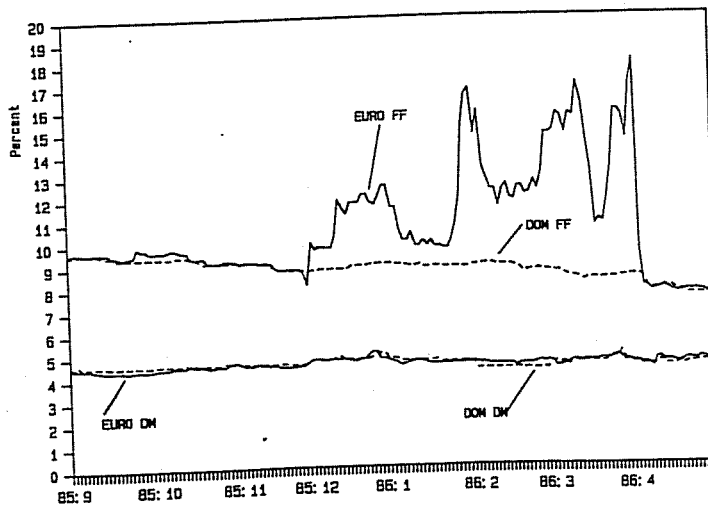


Figure 4.1 French and German offshore and domestic interest rates: 1-month deposits.

Tableau 2
Inflation dans les pays de l'Europe des Douze

	86	87	88	89	90
Belgique	3.4	2.0	1.5	3.1	3.6
Danemark	4.2	5.0	4.9	3.8	2.8
RFA	3.1	2.0	1.4	2.4	2.7
Grèce	18.6	15.7	14.6	15.0	15.2
Espagne	10.9	5.9	5.7	7.3	6.6
France	5.1	2.8	3.2	3.3	2.7
Irlande	5.6	2.5	2.9	4.4	4.1
Italie	7.5	5.6	6.0	6.3	6.6
Luxembourg	1.5	-1.1	3.4	3.2	3.5
Pays-Bas	0,7	-0.9	1.8	1.4	2.3
Portugal	19.8	12.1	11.7	12.4	12.0
R-U	3.6	4.9	6.6	6.7	5.3
E12	5.5	4.0	4.4	4.9	4.6

Source : *Economie Européenne*, n° 42, p. 256, Indice implicite des prix du PIB aux prix du marché.

Table 3

Variability of onshore and offshore interest rates
(1-month deposits)

	Deutsche marks		French francs		Lire	
	offshore	onshore	offshore	onshore	offshore	onshore
12.11.10 - 31. 3.83	.141	.146	.482	.146	.262	.060
1. 4.83 - 31. 7.87	.093	.087	.132	.059	.126	.079
1. 4.88 - 21.10.89	.061	.056	.051	.046	.050	.032

Average Bid-Ask Spreads in the Euromarket
(1-month deposits)

	Deutsche marks	French francs	Lire
12.11.10 - 31. 3.83	.014	.033	.067
1. 4.83 - 31. 7.87	.026	.023	.047
1. 4.88 - 21.10.89	.021	.015	.048

Data are daily, and interest rates are per-annum. The measure of variability refers to bid rates. Variability is defined as the standard error of the detrended time series of interest rates divided by the mean. The average bid-ask spread is computed as $[i(\text{ASK}) - i(\text{BID})] / [i(\text{ASK}) + i(\text{BID})](0.5)$.
Source: Data Resources Inc., FACS Databank.

BIBLIOGRAPHIE

- AKERLOF G. et YELEN J. (1989), "*Rational Model of Irrational Behaviour*", American Economic Review, mai, p.137-42.
- ALESINA A. et GRILLI V. (1987), "*Avoiding Speculative Attacks on EMS Currencies: a Proposal*", Economic Growth Center, Discussion Paper n°547, Yale University.
- ARTIS M.J. et TAYLOR M.P. (1988), "*Exchange Rates and the EMS: Assessing the Track Record*", CEPR, Discussion Paper n°250, Londres.
- BALDWIN R. et KRUGMAN P. (1989), "*Persistent Trade Effect of Large Exchange Rates Shocks*", Quarterly Journal of Economics.
- BARRO R.J. (1983), "*Inflationary Finance under Discretionary Rules*", Canadian Journal of Economics, vol.16, février, p.1-16.
(1988), "*Interest Rate Smoothing*", NBER, Working Paper n°2581.
- BARRO R.J. et GORDON D. (1983a), "*Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy*", Journal of Monetary Economics, vol.12, p.101-12.
(1983b), "*A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*", Journal of Political Economy, vol.91, p.589-610.
- BASEVI G. et al (1975), "*All Saint's Day Manifesto*", The Economist, november n°1.
- BEAN C., LAYARD R. et NICKELL S. (1986), "*The Rise in Unemployment: a Multi-country Study*", Economica, Supplément.
- BERTOLA G. (1989), "*Factor Flexibility, Uncertainty, and Exchange Rate Regimes*", in: A European Central Bank?, Cecco M. and Giovannini A. eds., Cambridge University Press.
- B.I.E.C. (1990), Evolutionary Approach to Monetary Union, mars, Londres.
- BINI-SMAGHI L. (1987), Exchange Rate Variability and Trade Flows, University of Chicago.
(1989), European Monetary Union, Banque d'Italie, Rome.

- BLACK S. (1989), Transaction Costs and Vehicle Currencies, FMI, novembre.
- BOFINGER P. (1990), "Unresolved Issues on the Road to Economic and Monetary Union in Europe", CEPR, Discussion Paper Series n°405, Londres.
- BORDES C. (1990), "L'objectif de stabilité monétaire et sa mise en oeuvre", in: Vers l'Union Economique et Monétaire, Documentation Française, Paris, p.80-130.
- BOYB C., GIELENS G. ET GROS D. (1990), Bid/Ask Spreads in the Foreign Exchange Markets, février, Bruxelles.
- BRANSON W.H (1990), "Intégration des marchés financiers et croissance durant la transition vers l'U.E.M.", in: Vers l'Union Economique et Monétaire, Documentation Française, Paris, p.217-244.
- BRANSON W. H. et ROTEMBERG J. (1980), "International Adjustment with Wage Rigidities", European Economic Review.
- BRUNNER K. et MELTZER A. (1971), "The Use of Money: Money in the Theory Monetary Exchange Economy", American Economic Review.
- BRUNNER K. (1984), "Monetary Policy an Monetary Order", Aussenwirtschaft n°39.
- BRUNO M. (1986), "Sharp Desinflation Strategy: Israël 1985", Economic Policy, vol.2, p.379-408.
- BUREAU EUROPEEN DES UNIONS DE CONSOMMATEURS (1988a), Transfets à l'intérieur de la CEE, avril.
- B.E.U.C. (1988b) ,Holiday Money, juillet.
- CALVO G.A. (1978), "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", Econometrica, vol.46, P.1411-28.
- CANZONERI M.B. (1985), "Monetary Policy Games and the Role of Private Information", American Economic Review, p.1056-70.
- CANZONERI M.B. et HENDERSON D.W. (1988a), "Noncooperative Policies in an Interdependant World".
(1988b), "Is Sovereign Policy-making

Bad ?", Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy.

CASELLA A. (1990), "*Participation in a Monetary Union*", NBER, Working Paper n°3220, janvier.

CIAMPI C.A. (1989), "*An Operational Framework for an Integrated Monetary Policy in Europe*", in: Report of Economic and Monetary Union in European Community, Office des publications officielles de la Communauté européenne, Luxembourg, p.225-32.

COMMISSION DES COMMUNAUTES EUROPEENNES (1990), "*L'impact sectoriel du marché interieur sur l'industrie: les enjeux pour les Etats membres*", Economie Européenne, n°spécial, novembre.

CUKIERMAN A. (1987), "*The End of the High Israeli Inflation: An Experiment in Heterodox Stabilization*" in: The Experience of Israël, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico, Dornbusch R. and Fischer eds., Cambridge, MIT press.

DE BOISSIEU C. (1991), "*Avantage de l'Union économique et monétaire*", Revue d'économie politique, n°101, janvier-février, p.153-66.

DE GRAUWE R. (1987), "*International Trade and Economic Growth in the European Monetary System*", European Economic Review, n°91, p.389-98.

DE JONCQUIERES G. (1990), "*Counting the Cost of Dual Pricing in the Run-up to 1992*", Financial Times.

DIXIT A. (1989a), "*Hysteresis, Import Penetration and Exchange Rate Pass-through*", Quarterly Journal of Economics.

(1989b), "*Entry and Exit Decision under Uncertainty*", Journal of Political Economy, vol.97, p.620-30.

DORNBUSCH R. (1982), "*Stabilization Policies in Developing Countries: What have we Learned ?*", World Development, vol.10, p.701-08.

(1990a), Problems of European Monetary Integration, MIT.

(1990b), "*Experience with Extreme Monetary Instability*", Séminaire EDI-Banque Mondiale, Varsovie, mars.

EICHENGREEN B.J. (1989a), "*The Comparative Performance of Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes: Interwar Evidence*", NBER, Working Paper n°3097.

(1989b), "*International Monetary Instability Between the Wars: Structural Flows or Misguided Policies ?*", NBER, Working Paper n°3124.

(1990), "*One Money For Europe ? Lessons from the U.S. Currency Union*", Economic Policy, vol.10, p.117-87.

E.E.C. COMMISSION (1965), General report.

EUROPEAN ECONOMIC COMMUNITY (1965), Seventh Report of the Activities of the Monetary Committee, Bruxelles.

EUROPEAN COMMUNITY (1986), Monetary Committee Compendium of Community Monetary Texts, Bruxelles.

EUROPEAN ECONOMY (1990), The Economics of E.M.U., édition spéciale.

FISCHER S. (1980), "*Dynamic Inconsistency, Cooperation, and the Behavior of the Benevolent Dissembling Government*", Journal of Economics Dynamics and Control, vol.2, p.93-107.

(1986), "Time Consistent Monetary and Fiscal Policy: A Survey", Mimeo.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (1984), "Exchange Rate Volatility and the World Trade", Occasional Paper n°28.

FOURCANS A. (1991), "*L'Union monétaire de l'Europe: fondements théoriques, problèmes et propositions*", Revue d'économie politique, n°101, janvier-février, p.127-51.

FRANKEL J. (1989), "*Quantifying International Capital Mobility in the 1980's*", NBER, Working Paper n°2856.

FRY J.M. (1991), "*The Hard Ecu and Alternative Paths towards European Monetary Union*", Université de Bordeaux, L.A.R.E.

GAGNON J. (1989), "*Exchange Rate Variability and the Level of International Trade*", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance, Discussion Paper n°369, décembre.

GIAVAZZI F., MICOSSI S. et MILLER M. (1988), The European Monetary System, MIT Press, Cambridge.

GIAVAZZI F. et PAGANO M. (1988), "*The Advantage of Tying One's Hands*",

European Economic Review, juin, vol.32.

GIAVAZZI F. et GIOVANNINI A. (1989), Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System, MIT Press, Cambridge.

GIAVAZZI F. et SPAVENTA L. (1990), "*The New EMS*", CEPR, Discussion Paper n° 369, janvier.

GIOVANNINI A. (1990), "*The Transition to European Monetary Union*", Essays in International Finance, n°178.

GIRTON L. et ROPER D. (1980), "*The Theory of Currency Substitution and Monetary Unification*", Economie Appliquée, vol.33.

GOODHART C.A.E. (1989), "*The Delors Report: Was Lawson's Reaction Justifiable ?*", LSE Financial Markets, Special Paper n°15, mai.

GREENAWAY D. et MILNER C. (1986), The Economics of Intra Industry Trade, Basil Blackwell, Oxford.

GROS D. (1990), "*The Ecu an Common Monetary Policy, From a Pre Monetary Union Stage to a Full Monetary Union*", CEPS, Working Paper n°45, Bruxelles, février.

GROS D. et THYGESEN N. (1990), "*Concrete Steps Towards Monetary Union*", CEPS, Working Paper n°45, Bruxelles, avril.

GRUPE D'EXPERTS DU COMITE DES GOUVERNEURS (1987), Rapport n°59 sur le fonctionnement du SME.

GRUBEL H.G (1971), "*The Demand for International Reserves, a Critical Review of the Literature*", Journal of Economic Literature, vol.9, p.1148-66.

HAYEK F. (1978), "*Denationalization of Money*", Hobart Paper, Institute of Economic Affairs, 2nd édition.

H.M. TREASURY (1989), An Evolutionary Approach to Economic and Monetary Union, Londres, novembre.

(1990), Monetary Union: Beyond Stage I, Chancellor's speech to German Industry Forum, Londres, juin.

KLEIN P. (1974), "*The Competitive Supply of Money*", Journal of Money,

Credit and Banking, n°6, novembre.

- KRONMAN A. (1985), "*Contract Law and the State of Nature*", Journal of Law, Economics and Organization, vol.1, p.5-33.
- KRUGMAN P. (1979), "*A Model of Balance of Payments Crisis*", Journal of Money, Credit and Banking, vol.11, p.311-25.
(1988), "*Target Zones and Exchange Rates Dynamics*", NBER, Working Paper n°2481.
(1989), Policy Problems of a Monetary Union, Document CEPR, Conférence sur le SME au cours des années 90.
- KYDLAND F.E. et PRESCOTT E.C. (1977), "*Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*", Journal of Political Economy, vol.85, p.473-91.
- LAMFALUSSY A. (1989), "*A Proposal for Stage Two under which Monetary Policy Operations would be Centralized in a Jointly-owned Subsidiary*", Rapport Delors, Office des publications Officielles des Communautés européennes, Luxembourg.
- LEHMENT H. (1984), "*Freely Flexible Exchange Rates or a Common Currency? A New Look at the Issue*", in: Currency Competition an Monetary Union, SALIN P. ed., Martinus Nyhoff.
- MASERA R.S. (1987), L'Unificazione Monetaria e lo SME, Bologne: Il Mulino.
- MEADE J.E (1957), "*The Balance of Payments Problems of a European Free Trade Area*", Economic Journal, vol.67, septembre, p.379-96.
- MILLER M. et WELLER P. (1990), "*Currency Bands, Target Zones and Cash Limits: Tresholds for Monetary and Fiscal Policy*", CEPR, Discussion Paper n°382.
- MOLLE W. et MORSINK R. (1990), "*Direct Investments an Monetary Integration*" in: The Economics of EMU, European Economy, n°spécial.
- MUSSA M. (1986), "*Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rate: Evidence and Implications*", Carnegie Rochester Series on Public Policy, p.117-214.
- OBSTFELD M. (1986), "*Rational and Self-Fulling Balance of Payments*

Crisis", American Economic Review, vol.76, p.72-81.

(1988), "*Competitiveness, Realignment and Speculation: The Role of Financial Markets*", NBER, Working Paper n°2539.

(1991), "Destabilizing effects of exchange-rate escape clauses", CEPR, Discussion Paper n° 518, mars.

PEREE E. et STEINHERR A. (1989), "*Exchange Rate Uncertainty and Foreign Trade*", European Economic Review, n°33, p.1241-64.

POLOZ S. (1990), "*Real Exchange Rate Adjustments Between Regions in a Common Currency Area*", Banque du Canada, février.

ROGOFF K. (1985a), "*Can Exchange Rate Predictability be Achieved Without Monetary Convergence ?*", European Economic Review, vol.28, p.93-115.

(1985b), "*The Optimal Commitment to an Intermediate Monetary Target*", Quarterly Journal of Economics.

SACHS J. (1986), "*The Bolivian Hyperinflation and Stabilization*", NBER, Working Paper n°2073.

SAPIR A. et SEKKAT K. (1989), "*Exchange Rate Volatility and International Trade: The Effects of EMS*", Université libre de Bruxelles.

STOCKMAN A.C. (1983), "*Real Exchange Rates under Alternative Nominal Exchange Rate System*", Journal of International Money and Finance, vol.2, p.147-66.

(1988), "*Sectoral and National Agregate Disturbances to Industrial Output in Seven European Countries*", Journal of Monetary Economics, vol.21, p.387-409.

STOCKMAN A.C. et HERNANDEZ D. (1988), "*Exchange Control, Capital Control, and International Financial Markets*", American Economic Review, vol.78, p.362-74

SVENSSON L.E.O. (1991a), "*The Simplest Test of Target Zone Credibility*", CEPR, Discussion Paper n°493.

(1991b), "*The Foreign Exchange Risk Premium in a Target Zone with Devaluation Risk*", CEPR, Discussion Paper n°494.

THYGESEN N. (1979), "*The Emerging European Monetary System: Precursors*,

First Steps and Policy Options", in: EMS- The Emerging European Monetary System, TRIFFIN R., Offprint from the Bulletin of the National Bank of Belgium.

VAUBEL R. (1977), "*Free Currency Competition*", Wirtschaftliches Archiv n°3.

WILLIAMSON J. (1985), "The Exchange Rate System", Institute for International Economics, Washington D.C.

WOODFORD M. (1990), "*Does Competition Between Currency Lead to Price Level and Exchange Rate Stability ?*", CEPR, Conférence sur l'intégration financière européenne, janvier.

WYPLOSZ C. (1989), "*Asymetry in the EMS*", European Economic Review, vol.33, p.310-20.

