

L'Union monétaire européenne : état des lieux, projets et enjeux

Catherine Bruno, Jacques Le Cacheux, Catherine Mathieu

OFCE

Cet article se propose de dresser un état des lieux de l'unification monétaire européenne. Si, depuis la mise en place, en 1979, du Système monétaire européen, la convergence économique et monétaire a progressé, des divergences nationales demeurent, qui rendent difficile la réalisation de l'union monétaire, relevant par ailleurs d'une décision éminemment politique. Les dernières propositions officielles et les réactions nationales qu'elles ont suscitées illustrent l'importance des enjeux. A la veille du Conseil européen de Maastricht, de nombreuses questions cruciales restent sans réponse.

Le prochain sommet européen, qui doit se réunir à Maastricht en décembre 1991, constitue une échéance majeure de l'agenda communautaire : c'est, en effet, à cette occasion que les chefs d'Etat et de gouvernement des douze pays membres de la Communauté européenne (CE) devront se prononcer sur les conclusions des travaux des deux conférences intergouvernementales réunies depuis décembre 1990 pour étudier les modalités nécessaires à la réalisation de progrès substantiels sur la voie de l'intégration, monétaire d'une part, politique d'autre part.

Sous l'impulsion de l'Acte unique européen et à l'approche de l'achèvement du marché unique, le dossier de l'unification monétaire européenne a beaucoup progressé depuis quelques années, grâce notamment à un contexte économique et politique favorable. Cependant, la réunification allemande et les bouleversements intervenus dans les pays de l'Est ont sensiblement modifié l'environnement dans lequel doit se dérouler la phase finale de la négociation. Le désir d'ancrage, économique et politique, à l'Ouest des nouvelles démocraties d'Europe centrale et orientale a, en effet, fait renaître le débat récurrent sur les priorités respectives de l'« élargissement » et de l'« approfondissement » de la construction communautaire, mettant en péril le quasi-consensus qui semblait se dégager sur l'opportunité d'aller de l'avant dans le domaine économique et monétaire.

Les problèmes qu'il faudra résoudre pour progresser sur la voie de l'unification monétaire sont nombreux ; la première partie de cette étude est consacrée à leur recensement. La deuxième partie présente et discute les solutions proposées dans les projets de textes, élaborés par

la conférence intergouvernementale, la Commission des CE et le comité des gouverneurs des banques centrales européennes, qui devraient servir de base à la négociation. Si, pour l'essentiel, le contenu de ces projets semble faire l'objet d'un accord de principe entre onze des douze gouvernements concernés — le gouvernement britannique ayant exprimé de profondes réticences —, des propositions d'amendement ont été avancées, sur différents points, par plusieurs des Etats membres ; elles sont discutées dans la troisième partie. Enfin, la quatrième partie de cette étude revient sur l'épineuse question de la coordination des politiques budgétaires nationales, en soulignant le caractère peu satisfaisant et incomplet des solutions proposées dans ce domaine.

Les problèmes à résoudre

Le projet d'instituer une monnaie unique en Europe est séduisant à plus d'un titre : intellectuellement et politiquement d'abord, dans la mesure où la monnaie européenne apparaît comme l'instrument qui parachèverait le processus de construction de l'Europe communautaire dans le domaine économique, en même temps qu'elle constituerait un symbole puissant et tangible de l'intégration, lui conférant une dimension quotidienne immédiatement perceptible par tous les citoyens ; économiquement ensuite, car la monnaie unique devrait permettre la pleine réalisation des bénéfices de l'achèvement du grand marché intérieur, dont l'Acte unique européen a fixé l'échéance au 1^{er} janvier 1993.

L'utilisation exclusive d'une monnaie unique n'est certes pas indispensable à l'intégration des marchés, comme en témoignent, à des degrés divers, la mondialisation des échanges de biens, de services et d'instruments financiers, en dépit de la diversité monétaire et malgré les mutations et fluctuations erratiques du système monétaire international ; les progrès de l'intégration des marchés européens à ce jour, des changes fixes avec étalon-dollar du système de Bretton Woods aux changes flottants des années soixante-dix, puis aux parités fixes mais ajustables de l'actuel Système monétaire européen (SME) ; la forte intégration des marchés américain et canadien, en dépit d'un taux de change variable entre les dollars américain et canadien, etc. Bien que l'on puisse, sans doute, multiplier les exemples de ce genre, et même si la plupart des tentatives d'évaluation empirique des effets négatifs de la multiplicité et de la variabilité des taux de change sur les flux d'échanges internationaux aboutissent à des résultats peu probants, l'analyse économique permet néanmoins d'identifier sans ambiguïté les avantages que seule l'existence d'une monnaie unique en Europe serait susceptible de procurer ⁽¹⁾ : avantages microéconomiques — diminution des coûts de transaction et réduction de l'incertitude liée aux risques

(1) La littérature sur les avantages de la monnaie unique est abondante. Pour des exposés synthétiques, voir, par exemple : CE, 1989 ; Jeanneney, 1989 ; CEPIME, 1990 ; Gros et Thygesen, 1990 ; CE, 1990 ; Baldwin, 1991. Ces trois dernières publications présentent, entre autres, un chiffrage des différents bénéfices à attendre de la monnaie unique.

de change —, qui font de l'intégration monétaire un complément souhaitable de la levée des obstacles tarifaires et réglementaires aux échanges commerciaux et financiers dans la Communauté ; avantages macroéconomiques liés à la réalisation d'un grand marché financier européen — circulation financière facilitée, d'où une unification des taux d'intérêt et des taux de rendement des instruments financiers et une meilleure affectation de l'épargne à l'intérieur de la Communauté ; avantages internationaux découlant de l'émergence d'une monnaie plus « complète » que celles qu'elle remplacerait, parce que circulant dans un espace économique plus vaste et supportant des marchés financiers plus larges et plus profonds, la monnaie européenne pouvant alors prétendre à un rôle international comparable à ceux du dollar et du yen dans un système monétaire tripolaire mieux équilibré ⁽²⁾.

Pourtant, le franchissement de cette ultime étape sur la voie de l'intégration monétaire européenne présente de nombreuses difficultés techniques et politiques qui en ont, jusqu'à ce jour, différé la réalisation. Alors qu'un consensus semble s'être établi dans les milieux politiques et académiques européens sur l'opportunité d'aller de l'avant, il n'est guère possible de faire l'économie d'une réflexion sur l'état de l'économie européenne à la veille de décisions qui engagent si profondément l'avenir des pays membres, sur le fonctionnement de la future union monétaire et sur ses implications dans les autres domaines de la politique économique. Les problèmes à résoudre sont, en effet, nombreux, et les réponses apportées par les projets actuellement discutés ne sont, le plus souvent, que partielles, partiales ou ambiguës.

Quelle Europe ?

Depuis les premiers projets d'unification monétaire européenne, à la fin des années soixante, un débat oppose, à la veille de chaque nouvelle avancée — et celle-ci ne fait pas exception —, deux écoles de pensée, prônant deux démarches distinctes vers un même but : les « économistes » et les « monétaristes » ⁽³⁾. Pour les premiers, les progrès sur la voie de l'intégration monétaire sont conditionnés par la convergence réelle des économies européennes ; les seconds, au contraire, préconisent l'intégration monétaire comme facteur de convergence et ne voient donc pas la nécessité d'attendre un rapprochement suffisant des économies européennes pour progresser sur la voie de l'union monétaire. L'enjeu de ce débat, dont les diverses positions nationales sont, une fois encore, le reflet (cf. *infra*), est double : d'une part, le rythme de l'unification monétaire en Europe ; d'autre part, le nombre de pays

(2) Parmi les domaines dans lesquels la monnaie européenne pourrait s'imposer aux dépens du dollar, figurent les arrangements monétaires futurs des pays de l'Est et de l'Union soviétique. La nécessité d'assurer la convertibilité des monnaies tout en préservant une certaine stabilité externe pendant la transition plaide, en effet, en faveur d'un ancrage nominal sur une devise étrangère. Etant donné la polarisation probable des échanges extérieurs de ces pays avec la CE, un rattachement à la monnaie européenne présenterait de nombreux avantages. Sur ces questions, voir, notamment : Steinherr *et al.*, 1990 ; Alogoskoufis et Portes, 1991.

(3) Les termes sont relativement mal choisis : il ne faudrait pas confondre ces « monétaristes » avec les adeptes de M. Friedman.

membres concernés — faut-il accepter l'idée d'une Europe monétaire « à deux (ou plusieurs) vitesses » ?

L'institution du SME, en 1979, peut être considérée comme une première victoire des thèses « monétaristes », dans la mesure où le mécanisme de changes fixes a lié entre eux des pays dont les performances et les politiques macroéconomiques étaient, initialement, très diverses. Mais la pratique a d'emblée été celle d'une Europe à plusieurs vitesses : la monnaie britannique, bien qu'entrant dans la définition de l'ECU-panier, n'était pas partie prenante au mécanisme de change ; la lire italienne bénéficiait d'une marge de fluctuation plus ample que celle des autres monnaies reliées par des parités fixes — $\pm 6\%$, contre $\pm 2,25\%$ pour les autres. Cette diversité des régimes prévaut encore aujourd'hui : outre le « droit commun » du SME, trois pays — Pays-Bas, Belgique et Luxembourg — ont décidé de réduire à $\pm 1\%$ la marge de fluctuation de leur monnaie vis-à-vis du mark allemand ; deux autres — Royaume-Uni et Espagne — bénéficient, au contraire, des marges de fluctuation élargies ($\pm 6\%$) depuis leur adhésion au mécanisme de change — respectivement en septembre 1990 et juin 1990 —, tandis que l'Italie a adhéré aux règles de droit commun en janvier 1990 ; enfin deux pays membres — la Grèce et le Portugal — ne participent pas encore au mécanisme de change, bien que leurs monnaies aient été incluses dans la composition de l'ECU en septembre 1989, à l'occasion de la dernière révision des pondérations.

La question de la convergence se pose aujourd'hui avec une acuité plus grande que lors de la création du SME parce que le système que l'on envisage de mettre en place, bien que progressivement, ne devrait plus permettre les ajustements monétaires nationaux : contrairement au SME, dans lequel les parités sont fixes, mais ajustables, et les marges de fluctuation substantielles, l'union monétaire implique un taux de change absolument fixe et n'est, en réalité, irrévocable que dans la mesure où les monnaies nationales ont disparu au profit d'une monnaie unique ; elle comporte donc, par essence, une politique monétaire unique. Faut-il, pour créer le nouvel espace monétaire, attendre une convergence suffisante des économies ; peut-on penser, au contraire, que l'unification monétaire facilitera une telle convergence, ou du moins qu'elle sera viable et fonctionnera à la satisfaction de tous les Etats membres même en l'absence de convergence complète ?

Le rapport Delors (CE, 1989) apporte une solution élégante, mais ambiguë, à ce problème en proposant que tous les Etats membres s'engagent d'emblée sur le but ultime — l'union monétaire — par une révision rapide des Traités, tout en ménageant des phases transitoires dont le calendrier n'est pas fixé et qui pourraient fort bien, comme ce fut le cas dans le passé pour l'application du Traité de Rome ou, plus récemment, pour le SME, dépendre des conditions économiques et, éventuellement, différer d'un pays à l'autre. L'insistance sur le lien étroit entre intégration des marchés — union économique — et union monétaire reflète la foi des auteurs du rapport dans les vertus uniformisantes des marchés et dans la capacité des ajustements de prix et de salaires à résoudre les problèmes spécifiques de telle ou telle région. Cette

démarche pragmatique, qui a toujours caractérisé les progrès de l'intégration européenne, du Traité de Rome à l'Acte unique, permet certes d'éviter la question de la convergence, mais toute réflexion sur le fonctionnement de la future union monétaire se doit de la poser : quelle sera le degré d'unification des économies dans lesquelles circulera la monnaie unique ?

Le concept de convergence est particulièrement difficile à cerner et à apprécier empiriquement, parce que, par nature, vague et multidimensionnel : il suggère la notion de similitude, sans que ni la théorie économique, ni l'observation des diversités régionales dans les économies monétairement unifiées ne permettent d'en préciser le degré nécessaire ; en outre, il se réfère à la fois aux performances macroéconomiques, aux politiques économiques et aux structures. L'examen successif de ces différentes dimensions permet de dresser un état des lieux en Europe relativement contrasté.

Convergence des performances des économies européennes : bilan du SME

La création du SME a, dans une très large mesure, répondu au souci que les divergences qui s'étaient manifestées en Europe à la suite du premier choc pétrolier s'atténuent. Le système était explicitement conçu comme une étape sur la voie de l'intégration monétaire européenne, un mécanisme destiné à faciliter la convergence des économies des pays membres. Au terme d'un peu plus de douze ans de fonctionnement, les objectifs prioritaires semblent avoir été atteints, même si une hétérogénéité non négligeable subsiste en matière de performances macroéconomiques ⁽⁴⁾.

Taux de change nominaux

Objectif immédiat du SME, la stabilité des taux de change nominaux à l'intérieur de la Communauté européenne n'a été réalisée que très progressivement. Certes, depuis l'entrée en vigueur du mécanisme de change, la volatilité des taux de change des pays participants a été moindre que celle des devises tierces, qu'il s'agisse du dollar, du yen ou de la livre sterling, longtemps à l'écart de l'accord de parités fixes. Toutefois, les réajustements de parités ont été nombreux au cours des premières années — jusqu'en 1983. Depuis près de cinq ans cependant, les taux de change des principales monnaies européennes n'ont fluctué qu'à l'intérieur des marges autorisées autour des parités définies lors du dernier réalignement général, en janvier 1987 ⁽⁵⁾. Une telle stabilité est d'autant plus remarquable que les fluctuations du dollar, bien que plus limitées que par le passé depuis les accords du Louvre (février 1987) qui ont, officieusement, institué un système de « zones-cibles » pour les grandes devises, ont été substantielles au cours de cette période, engendrant souvent des tensions à l'intérieur du SME.

(4) Sur le bilan du SME, voir notamment : Gros et Thygesen, 1988 ; Le Cacheux et Lecoq, 1987 ; Patat, 1990.

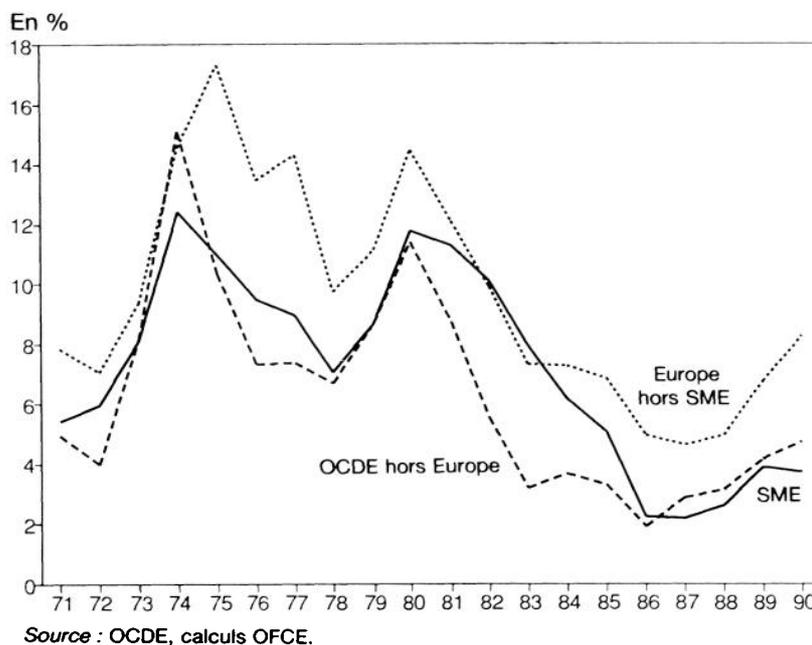
(5) Depuis mars 1979, douze réajustements de parités ont été effectués.

Taux d'inflation

En dehors de l'Allemagne, qui était parvenue à maîtriser rapidement l'accélération de l'inflation au début des années soixante-dix, la plupart des pays membres de la Communauté connaissaient, au moment de la création du SME, des taux d'inflation élevés, souvent à deux chiffres. Pour ces pays, l'adhésion au mécanisme de change du SME était conçue, principalement, comme un choix en faveur de la désinflation et de la stabilité monétaire, grâce à ce qui est très vite apparu comme un mécanisme d'ancrage nominal à la monnaie la plus forte et la plus stable d'Europe, le mark allemand (cf. *infra*).

De ce point de vue, la convergence a été spectaculaire et ne s'est pas effectuée, comme le craignaient initialement la Bundesbank — longtemps hostile au projet de SME — et les critiques du nouveau système, vers la moyenne communautaire, mais bien vers le taux d'inflation le plus bas, c'est-à-dire, jusqu'à ces derniers mois, le taux allemand. Certes la désinflation n'a pas été sensiblement plus rapide dans les pays membres du mécanisme de change que dans le reste de l'OCDE (graphique 1). Mais elle y est, semble-t-il, mieux assurée qu'ailleurs et l'on peut penser qu'elle eût été moins nette — en France et en Italie, notamment — en l'absence des contraintes de change, ce que tend à confirmer l'expérience du Royaume-Uni, dont l'adhésion récente, motivée par le souci de réduire l'inflation en bénéficiant de la crédibilité anti-inflationniste du système, semble porter ses fruits ⁽⁶⁾.

1. Taux d'inflation



La relative lenteur de la désinflation, dans un contexte de changes fixes, a engendré d'importantes variations des taux de change réels : les pays les plus inflationnistes — Italie et France, initialement — ont

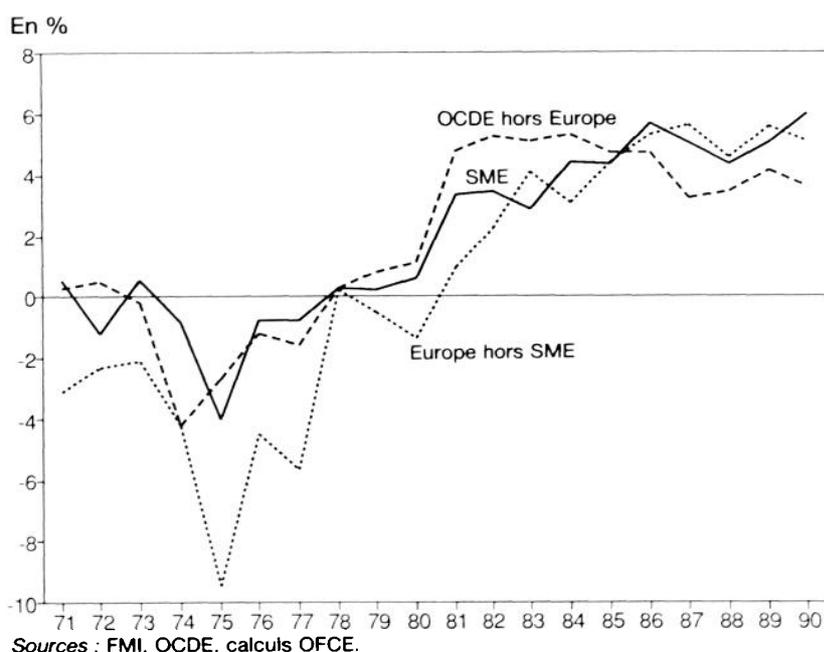
(6) En rythme annuel, le taux d'inflation britannique est passé, en glissement annuel, de 10,6 % en août 1990, à la veille de l'adhésion, à 4,7 % en août 1991.

subi des périodes prolongées d'appréciation réelle de leur monnaie qui, bien que généralement corrigée lors des réalignements, a nui à leur compétitivité, tandis qu'inversement, l'Allemagne a longtemps bénéficié d'une sous-évaluation réelle du mark ⁽⁷⁾.

Les variations des taux de change réels persistent, dans une certaine mesure aujourd'hui, puisque les écarts d'inflation à l'intérieur de la Communauté n'ont pas complètement disparu. En 1991, les taux nationaux sont en effet, inférieurs à 4 % dans les pays du « noyau dur » du SME — les Pays-Bas, la Belgique, le Luxembourg, le Danemark, la France et l'Allemagne — cette dernière enregistrant même, ces derniers mois, un taux d'inflation légèrement supérieur à celui de ses principaux partenaires en raison des conséquences de la réunification —, en Irlande et, depuis peu, au Royaume-Uni ; mais ils demeurent supérieurs à 5 % en Italie, en Espagne, au Portugal et surtout en Grèce (de l'ordre de 20 %).

Taux d'intérêt

Les taux d'intérêt, à court comme à long terme, ont subi une très forte hausse dans tous les pays de l'OCDE, peu de temps après l'entrée en vigueur du SME. Initialement apparue aux Etats-Unis à la suite de l'adoption par la Réserve fédérale américaine d'une politique monétaire vigoureusement anti-inflationniste, cette hausse s'est rapidement transmise au reste du monde et s'est traduite, avec la désinflation, par la persistance de taux d'intérêt réels élevés, contrastant non seulement avec la deuxième moitié des années soixante-dix (graphique 2) — au cours de laquelle les taux réels avaient été, partout, exceptionnellement bas —, mais aussi avec les années soixante.

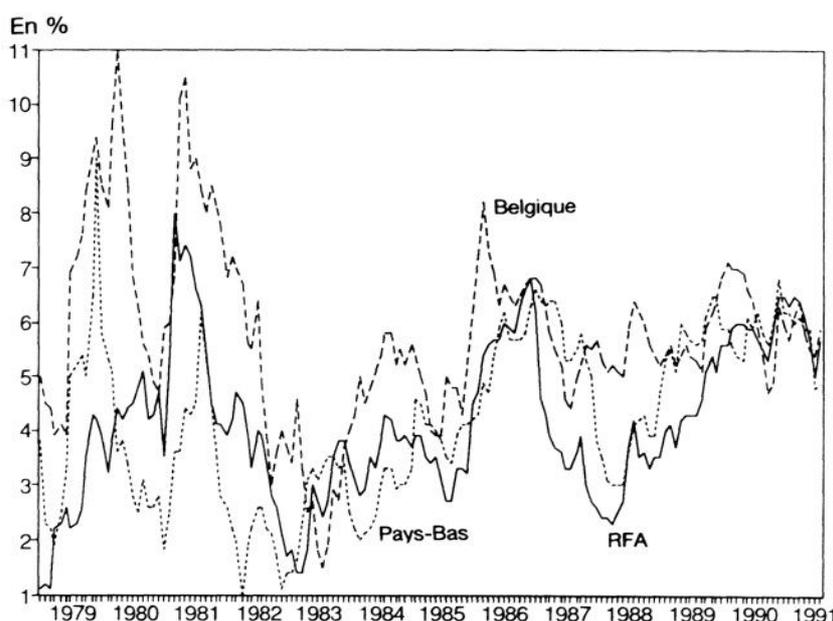


2. Taux d'intérêt réels à court terme

(7) Dans le cas de l'Italie, les réalignements n'ont pas compensé entièrement l'appréciation réelle, qui a été supérieure à 20 % depuis 1979. Sur ces aspects du SME, voir : Le Cacheux et Lecointe, 1987.

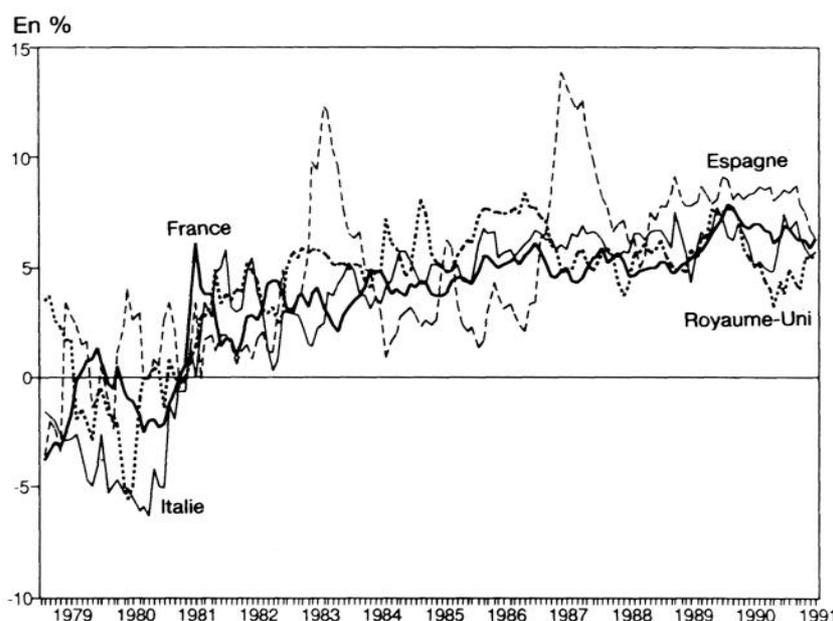
Dans les pays membres de l'accord de change du SME, en dépit d'une certaine dégrise des taux nominaux, les taux réels sont demeurés à des niveaux élevés jusqu'à ce jour (graphiques 3a et b). Bien qu'il n'existe pas de consensus parmi les économistes sur les causes de la persistance de taux réels si forts (Blanchard et Summers, 1984), il est probable que les mécanismes de maintien des parités fixes à l'intérieur du SME ont contribué à maintenir des taux réels plus élevés dans les pays de la « périphérie » que dans le pays « centre » — l'Allemagne. Toutefois, la convergence des taux d'inflation nationaux à l'intérieur du « noyau dur » du SME a permis, depuis la fin des années quatre-vingt, une réduction substantielle des écarts de taux nominaux entre ces pays (graphiques 4a et b).

3a. Taux d'intérêt réels (3 mois)

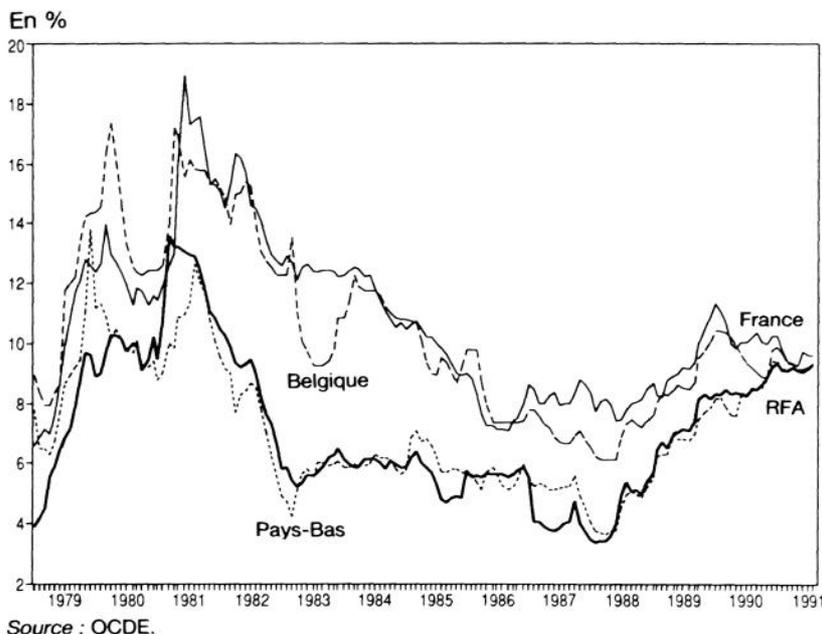


Sources : OCDE, calculs OFCE/Département des diagnostics.

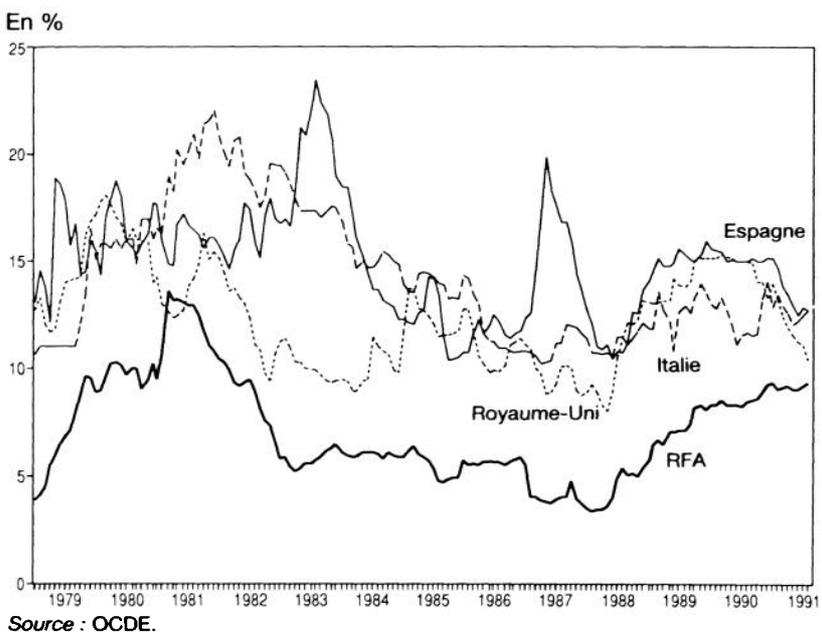
3b. Taux d'intérêt réels (3 mois)



Sources : OCDE, calculs OFCE/Département des diagnostics.



4a. Taux d'intérêt nominaux à court terme



4b. Taux d'intérêt nominaux à court terme

Performances réelles : croissance et emploi

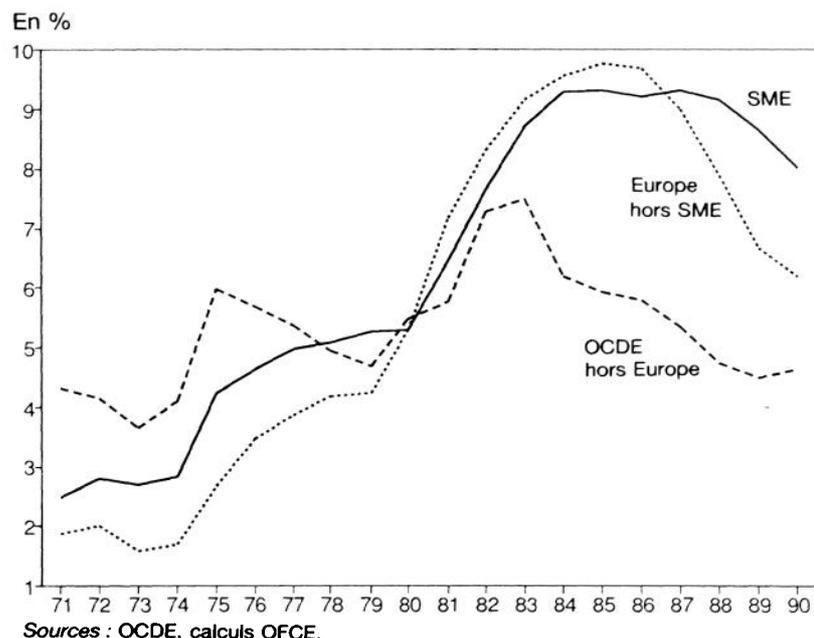
Selon le sens commun, la notion de convergence, que de longues années de pratiques du SME ont eu tendance à confiner au domaine des conditions monétaires, fait avant tout référence aux niveaux de vie, généralement appréhendés, de manière imparfaite, par une mesure telle que le PIB par tête. De ce point de vue, les pays de la Communauté européenne apparaissent très hétérogènes, bien que cette diversité ne soit, sans doute, pas plus grande que celle observée parmi les régions d'un même Etat ⁽⁸⁾. La tendance de long terme est incontestablement

(8) Plusieurs études empiriques récentes décèlent l'existence d'une tendance à la convergence à long terme des niveaux régionaux de revenu par tête dans les espaces économiques intégrés. Voir, par exemple, pour les Etats-Unis : Barro et Sala-i-Martin, 1991.

celle d'une convergence — très lente — des niveaux de PIB par habitant, qui semble un phénomène assez général et non limité aux seuls pays membres de la CE : ainsi l'observe-t-on également lorsque l'on compare les revenus moyens par tête des Etats-Unis, du Japon et de la CE ; de même, bien avant leur adhésion, les niveaux par tête des nouveaux membres tendaient-ils déjà à se rapprocher de la moyenne communautaire. Toutefois, les positions relatives semblent s'être pratiquement figées depuis le milieu des années quatre-vingt — à l'exception de l'Espagne, dont le PIB par habitant a continué de se rapprocher de la moyenne communautaire —, le fonctionnement du SME tendant à imposer une convergence des *rythmes* de croissance, donc à freiner la convergence des *niveaux*.

Hormis les années 1988-90, au cours desquelles les taux de croissance des économies européennes avaient retrouvé des niveaux comparables à ceux enregistrés avant le premier choc pétrolier, les performances en termes de croissance, depuis la création du SME, ont été singulièrement médiocres. Dans un contexte de croissance ralentie à l'échelle mondiale et de désinflation obtenue, partout, par des politiques macroéconomiques restrictives, les mécanismes du SME ne peuvent certes pas être seuls incriminés pour cette « euro-schlérose » des années quatre-vingt. Il apparaît néanmoins que les pays membres, autres que l'Allemagne, n'ont pu maintenir des parités fixes vis-à-vis du mark qu'en acceptant des taux d'intérêt réels plus élevés et des taux de croissance légèrement inférieurs à celui du pays « centre », qui a, de ce fait, imposé son rythme à l'ensemble européen. Or ce rythme a été, jusqu'au choc de la réunification, particulièrement lent en raison de la vigilance anti-inflationniste des autorités monétaires allemandes et des spécificités du profil démographique de ce pays, qui permettaient une résorption du chômage sans accélération sensible de la croissance, jusqu'à l'afflux, en 1989-1990, d'une importante immigration en provenance de l'Est.

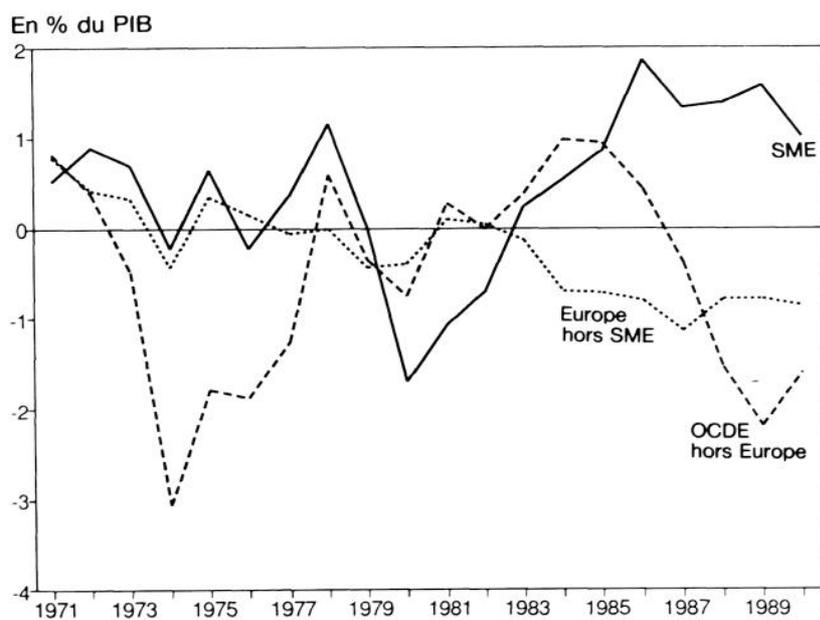
5. Taux de chômage



Il n'en a pas été de même dans les autres pays membres du SME, où la faible croissance des années quatre-vingt a entraîné une montée spectaculaire du chômage, qui a atteint ou dépassé 10 % dans de nombreux pays de la Communauté au milieu de la décennie passée. En moyenne, le chômage a été plus persistant dans les pays du SME que dans le reste de l'OCDE (graphique 5) et n'a que modérément décliné lors de la brève accélération de la croissance, en 1988-1990. Le profond ralentissement actuel entraîne, partout en Europe, une remontée dramatique des taux de chômage.

Balances des paiements

Si l'ensemble des pays du SME, considérés globalement, a beaucoup amélioré sa position extérieure au cours des années quatre-vingt, après la forte dégradation engendrée par le second choc pétrolier (graphique 6), les évolutions individuelles des soldes extérieurs des pays membres apparaissent plus contrastées. Très dégradés partout jusqu'en 1982, les soldes courants ne sont devenus sensiblement positifs qu'en Allemagne, responsable, à la fin de la décennie passée, de l'essentiel de l'excédent courant. Les pays souffrant des phases prolongées d'appréciation réelle de leur monnaie — du fait de la lenteur de la désinflation dans un contexte de parités fixes (cf. *supra*) — n'ont pu maintenir l'équilibre de leurs comptes extérieurs qu'au prix d'une croissance plus lente qu'en Allemagne. Certains d'entre eux — l'Italie et, plus récemment, le Royaume-Uni et l'Espagne — ont vu leur solde courant se dégrader substantiellement au cours des dernières années, tandis que le processus de réunification allemande entraînait une résorption rapide de l'excédent allemand. Les comptes extérieurs de l'Europe apparaissent donc aujourd'hui en quasi-équilibre, mais la situation de plusieurs de ses membres est très précaire.



6. Soldes extérieurs

Source : OCDE, calculs OFCE.

La coordination des politiques macroéconomiques dans le SME

La création du SME avait également pour ambition de parvenir à une meilleure coordination des politiques macroéconomiques, de manière à éviter les initiatives nationales isolées aux conséquences centrifuges qui avaient caractérisé la deuxième moitié des années soixante-dix. Toutefois, hormis la décision du Conseil européen de 1974, qui avait prévu des procédures assez strictes, mais jamais appliquées, en vue de l'harmonisation des politiques, peu d'éléments dans le nouveau dispositif communautaire allaient au-delà des obligations de simples consultations au sein du Conseil Ecofin, à deux exceptions près : les réalignements de parités devaient être approuvés par l'ensemble des membres du mécanisme de change ; l'indicateur de divergence par rapport à l'ECU faisait naître une présomption d'obligation à intervenir, unilatéralement, pour maintenir la parité de la monnaie qui divergeait. Si le second mécanisme n'a jamais été appliqué, le premier s'est au contraire avéré être un puissant facteur de coordination des politiques monétaires nationales.

Politiques monétaires : l'asymétrie du système

Au cours des trois premières années de son existence, le SME, soumis à des chocs extérieurs — second choc pétrolier, appréciation du dollar, montée des taux d'intérêt mondiaux — et internes — arrivée de la gauche au pouvoir en France et relance de l'économie, forte appréciation de la livre sterling, qui a, d'emblée, rendu la référence à l'ECU et l'indicateur de divergence impraticable —, a laissé place à des divergences substantielles des politiques macroéconomiques nationales, sanctionnées par des réalignements fréquents des parités. La discipline qu'exerce, par nature, tout système de changes fixes sur les politiques monétaires de ses membres s'est ensuite traduite par une coordination *de facto* de plus en plus étroite de ces politiques.

Le système a, en effet, rapidement assumé un fonctionnement asymétrique ⁽⁹⁾ — l'Allemagne assurant le rôle leader —, bien que ses concepteurs, français notamment, se soient attachés à le rendre plus symétrique que son prédécesseur, le Serpent monétaire européen, trop clairement dominé par l'Allemagne aux yeux des autres grands pays de la Communauté, qui l'avaient successivement quitté au cours des années soixante-dix. L'option résolument anti-inflationniste de la Bundesbank impliquait qu'elle n'intervînt jamais pour freiner l'appréciation de sa monnaie à l'intérieur du système, ce qui faisait supporter aux pays à monnaie « faible », — les pays les plus inflationnistes — l'entière responsabilité des interventions et des ajustements monétaires internes nécessaires au maintien de leur devise dans les marges de fluctuation fixées. Lors des réalignements, perçus, dans les pays qui devaient dévaluer, comme des sanctions d'une mauvaise gestion, entérinant les dérapages inflationnistes, les autorités monétaires allemandes ne consentaient qu'à des corrections n'excédant pas le cumul des écarts

(9) Sur le caractère asymétrique du SME, voir, entre autres : Cohen, Melitz et Oudiz, 1988 ; Mathieu et Sterdyniak, 1990.

d'inflation passés et préféraient systématiquement la dévaluation des autres monnaies à la réévaluation du mark. La subordination à la politique monétaire allemande convenait aux pays à monnaie faible, qui trouvaient dans la stabilité du mark un ancrage nominal et acquéraient, par là même, une crédibilité anti-inflationniste ; en outre, l'appréciation réelle de leur monnaie facilitait la désinflation. Les autorités monétaires allemandes étaient, quant à elles, libres de mener une politique monétaire interne inspirée par le seul souci de stabilité des prix, tandis que la — légère — dépréciation réelle du mark favorisait la compétitivité des produits allemands sur les marchés européens et à l'extérieur ⁽¹⁰⁾.

La déréglementation des marchés financiers et du secteur bancaire dans la plupart des pays européens, au milieu des années quatre-vingt, a conféré au taux d'intérêt le rôle central d'instrument principal de la politique monétaire. Avec le démantèlement progressif des contrôles des changes et des mouvements de capitaux — achevé, dans presque tous les pays de la CE depuis le début de 1990 —, la manipulation des taux d'intérêt nationaux a été subordonnée au maintien de parités fixes vis-à-vis du mark, le taux d'intérêt allemand, géré indépendamment par la Bundesbank en fonction de considérations de stabilité monétaire interne, assumant un rôle directeur (cf. *supra*).

L'adhésion récente au mécanisme de change du SME de pays plus inflationnistes que la moyenne des anciens membres a certes quelque peu brouillé le lien entre monnaie forte et stabilité monétaire interne (Artus, 1991) ; mais les mécanismes essentiels de l'asymétrie du SME demeurent, même si les accords de Bâle-Nyborg (septembre 1987) ont légèrement assoupli les contraintes de gestion à court terme des parités pour les pays à monnaie faible.

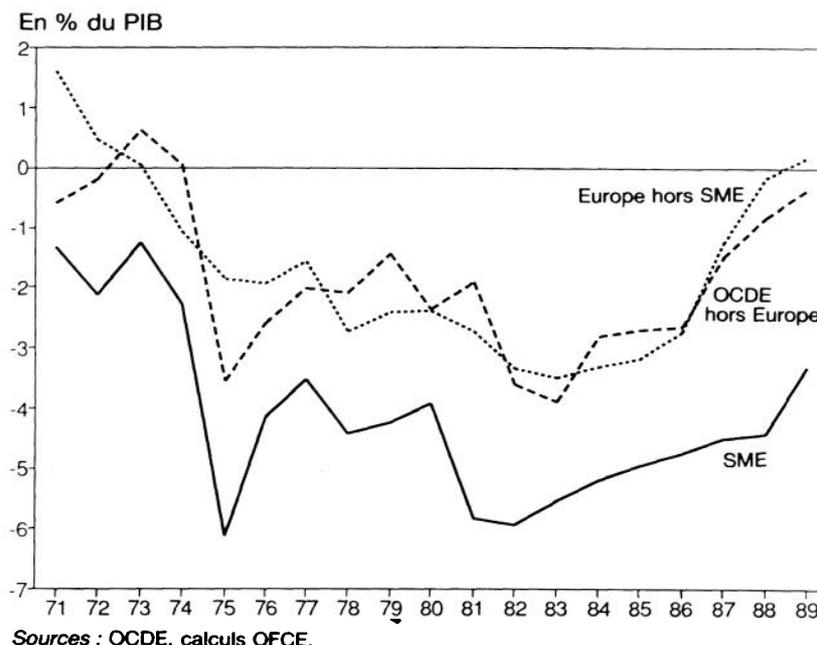
La convergence récente des taux d'intérêt dans les pays du « noyau dur », grâce au rapprochement des taux d'inflation et à une plus grande crédibilité des orientations anti-inflationnistes en dehors de l'Allemagne — grâce aussi, à l'accélération temporaire de l'inflation outre-Rhin —, ne remet pas en cause le rôle directeur des taux allemands. Le système actuel est donc toujours caractérisé par une souveraineté nationale quasi complète pour l'Allemagne en matière de politique monétaire — et de politique de change vis-à-vis des devises tierces — et par une souveraineté monétaire nominale, mais quasi inexistante — sauf à précipiter une crise majeure de change — pour les autres pays membres.

Les divergences en matière budgétaire

Si le SME exerce une discipline très stricte sur les politiques monétaires nationales, au point de rendre vaine la notion de souveraineté monétaire, il n'en va pas de même en matière de finances publiques. Les soldes budgétaires des différents pays membres ont, en effet, enregistré des évolutions de grande ampleur au cours des années quatre-vingt (graphique 7). Encore faut-il souligner que les moyennes recouvrent, en réalité, une extrême diversité des évolutions nationales.

(10) Cette analyse est développée plus en détail dans : Le Cacheux et Lecointe, 1987.

7. Solde des Administrations publiques



Dans plusieurs pays — Royaume-Uni, Luxembourg, Danemark —, le solde des administrations publiques dégage une capacité de financement et la dette publique régresse en pourcentage du PIB. Quelques autres — France, Espagne et, depuis peu, Irlande — enregistrent des déficits modérés, tandis que leur ratio dette publique nette/PIB demeure sensiblement stable, à des niveaux modestes en France (25 % en 1990) et en Espagne (31 %), mais nettement plus élevés en Irlande (117 % pour la dette brute). La stabilisation à un haut niveau (120 %) du ratio dette nette/PIB semble également réalisée en Belgique, en dépit d'un déficit public encore voisin de 6 % du PIB. En revanche, l'Italie, avec un déficit constamment supérieur à 10 % du PIB depuis le début des années quatre-vingt et une dette publique nette représentant un peu moins de 100 % du PIB, et la Grèce, dont le déficit s'est creusé rapidement pour atteindre 20 % du PIB en 1990, l'accumulation de dette brute s'accélérait et dépassant déjà 81 % du PIB, connaissent des situations budgétaires explosives. Enfin, les Pays-Bas et, depuis la réunification, l'Allemagne enregistrent des déficits publics substantiels — entre 4 % et 5 % du PIB en 1991 — avec, il est vrai, des niveaux plus modérés d'endettement public (54 % et 22,6 % du PIB en 1990, respectivement).

A la lumière de ces chiffres, il est clair que les frontières de la « vertu » budgétaire ne coïncident pas avec celle de la « vertu » monétaire. Il est notamment remarquable que les Pays-Bas et la Belgique, liés à l'Allemagne par des marges de fluctuation monétaires étroites (± 1 %), aient pu conduire, dans les années récentes, des politiques budgétaires relativement peu rigoureuses.

La discipline qui s'exerce sur les politiques budgétaires dans le cadre du SME est, presque exclusivement, une discipline de marché : certains pays budgétairement peu « vertueux » — l'Italie, par exemple —

doivent maintenir des taux d'intérêt réels élevés pour attirer les financements nécessaires ; d'autres, tels la France, ne peuvent se permettre de relâcher leur rigueur budgétaire sans fragiliser leur crédibilité anti-inflationniste et prêter ainsi le flanc à des attaques spéculatives sur leur monnaie ; d'autres encore, tels les Pays-Bas bénéficient d'un capital de confiance suffisant pour s'autoriser une gestion publique moins orthodoxe. Il s'agit donc, en apparence, d'une discipline sélective qui, seule, ne garantit pas la stabilité de l'endettement public.

Le degré de cohésion du futur espace économique européen

Au cours des quelque trois décennies écoulées depuis la signature du Traité de Rome, les progrès de l'intégration européenne ont certes été considérables et, quelle qu'en soit la mesure retenue, le degré de convergence des économies nationales s'est sensiblement accru, du moins parmi les membres du « noyau dur ». Pourtant, à la veille des décisions qui devraient conduire à la création d'une monnaie unique en Europe, les spécificités nationales demeurent importantes. Quel sera le degré de cohésion de l'espace économique à l'intérieur duquel circulera la monnaie européenne ? L'institution d'une véritable union monétaire implique la mise en œuvre d'une politique monétaire uniforme et l'impossibilité d'avoir recours à des modifications des taux de change pour effectuer ou faciliter les ajustements, qui devront donc s'opérer par d'autres mécanismes, comme c'est le cas dans les économies nationales existantes.

Mobilités relatives des biens et des facteurs et flexibilité des prix relatifs

Le rapport Delors (CE, 1989) et les travaux successifs de la Commission (CE, 1990 ; CE, 1991) mettent l'accent sur la nécessité de progresser simultanément sur la voie de l'union économique et sur celle de l'union monétaire. Ils suivent, en cela, les conclusions des analyses théoriques menées, dans les années soixante, sur les « zones monétaires optimales » (*optimum currency areas*) (Mundell, 1961 ; MacKinnon, 1963 ; Kenen, 1969) qui ont identifié les conditions dans lesquelles les ajustements, dont les évolutions économiques normales ou exceptionnelles font inévitablement naître la nécessité, peuvent s'effectuer sans recours à des modifications de parités à l'intérieur de la zone.

Pour que les différents marchés des biens, des services et des facteurs s'équilibrent, lors de changements quelconques des conditions économiques, sans qu'apparaissent des situations durables d'excès de demande ou d'excès d'offre — chômage notamment —, il faut que les différents prix relatifs soient suffisamment flexibles, ou bien que des flux physiques entre les régions viennent combler les écarts, ou encore que des flux monétaires et financiers s'organisent, spontanément ou par le canal des finances publiques, pour compenser les déséquilibres réels. Dans un univers idéal — marchés parfaitement intégrés et prix flexibles —, ces ajustements s'effectueraient sans intervention aucune.

L'achèvement du marché unique européen, au 1^{er} janvier 1993, devrait permettre de lever les derniers obstacles à l'intégration des marchés des biens et des services, y compris les services financiers. Cependant, en raison des préférences nationales, des coûts de transports, de l'existence de réseaux nationaux de distribution..., l'intégration des marchés des biens sera loin d'être parfaite. En outre, une fraction importante des biens et services consommés dans les différents pays sera toujours constituée de biens « non échangeables » qui, par nature, ont un marché local, ce en quoi l'union économique et monétaire européenne ne se distinguera pas, il est vrai, des espaces économiques nationaux existants.

L'intégration financière, qui a beaucoup progressé au cours des années récentes avec la levée des obstacles aux mouvements de capitaux et la déréglementation des marchés financiers nationaux, devrait bénéficier d'une impulsion décisive avec la réalisation de l'union monétaire : l'adoption d'une monnaie unique aboutirait sans doute rapidement à la création d'un espace financier unique dans lequel les fonds circuleraient sans entrave, permettant une affectation plus efficace des capacités de financement aux besoins d'investissement les plus rentables.

Mais, en dépit de la levée de nombreux obstacles administratifs à la libre circulation des personnes, l'intégration des marchés du travail n'est pas susceptible de beaucoup progresser. En effet, même s'il est probable que la mobilité de certaines catégories de main-d'œuvre — aux deux extrêmes, sans doute, de l'échelle des qualifications —, s'accroisse quelque peu, les obstacles — culturels, linguistiques... —, et donc les coûts de la mobilité de la main-d'œuvre, apparaissent suffisamment élevés pour prévoir la persistance de marchés du travail nationaux. Or les rigidités des salaires — nominaux du moins — sont, traditionnellement, assez fortes en Europe. Il est certes possible que l'intensification de certains flux migratoires intra-européens et la mise en œuvre d'une politique monétaire commune tendent à renforcer la « discipline salariale » et à faciliter les ajustements de salaires relatifs. Mais, étant donné la force des cloisonnements actuels — obstacles à la mobilité, organisations nationales des négociations collectives —, les marchés du travail devraient, pour l'essentiel, demeurer des marchés nationaux.

La nature des chocs macroéconomiques dans le marché unique européen

La mise en œuvre d'une politique monétaire commune sur un espace économique relativement hétérogène et en voie d'intégration risque d'engendrer des tensions sur les évolutions macroéconomiques nationales, dont on peut voir une préfiguration dans le fonctionnement actuel du SME. Le processus de convergence signifie, en effet, qu'à long terme, les principales grandeurs économiques tendent vers des *niveaux* communs, ce qui, étant donné la diversité des situations initiales, implique des *taux de variation* différents. Sans doute, l'existence d'une monnaie unique n'empêchera-t-elle pas que certaines économies natio-

nales croissent plus vite que d'autres, comme c'est le cas à l'intérieur des espaces monétaires existants (Barro et Sala-i-Martin, 1991) ; elle devrait même rendre ce processus plus aisé que dans le contexte monétaire actuel, en permettant une meilleure circulation des biens et services et des capitaux, qui pourront s'investir là où les coûts de production sont les plus bas. Mais, précisément pour cette raison, les prix des biens échangés et leurs coûts de production devraient tendre à s'uniformiser à long terme, ce qui implique que leur croissance soit plus soutenue dans les zones où ils sont initialement les plus bas. Si le maniement de la politique monétaire commune se fonde sur les évolutions des coûts — salariaux notamment — et des prix dans les différents pays, elle risque, au nom de l'objectif de stabilité interne, de se révéler, dans un tel contexte de convergence à long terme, exagérément restrictive.

Les évolutions macroéconomiques nationales seront également influencées par différents types de chocs — d'offre et de demande — qui, s'appliquant à des structures économiques relativement hétérogènes, auront nécessairement des effets différenciés selon les pays. De ce point de vue, prévoir ce que sera la situation dans le futur espace économique est particulièrement malaisé : le processus d'intégration modifie, en effet, à la fois les probabilités d'occurrence des divers types de chocs, les mécanismes de transmission et de diffusion de leurs conséquences macroéconomiques, et les contraintes auxquelles seront soumises les politiques éventuellement mises en œuvre pour faciliter les ajustements. Ainsi, dans un contexte de marchés financiers intégrés et de monnaie unique, un choc monétaire ou financier, d'origine interne ou externe, devrait avoir des conséquences similaires dans tous les pays membres et risque moins de donner lieu à des tensions comparables à celles que l'on peut observer en pareil cas au sein du SME. En revanche, il est aisé d'imaginer de nombreux exemples de chocs ayant des effets fortement différenciés selon les pays : choc pétrolier, qui bénéficierait aux Etats producteurs d'hydrocarbures — Royaume-Uni et Pays-Bas —, mais nuirait à la compétitivité des industries et réduirait les revenus réels dans tous les pays ; baisse ou hausse de demande pour tel ou tel produit — automobile ou sidérurgie, par exemple — dont la production est inégalement répartie entre les pays européens ; explosion sociale et fortes augmentations salariales dans l'un des pays membres, etc.

Dans tous les cas où les conséquences macroéconomiques des chocs ne seront pas symétriques, la politique monétaire commune se révélera un instrument d'ajustement mal adapté. Toutefois, deux considérations viennent mitiger les risques potentiels en cas de chocs asymétriques : d'une part, la probabilité de certains de ces chocs pourrait être moindre dans une union économique et monétaire — les revendications salariales, par exemple, sont fortement contraintes par l'intégration des marchés — ; d'autre part, les mécanismes spontanés d'amortissement des conséquences, plus diffuses dans un espace intégré, seront renforcés et certaines contraintes — comme celle des balances courantes nationales — transférées à l'échelle de l'union tout entière, donc assouplies à l'intérieur de l'espace communautaire.

Harmonisation fiscale et politiques budgétaires nationales

Le principal instrument de différenciation des politiques macroéconomiques selon les pays sera le budget. En effet, l'abandon de la souveraineté monétaire et de la possibilité — même théorique — d'avoir recours à une modification de parité, confèrera aux politiques budgétaires nationales un rôle central dans les ajustements éventuellement requis. Dans la situation actuelle, les budgets nationaux et les budgets sociaux centraux sont, en effet, partout d'une taille très supérieure à celles des budgets régionaux ou locaux, d'une part, et à celle du budget communautaire, d'autre part. En outre, la réaffirmation constante du principe de subsidiarité, qui préconise de ne transférer à l'échelon supranational que les seules compétences dont le maintien à l'échelon national nuirait gravement au fonctionnement de l'ensemble communautaire, implique que, pour l'essentiel, les pouvoirs en matière de dépenses publiques et de fiscalité resteront entre les mains des gouvernements nationaux, même si l'exercice de ces compétences devrait être davantage contraint dans la future union.

Résultat d'évolutions historiques, de traditions et de choix spécifiquement nationaux, la structure des dépenses publiques est très diverse selon les pays membres de la Communauté. Ne se déformant que lentement, les structures de dépenses déterminent en partie la sensibilité des budgets nationaux aux fluctuations macroéconomiques et conditionnent donc largement leur caractère de stabilisateurs automatiques. L'intégration européenne ne devrait pas affecter considérablement les possibilités de modification des dépenses, qui, en tout état de cause, sont sujettes à une grande inertie.

En revanche, l'intégration des marchés, consécutive à la mise en œuvre du Traité de Rome et de l'Acte unique européen, a d'ores et déjà réduit les marges de manœuvre des autorités nationales en matière de fiscalité. Négociée — dans le cas des taxes indirectes — ou imposée par le marché et la concurrence fiscale qu'il fait naître entre les États, l'harmonisation fiscale a commencé de se réaliser pour les impôts sur les revenus de placement, pour les impôts sur les bénéfices des sociétés et, en principe, pour les taxes indirectes — TVA et accises⁽¹¹⁾. A mesure que progresse l'intégration des marchés, elle devrait s'étendre à l'ensemble des impôts frappant les transactions et les revenus des facteurs mobiles et, faute d'harmonisation négociée, se traduire par un alignement vers le « moins-disant » fiscal, sauf à envisager des transferts de compétences budgétaires à l'échelon communautaire. Il se pourrait donc qu'à terme, les seuls prélèvements obligatoires sur lesquels les autorités nationales disposeraient d'une certaine autonomie soient ceux qui frappent les facteurs peu mobiles — donc les revenus du travail — et les transactions locales, ce qui, outre les problèmes que cette évolution soulève en termes d'équité, rendrait partiellement illusoire la notion de souveraineté nationale sur la politique budgétaire. Indépendamment des contraintes additionnelles que les futures institu-

(11) Pour une analyse détaillée de ces questions, voir : Sterdyniak, Blonde, Cornilleau, Le Cacheux et Le Dem, 1991.

tions pourraient imposer au maniement des budgets nationaux, cette évolution risque de restreindre les possibilités d'ajustement différencié des économies aux divers chocs.

Quelle politique monétaire commune ?

Même s'il comporte, pour les pays membres, de nombreux inconvénients, le *statu quo* monétaire européen pourrait fort bien être maintenu dans les années à venir : en dépit de la libéralisation des mouvements des capitaux en Europe, malgré les profonds changements intervenus dans le contexte macroéconomique — désinflation, réunification allemande, etc. —, le fonctionnement de l'actuel SME ne donne pas lieu à des tensions plus insupportables que par le passé et assure, à l'évidence, une certaine stabilité monétaire dans la CE. Quelles que soient les motivations des gouvernements qui y adhèrent, le choix d'un système de monnaie unique en Europe nécessite que l'on apporte, d'emblée, des réponses claires à la question de la politique monétaire commune.

Le fonctionnement du SME a, comme on l'a rappelé, engendré une forme particulière — asymétrique — de coordination des politiques monétaires nationales de ses membres. Mais sa création n'avait pas exigé d'accord préalable sur ces questions, pas plus que la mise en place d'institutions nouvelles à l'échelon communautaire, ce qui explique qu'elle ait pu se faire sans révision des Traités. Certes, le SME comportait un embryon de banque centrale européenne — le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) —, mais, hormis la mise en commun symbolique d'une fraction des réserves et des fonctions techniques de compensation, ce fonds n'exerce aucune des compétences majeures d'une banque centrale.

En revanche, le choix d'instaurer, à terme, une monnaie unique implique clairement la création d'une véritable Banque centrale européenne (BCE), dont il convient de définir clairement les statuts, le mandat et les moyens d'action. Appelée à conduire la politique monétaire commune, la future BCE sera nécessairement un centre de décision unique, quelles que soient les modalités institutionnelles de son organisation (cf. *infra*). Mais avec quel statut, quel mandat, quels instruments et quels pouvoirs de contrôle ?

L'indépendance de la future Banque centrale européenne

La grande diversité des statuts des banques centrales nationales dans les pays membres de la CE — de l'indépendance garantie par la Constitution, comme en Allemagne ou aux Pays-Bas, par exemple, à une subordination plus ou moins étroite au pouvoir politique, comme en France, en Italie ou au Royaume-Uni — n'a pas empêché que se forme un consensus sur la nécessité de garantir l'indépendance de la BCE à l'égard de toutes les instances politiques, nationales et supranationales, de la Communauté, même si des divergences demeurent quant au

contenu précis de cette option générale. Cette convergence de vues, indispensable pour assurer l'adhésion de la Bundesbank (cf. *infra*), s'explique à la fois par des arguments théoriques et par l'expérience des deux dernières décennies en Europe. Les développements théoriques récents de l'économie politique de l'inflation — à la suite, principalement, des travaux de Barro et Gordon (1983) — ont souligné l'importance, dans la conduite de la politique monétaire et donc pour la stabilité des prix, des incitations auxquelles sont soumises les autorités monétaires ; en outre, le rôle déterminant de la crédibilité du choix anti-inflationniste de la banque centrale a fait l'objet de nombreux travaux. Dans cette perspective, les avantages qu'il peut y avoir à assurer l'indépendance des autorités monétaires sont évidents. Cette conviction a, sans aucun doute, été renforcée par l'observation de la stabilité monétaire allemande depuis le premier choc pétrolier, alors même que la plupart des autres pays membres de la CE souffraient d'inflation endémique ; les effets bénéfiques pour la désinflation de l'ancrage des monnaies de ces pays à la devise allemande n'ont fait que conforter la supériorité apparente de cette option.

Mais l'indépendance de la banque centrale comporte aussi des inconvénients. Outre le risque, maintes fois évoqué, d'absence de contrôle démocratique sur les orientations de la politique monétaire, l'attribution à des institutions autonomes des deux principaux instruments de la politique macroéconomique rend plus difficile la coordination entre autorités monétaires et autorités budgétaires. Même si les conflits, débouchant sur des orientations incohérentes, ne sont pas systématiques dans les pays où la banque centrale est indépendante du gouvernement, certains épisodes récents illustrent la possibilité de dosages (*policy mix*) peu souhaitables : ainsi, aux Etats-Unis, où au début des années quatre-vingt, la mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive, conjuguée à une politique budgétaire expansionniste, a suscité une forte hausse de taux d'intérêt, aboutissant à une quasi-paralysie de la politique budgétaire, dont la marge de manœuvre a été anéantie par le carcan de déficits publics élevés et auto-entretenus du fait des charges d'intérêt sur la dette publique ⁽¹²⁾ ; de même en Allemagne, les épisodes de tension entre les orientations de la Bundesbank et celles du gouvernement fédéral ont été nombreux au cours des années récentes. De telles difficultés de coordination pourraient se manifester d'autant plus fréquemment dans la future UEM que les principales autorités budgétaires demeurent les gouvernements nationaux, dont le nombre et la diversité ne favoriseront pas le dialogue avec la BCE.

L'inscription dans les textes de garanties juridiques d'indépendance de la banque centrale peut engendrer, par la suite, des pratiques fort diverses, dans la mesure où la banque n'agit jamais dans un « vide politique » complet. Selon que ses dirigeants sont plus ou moins sensibles aux mouvements de l'opinion, selon qu'ils doivent ou non rendre compte des résultats de leur action devant un parlement, etc., leurs

(12) Il est vrai que des situations similaires peuvent être observées, dans des pays où la banque centrale n'est pas aussi indépendante, tels l'Italie. Mais il s'agit là des conséquences de l'appartenance au SME, qui confère de facto à la banque centrale une certaine indépendance à l'égard du gouvernement, tant que celui-ci souhaite maintenir la parité de la monnaie dans le système.

orientations tiennent plus ou moins grand compte des circonstances et de la conjoncture générale. Ainsi la banque centrale américaine est-elle beaucoup plus encline à pratiquer une politique monétaire de régulation conjoncturelle — voire, ces dernières années, de « *fine tuning* » — que la Bundesbank, moins soumise aux pressions politiques, notamment parlementaires. Mais même celle-ci a été plusieurs fois contrainte, ces dernières années, d'accepter et d'accommoder des décisions gouvernementales — création du SME, réunification allemande — ayant des conséquences majeures sur la conduite de la politique monétaire.

Quelle stabilité des prix ?

Le mandat de la future Banque centrale européenne comporte, lui aussi, des implications fort diverses selon la manière dont il sera interprété lors de sa mise en œuvre. L'assignation à la banque centrale d'un objectif de stabilité des prix est une caractéristique commune à toutes les institutions monétaires nationales existantes. Il est, d'ailleurs, assez naturel qu'il en soit ainsi, dans les systèmes monétaires contemporains fondés sur l'émission de monnaies fiduciaires, sans contreparties réelles : la valeur de la monnaie — et donc la confiance que les agents économiques ont en elle — ne repose que sur son pouvoir d'achat en termes de biens.

Mais quelle stabilité des prix ? La première difficulté à résoudre dans la future union monétaire européenne est celle du choix d'un indicateur unique du niveau général des prix à la consommation. Choisira-t-on une moyenne pondérée des niveaux de prix nationaux ? Avec quelles pondérations ? Le choix de l'indicateur de performance de la politique monétaire n'est jamais indifférent⁽¹³⁾ ; dans le contexte européen, il est d'autant plus crucial que les économies des pays membres sont hétérogènes et que, comme on l'a souligné précédemment, le processus de convergence implique des évolutions différenciées des coûts et des prix dans les divers pays membres.

La seconde source d'imprécision du mandat tient au choix du taux d'inflation que la banque considérera comme « satisfaisant ». Qu'entend-on par « stabilité des prix » ? Est-ce une inflation nulle ? Un rythme annuel de 3 %, ou de 5 % ? La marge d'interprétation est importante et il est clair que, selon les pays et selon les époques, le taux jugé acceptable peut varier sensiblement. Or le choix de l'objectif final conditionnera, dans une large mesure, le degré de restriction de la future politique monétaire commune.

Enfin, dans la mesure où le taux d'inflation varie en réponse aux fluctuations cycliques de l'activité et aux différents chocs qui affectent les économies, la banque centrale devra fixer son objectif, non seulement en termes de taux-cible, mais également en termes de fourchette de variation — ou du moins de plafond. Adhérera-t-elle à un objectif

(13) L'exemple récent du Royaume-Uni, où l'indice des prix à la consommation incluait le coût des intérêts hypothécaires, ce qui tendait mécaniquement à faire monter l'indice en cas de politique monétaire restrictive, illustre l'importance de ce choix d'indicateur.

rigide de 3 %, en durcissant fortement sa politique monétaire dès lors que le taux observé s'en écarterait vers le haut ; ou, au contraire, tolérera-t-elle qu'il dépasse sensiblement l'objectif, tout en s'efforçant d'éviter les dérapages, comme semblent le faire les autorités monétaires américaines, par exemple ? A l'évidence, la manière dont sera interprété le mandat de la banque centrale déterminera la rigueur des orientations monétaires.

Instruments et objectifs intermédiaires de la politique monétaire commune

La future Banque centrale européenne devra, pour mener à bien son mandat, disposer d'instruments lui permettant d'affecter les conditions monétaires dans l'ensemble de la Communauté. Or les moyens d'action dont usent aujourd'hui les banques centrales nationales sont extrêmement divers, en dépit d'une certaine convergence des pratiques au cours des années récentes (Alleron, 1990 ; Frankel et Montgomery, 1991). Cette diversité tient, pour beaucoup, aux spécificités nationales de l'organisation des systèmes bancaires et financiers : les circuits de financement — et notamment l'importance relative du rôle des banques et des marchés financiers dans le financement de l'investissement des différents secteurs — et les structures de placement de l'épargne varient considérablement d'un pays à l'autre. L'ensemble des réglementations bancaires — règles prudentielles, réserves obligatoires... — devra sans doute être harmonisé, ce qui impliquera des modifications substantielles des législations nationales et le choix d'un modèle commun d'organisation ⁽¹⁴⁾.

A supposer même qu'une certaine décentralisation des procédures de contrôle monétaire puisse être maintenue pendant les phases transitoires et, peut-être, lorsque l'unification monétaire sera achevée, le choix des objectifs intermédiaires internes — taux d'intérêt et/ou agrégats monétaires — et des modalités d'intervention en vue de leur contrôle présente également de nombreuses difficultés. Si l'on opte pour des objectifs quantitatifs, comment construire un agrégat pertinent, alors qu'un pareil choix est déjà si malaisé dans le cadre national et que l'hétérogénéité des structures bancaires des pays membres est considérable ? Si, comme l'indique la pratique courante des banques centrales existantes, le taux d'intérêt commun devient le principal instrument de la politique monétaire de la BCE, il conviendra, sans doute, de centraliser les interventions sur le marché monétaire de l'ECU, comme c'est le cas dans tous les systèmes monétaires nationaux, même lorsqu'ils sont de type fédéral ; or aucune des places financières européennes ne s'impose clairement pour cette tâche.

En outre, la question des objectifs extérieurs de la politique monétaire ne peut être éludée : le niveau du taux de change de la monnaie

(14) Les difficultés observées ces dernières années dans le système bancaire et financier américain — encore largement organisé sur une base régionale — et les tendances uniformisantes de la réforme en cours dans ce pays témoignent de l'importance de ces facteurs.

européenne vis-à-vis des devises tierces — dollar et yen, principalement — et le solde courant figureront nécessairement parmi les objectifs intermédiaires des politiques macroéconomiques en Europe ; or les choix opérés par la BCE et ses orientations internes interagiront avec ces variables extérieures. Confiera-t-on à la BCE la responsabilité de la politique de change ? Mais pourrait-il en être autrement si l'on souhaite garantir son indépendance dans la conduite de la politique monétaire européenne ?

Du rapport Delors aux projets soumis à la conférence intergouvernementale : les dernières avancées de l'Europe monétaire

En mai 1989, le rapport Delors (CE, 1989), suscité par l'Acte unique et la perspective du grand marché de 1993, relançait les pays européens sur la voie de l'union économique et monétaire. Que s'est-il passé depuis lors ? Les négociations ont progressé. En juin 1991, la présidence luxembourgeoise a publié un projet de Traité sur l'union, synthèse des travaux de deux conférences intergouvernementales menées parallèlement, l'une sur l'union économique et monétaire et l'autre sur l'union politique. Les discussions de la conférence intergouvernementale sur l'union monétaire, réunie en décembre 1990, portaient en particulier sur deux textes : un projet de révision de Traité de la CE, et un projet de statut du Système européen de banques centrales (SEBC). Quelles seront les conclusions des travaux qui doivent s'achever en décembre 1991 ? Les pays membres prendront-ils un engagement ferme sur la révision des Traités ? L'heure est plutôt à l'affirmation de positions nationales différant, voire s'opposant, dans le cas britannique, au projet actuel (cf. *infra*).

Le rapport Delors : référence des projets actuels

La question de l'unification économique et monétaire européenne n'est pas nouvelle ; elle s'est posée de manière récurrente depuis la création de la CE. Ainsi pouvait-on croire, à la lumière du rapport Werner (CE, 1970), qu'elle serait réalisée en 1980, des taux de change fixes reliant irrévocablement les monnaies européennes entre elles. Les perturbations internationales des années suivantes ont eu raison de cet objectif ambitieux. On pouvait craindre que le rapport Delors ne subisse le même sort que le rapport Werner, avec lequel il a de nombreuses similitudes. Mais ce rapport, établi par un groupe d'experts et les gouverneurs de banques centrales des pays membres sous la présidence de J. Delors, et signé par tous les gouverneurs, a conduit à l'engagement de l'ensemble des pays de se diriger vers la monnaie unique. Cet engagement général a été rendu possible par le caractère

consensuel du rapport, qui prenait des options fermes tout en ayant soin de laisser de grandes plages d'imprécision (Le Cacheux, Mathieu et Sterdyniak, 1989).

Les options fermes du rapport Delors

Vers l'union économique et monétaire

Alors que les pays de la CE avaient, après l'avènement des changes flottants, renforcé leur coopération monétaire, avec la création du serpent puis du SME, le rapport Delors se replace dans une perspective à la fois économique et monétaire, et est en cela dans la lignée du rapport Werner. Il prend clairement place, dans le débat qui oppose de longue date « économistes » et « monétaristes », parmi les premiers : pour le comité Delors, l'unification monétaire ne peut être achevée sans convergence des structures économiques et des politiques budgétaires et monétaires.

Vers la monnaie unique

Le rapport se prononce pour une monnaie unique, qui serait l'aboutissement du processus menant à la fixité irrévocable des taux de change entre monnaies européennes. C'est, comme dans le rapport Werner, la forme forte de l'union monétaire qui est l'objectif à atteindre.

Pour réaliser cet objectif, le rapport repousse l'idée d'une monnaie commune parallèle. Ainsi, les projets de création d'une treizième monnaie, circulant en concurrence avec les monnaies nationales, sont écartés. Cette monnaie, privée pour certains, ou institutionnelle pour d'autres, serait, pour une raison indéterminée, attractive et se substituerait progressivement aux monnaies nationales. Certains pensaient ainsi que l'ECU était à même de jouer ce rôle : il avait connu un certain essor sur les marchés financiers dans les années suivant sa création. Mais, en fait quelles sont ses capacités à supplanter les monnaies nationales ? En tant que panier, il est forcément moins bon que la meilleure des monnaies qui le composent. Pour éliminer cet inconvénient, certains ont pensé à le réformer, en l'indexant par exemple à la plus forte des monnaies, ce qui de fait le rendrait peu différent du mark. L'unification doit résulter d'un processus institutionnel, et non pas de marché (Le Cacheux, Mathieu et Sterdyniak, 1990).

Une unification progressive

Le rapport a rejeté l'idée d'une unification brutale, où la monnaie unique remplacerait les monnaies nationales sans aucune phase de transition. L'approche retenue est extrêmement progressive. Trois étapes sont distinguées. Au cours de la première, les pays s'engagent sur le processus d'unification. Le rapport souhaitait que les pays

s'engagent rapidement dans cette phase, ce qui a été fait en juillet 1990, lors de la libéralisation totale des mouvements de capitaux. Cette première phase doit être celle d'un renforcement de la convergence économique en Europe, reposant notamment sur la réalisation du marché unique, une réforme des fonds structurels de la CE et la coordination des politiques économiques. La deuxième phase doit, grâce à un renforcement de la coordination des politiques économiques, permettre une stabilisation des taux de change, qui mène à la troisième et dernière étape. En octobre 1990 au sommet de Rome, les pays de la CE, à l'exception du Royaume-Uni, ont signé un texte selon lequel cette phase débiterait avant la fin 1994. Mais cette échéance n'est pas définitive, et la presse a fait écho depuis lors, notamment outre-Rhin, de 1996. Pour le moment la durée de la deuxième phase n'est pas fixée. Son achèvement conduira à la troisième et dernière phase : celle de l'union économique et monétaire.

Le cadre institutionnel de l'unification : le SEBC

La seule institution prévue par le rapport est le système européen de banques centrales (SEBC) ou Eurofed. Ce système serait de type fédéral et indépendant. Ainsi, si l'on pouvait s'interroger lorsque la France avait relancé le débat sur l'union monétaire en 1988 sur le statut de banque centrale, de type allemand ou français, le rapport Delors a tranché et la banque centrale sera indépendante.

Les zones d'ombre du rapport

Les phases de transition : quelles durées et de quelle manière ?

En dehors de l'engagement sur la première phase, aucune échéance n'est suggérée par le rapport. C'est là une différence essentielle avec son prédécesseur, qui prévoyait un calendrier très précis. Cette souplesse constitue bien sûr un atout sur le plan diplomatique, en ce qu'elle évite de bloquer le processus d'unification. Un pays ne peut pas refuser de s'engager sur l'objectif final pour des motifs d'échéancier, que ces pays soient, tels les Britanniques, très réticents à l'idée d'union monétaire, ou comme les pays les plus pauvres d'Europe, éventuellement inquiets du niveau de convergence initial. Mais cette souplesse risque de repousser indéfiniment la réalisation de l'union. Le passage à la deuxième phase est conditionné au degré de convergence des économies et la coordination des politiques monétaires et économiques peut mettre longtemps à atteindre la fixité totale des taux de change.

L'incertitude engendrée par l'absence de calendrier précis est renforcée par le fait qu'aucun cadre institutionnel n'est proposé pour la coordination des politiques économiques. Il est simplement indiqué que la Commission pourrait ainsi fixer des limites aux déficits budgétaires nationaux.

La responsabilité de la politique monétaire

Qui aurait la responsabilité de la conduite de la politique monétaire pendant les phases de transition ? Dans quelle mesure la Banque centrale aurait-elle pouvoir sur les banques nationales ? Le rapport n'est pas clair sur ce point. Il ne l'est pas non plus sur les instruments de politique monétaire et sur l'organisation des marchés. Comment se ferait l'harmonisation ? Rien n'est explicite. Ainsi, quels seraient les taux de réserve des banques, sachant que lorsque le marché unique sera en place, rien n'interdira aux banques de déplacer leurs activités. Ne risque-t-il pas d'y avoir des effets pervers et déstabilisants pour les systèmes financiers (ratios prudentiels des banques, taux de réserves obligatoires, ...) ?

En résumé, les pays se sont engagés sur un objectif précis : l'union économique et monétaire, mais ils ne savent pas véritablement vers quel type d'union ils se dirigent ni par quels moyens ils vont l'atteindre. Ce caractère général fondamental du rapport a permis qu'il soit adopté à l'unanimité, mais nécessite que les pays s'impliquent plus fortement sur un projet de révision des Traités pour que l'on progresse sur le chemin de l'union. Les projets discutés par la conférence intergouvernementale depuis décembre dernier sont-ils plus clairs et remettent-ils en cause certaines dispositions du rapport ?

Le projet de statuts du SEBC et de la Banque centrale européenne ⁽¹⁵⁾

Le SEBC était l'un des points les plus achevés du rapport Delors. Les projets de statut actuels le précisent encore plus.

Les certitudes

Les objectifs du SEBC

L'objectif premier du SEBC est d'assurer la stabilité des prix. Dans le respect de cet objectif, la BCE doit conduire une politique aidant à la réalisation des objectifs de politique économique de la CE. Cette mission ressemble de manière frappante à celle conférée à la Deutsche Bundesbank. Des garde-fous sont mis en place de façon à éviter que les dirigeants de la BCE, quel que soit leur degré d'indépendance, puissent se détourner de leur ligne de conduite, et éventuellement mener des politiques monétaires accommodantes à l'image de l'expérience américaine où le « *fine-tuning* » est redevenu une pratique après plusieurs années de politique monétariste.

(15) Les documents officiels analysés dans cette partie sont : Comité des gouverneurs des banques centrales, 1990.

Pas de financement monétaire

Tout serait fait pour que le fonctionnement du système ne puisse remettre en cause l'objectif de stabilité des prix, ce qui signifie en particulier que les institutions communautaires, comme les gouvernements et les entités publiques, ne pourront pas s'endetter directement auprès du système, que ce soit par l'intermédiaire de la BCE ou des banques centrales nationales. Il s'agit d'empêcher tout financement monétaire de politiques budgétaires expansionnistes et des déficits. Mais interdire un financement direct ne signifie pas supprimer les financements monétaires : ceux-ci pourraient notamment s'opérer par le biais de la politique d'*open-market*.

Dans sa conclusion, le rapport introductif au projet de statut souligne que le succès du fonctionnement du SEBC ne dépend pas exclusivement de ses caractéristiques institutionnelles et opérationnelles et prend référence sur le rapport Delors pour lequel « unification économique et unification monétaire forment les deux parties intégrantes d'un tout et doivent être engagées en parallèle. En fait, le système ne sera en mesure d'atteindre son objectif de stabilité des prix que si des progrès sont faits dans le domaine économique, en particulier en ce qui concerne la discipline budgétaire » (traduction du texte anglais ; Comité des gouverneurs des banques centrales, 1990). Le principe de l'orthodoxie monétaire ne peut être plus clairement affiché.

Un système indépendant

Pour assurer l'objectif premier de stabilité des prix, le système doit être indépendant des pouvoirs politiques. D'une part les intérêts nationaux peuvent être différents, d'autre part les hommes politiques peuvent avoir des intérêts de court terme, motivés par des échéances électorales. Il est expressément interdit à la BCE, comme aux banques centrales nationales, de rechercher ou de tenir compte d'une instruction des instances communautaires, des gouvernements nationaux ou de quelque autre institution. En parallèle, la CE et les pays membres doivent s'engager à respecter ce principe et à ne pas influencer le SEBC (sic).

Le mode de nomination des responsables de la BCE joue un rôle primordial pour l'indépendance du système : une nomination sur une période relativement longue est un gage d'indépendance du système. Le président et le vice-président seraient nommés pour une durée de huit ans. Cette durée, qui est conforme à l'exemple américain, est généralement associée au principe d'une BCE indépendante et figurait déjà dans le rapport Delors. Sur ce point, le projet de traité sur l'union diffère quelque peu en précisant que ces mandats ne seraient pas renouvelables. En outre, le projet de statuts du SEBC indique que les statuts des banques centrales nationales devraient assurer que le terme des mandats des gouverneurs ne soit pas inférieur à 5 ans. L'indépendance du système doit être assurée à tous les niveaux.

Les organes de décision du SEBC

Le Conseil de la BCE serait composé d'un président, d'un vice-président, des autres membres du Directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales. Les membres du Directoire, au nombre de six, dont le président et le vice-président de la Banque centrale, seraient choisis pour leur compétence dans les domaines monétaire et bancaire. Ils exerceraient leur fonction à plein temps, avec interdiction de percevoir une rémunération et d'exercer une activité extérieure à la BCE, sauf à en être mandaté par elle.

Le Conseil européen déciderait de la quasi-totalité des nominations du SEBC. Le président et le vice-président seraient nommés par le Conseil européen, après avis du Conseil de la BCE et consultation du Parlement européen. Les autres membres du Directoire seraient nommés par le Conseil européen, après avis du Conseil. Les gouverneurs des banques centrales nationales seraient choisis par les autorités nationales, après consultation du Conseil.

La gestion de la politique monétaire

Le Conseil de la BCE sera responsable de la définition et de la conduite de la politique monétaire. Il sera ainsi notamment chargé de l'émission monétaire, des opérations d'*open-market*. Le Directoire sera chargé de l'application des décisions.

Le cadre institutionnel

Centralisme et fédéralisme...

Le système proposé est de type fédéral : la banque centrale européenne définissant la politique monétaire et les banques centrales nationales étant chargées de les mettre en application. Cette structure, proposée dans le rapport Delors, est à l'image des systèmes des Etats-Unis et de l'Allemagne. Le principe est d'avoir une politique monétaire et une responsabilité centralisées. Cependant, les pays membres auraient voix au chapitre dans la mesure où les gouverneurs des banques centrales nationales seraient membres du Conseil et où leurs positions compterait à hauteur d'une voix par pays. Toutefois, en cas de blocage, la voix du président serait prépondérante. Le Conseil décidera des règles de procédure qui détermineront l'organisation interne de la BCE et de ses organes de décision.

... régis par le principe de subsidiarité

Le système repose sur ce principe fondamental. Le projet n'implique pas une uniformisation des systèmes nationaux. Seule la BCE a des fonctions clairement définies. Les banques nationales garderaient leur autonomie, dans le respect de l'application des objectifs communautaires. Ainsi resteraient-elles autonomes pour l'établissement des paiements, la réglementation du système bancaire et les opérations avec les

institutions publiques. Elles pourraient remplir des fonctions autres que celles décrites dans le statut, sauf si elles contrevenaient aux objectifs et tâches du SEBC. Mais la lecture de l'article conduit à s'interroger sur la portée réelle de l'autonomie des banques centrales nationales à l'égard du système : cette autonomie ne serait au plus que de type organisationnel.

Responsabilité du SEBC et démocratie

Les statuts de la BCE et du SEBC devront être approuvés par les Etats membres et ratifiés par leurs Parlements. Mais, une fois en place, quelle sera la transparence du système ? Elle prendrait la forme de la présentation d'un rapport annuel de la BCE au Conseil européen, au Conseil des Communautés européennes et au Parlement. En outre, le président du Conseil des CE et un membre de la Commission pourraient assister aux réunions du Conseil de la BCE. De plus, la BCE ferait régulièrement un rapport sur les activités du système et en publierait les états financiers consolidés. Mais quel serait le véritable contrôle démocratique sur la banque centrale ? Les parlementaires (cf. Parlement européen, 1990) ont souligné le rôle par trop consultatif du Parlement européen et les risques d'une dérive anti-démocratique.

Les limites et les questions en suspens

Qui déterminera la politique de change ?

La BCE conduirait la politique de change communautaire une fois l'UEM réalisée, mais qui décidera de la politique de change ? Le projet n'est pas clair sur ce point. Il est simplement indiqué que la BCE serait consultée, dans le but d'atteindre un consensus compatible avec l'objectif de stabilité des prix, avant toute décision de modification des politiques de change vis-à-vis des monnaies tierces. La question est d'importance, puisque, et c'est là l'un des avantages souvent mis en avant de l'unification, la monnaie européenne pourra prétendre à jouer le rôle de monnaie de réserve aux côtés du dollar et du yen. Mais cette question n'est pas tranchée pour le moment. Va-t-on opter pour un système à « l'allemande », où le gouvernement est responsable de la politique de change, mais prend ses décisions en accord avec la banque centrale ? Quels seraient les poids respectifs des gouvernements nationaux et des instances communautaires ? Quel sera le poids exact de la BCE ? Le commentaire des projets de statuts indique que, si la détermination des régimes de change relève en dernier ressort des autorités politiques, certains membres du Comité des gouverneurs pensent que l'assentiment de la BCE est nécessaire.

Quel degré d'unification dans le domaine financier ?

Pour ce qui concerne la gestion des réserves des banques centrales nationales, la BCE fixerait des taux de réserve minima. Elle superviserait

les ratios prudentiels et les réglementations bancaires nationales. Mais sur ce point, le projet de statut ne donne pas de réponse claire. On ne sait pas comment se fera l'harmonisation. Les pays n'ont qu'une obligation de résultats — mettre en œuvre les décisions prises par la BCE —, le choix des moyens utilisés étant laissé à leur discrétion. L'unification se fera-t-elle simplement par le jeu des marchés, et à quel coût pour les systèmes nationaux ?

Le projet de Traité sur l'union ⁽¹⁶⁾

Le projet de Traité sur l'union présenté par la présidence luxembourgeoise reprend en grande partie l'avant-projet présenté par la Commission (CE, 1990a). Ces projets reposent sur la philosophie du rapport Delors : une approche institutionnelle, conduisant de manière progressive à la fixation irrévocable des taux de change. S'ils précisent quelques points, les véritables questions laissées en suspens par le rapport demeurent sans réponse.

Dans le projet de la présidence luxembourgeoise, l'union économique et monétaire doit permettre « un développement harmonieux et équilibré des activités économiques dans l'ensemble de la Communauté, une croissance durable et non inflationniste respectant l'environnement, un haut degré de convergence des performances économiques, un niveau d'emploi et de protection sociale élevé, le relèvement du niveau et de la qualité de la vie, la cohésion économique et sociale et la solidarité entre les Etats membres ». Comment cet objectif ambitieux peut-il être atteint ?

La politique économique

Elle est considérée d'intérêt commun et doit être coordonnée au sein du Conseil. Ici, le lecteur est renvoyé à une note de bas de page indiquant que la Commission estime qu'il faut des dispositions pour assurer un rôle aux ministres de l'Economie et des Finances. Le Conseil déciderait à la majorité qualifiée des orientations de la politique de la CE et des Etats membres, après débat au Conseil européen et proposition de la Commission. Dans le projet de la Commission, celle-ci serait chargée de faire des rapports sur la situation économique des pays et de formuler des orientations pluriannuelles. Ce dernier point n'était pas indiqué dans le rapport Delors. Si des situations étaient déclarées incompatibles avec les orientations décidées, elles feraient l'objet de recommandations, rendues publiques si elles n'étaient pas appliquées.

L'éventualité d'une assistance financière, accordée à un pays en cas exceptionnel, est évoquée. Mais les moyens de la Communauté seraient-ils renforcés ? Serait-il question de réformer les fonds structurels ? Le budget de la CE serait-il augmenté ? Quel type de politique régionale envisage-t-on ?

(16) Les documents officiels analysés dans cette partie sont : CE, 1990a ; Présidence luxembourgeoise, 1991.

Pas de déficits budgétaires « excessifs »

Les projets indiquent qu'il faut éviter les déficits budgétaires « excessifs ». Les dispositions nécessaires à la réalisation de cet objectif doivent s'appliquer au plus tard au début de la deuxième phase, soit au 1^{er} janvier 1994.

Mais qu'appelle-t-on « excessif » ? Quels sont les critères ? Le projet en évoque plusieurs, tels les rapports de la dette publique et du déficit public au PIB, ou « l'évolution de la relation entre le déficit et les dépenses d'investissement public ». Si ces critères peuvent paraître simples et faciles à mesurer, le problème est de les normer quantitativement. Il faut déjà s'entendre sur les concepts des comptabilités publiques, qui ne sont pas immédiatement comparables. Mais, après harmonisation, comment serait définie la norme à atteindre ? Cela est d'autant plus important que tous les pays ne partent pas du même niveau : le déficit italien n'a rien de comparable avec le déficit allemand.

Les déficits « excessifs » feraient l'objet de recommandations du Conseil européen, sur avis de la Commission. Ces recommandations seraient adressées au pays concerné, puis rendues publiques si elles n'étaient pas suivies d'effets « dans les délais prescrits », et enfin des sanctions seraient envisagées. Il est intéressant de noter qu'à ce stade des discussions, la nature des sanctions est « à préciser dans des travaux futurs ». Quelles dispositions pourraient limiter les déficits les plus élevés dans un délai donné ? Quelle serait la durée d'adaptation accordée ? On perçoit ici que la phase de transition peut s'avérer longue, si l'on écarte l'hypothèse d'une convergence spontanée. Comment traitera-t-on des déficits liés au ralentissement de l'activité ?

Cette préoccupation vise à éviter le financement des déficits budgétaires sur les marchés de capitaux. Car, si l'union monétaire interdit le financement monétaire des déficits, elle peut en faciliter le financement obligataire. En effet, le recours au marché serait moins pénalisant que dans le cas présent, dans la mesure où, dans un marché européen unifié des capitaux, l'élévation des taux d'intérêt serait moindre que sur les marchés nationaux. Mais, en corollaire, l'augmentation des taux se diffuserait dans l'ensemble des pays. On pourrait ainsi avoir de fait des politiques plus expansionnistes que dans le cadre actuel du SME. Toute la question est de savoir comment des règles très strictes pourraient être mises en place par le Conseil, sachant que leur adoption nécessiterait un vote à la majorité qualifiée, dans lequel, selon la pondération en vigueur, l'Allemagne ne pèserait pas plus que le Royaume-Uni, l'Italie ou la France.

Les institutions

Un Comité monétaire serait créé et remplacé, lorsque le SEBC exercerait ses fonctions, par un Conseil économique et financier. Ce comité, au rôle consultatif, suivrait « la situation économique et financière », ferait rapport sur les relations financières avec les pays tiers, et

pourrait formuler des avis. Il serait composé de représentants des Etats membres, de la Commission et du SEBC.

Les phases transitoires

La date du 1^{er} janvier 1994 comme début de la deuxième phase a été acceptée par tous les pays membres, à l'exception du Royaume-Uni, lors du sommet de Rome.

La phase finale n'est toujours pas datée, mais la procédure d'adoption d'une date serait la suivante : la Commission et la BCE devront présenter au Conseil, avant la fin 1996, un rapport sur les avancées de l'unification dans les domaines économique et monétaire. Après consultation du Parlement européen, le Conseil remettra alors un rapport au Conseil européen, qui fixera le début de la phase finale. Les critères de convergence explicitement déterminants dans la décision du Conseil européen seront les suivants : stabilité des prix, soldes budgétaires et taux d'intérêt.

La fixation de l'entrée en vigueur de la phase finale n'implique pas que tous les pays s'y engagent en même temps : des dérogations sont prévues. C'est ici encore le Conseil qui les déterminera, après consultation de la BCE. De même le Conseil fixera, à l'unanimité des pays membres participant à la phase finale, après consultation de la Commission et de la BCE, les taux de change entre les pays impliqués dans cette phase. Le Conseil sera aussi chargé de faire de l'Ecu la monnaie unique. Le SEBC aura ses pleins pouvoirs. Tel que ce projet le présente, on peut donc penser que le passage à la dernière phase sera plus ou moins rapide, et avec plus ou moins de pays ; l'incertitude est liée à l'état des convergences, dont on apprécie par ailleurs mal comment il sera jugé suffisant : attend-on un strict alignement des prix, et des taux d'intérêt ? Comment estime-t-on que des soldes budgétaires sont suffisamment convergents (en points de PIB,...) ?

Mise en place du SEBC

Le projet des gouverneurs, daté de la fin 1990, ne dit rien sur les dispositions transitoires, qui étaient alors « à l'étude ». Par contre, le projet de Traité sur l'union est plus précis.

Le SEBC entrerait en fonction au 1^{er} janvier 1996, soit deux ans après l'entrée en vigueur présumée de la deuxième phase. Les monnaies de tous les pays membres devraient alors se situer à l'intérieur des marges de fluctuation étroites, des dérogations — temporaires et liées à la situation économique d'un pays — étant cependant prévues. Pendant cette phase, la coopération monétaire serait renforcée. La BCE serait chargée de gérer l'ECU, future monnaie européenne. Visiblement, la coopération monétaire se ferait au sein du Conseil.

Comment se prendraient les décisions de modification de change, à la fois entre monnaies du système et vis-à-vis des monnaies tierces ?

Par exemple, à la suite d'un choc asymétrique, un pays pourrait-il décider d'une modification de parité avec l'accord des autres gouvernements (conseil ECOFIN), ou la BCE aurait-elle un mot à dire ? Dans une situation, où, comme au début des années quatre-vingt, le dollar varierait fortement, comment gérerait-on les évolutions du mark, monnaie de réserve, et celles des autres monnaies du système ?

L'autonomie des banques centrales

Le rapport Delors indiquait simplement qu'il « conviendrait d'envisager d'étendre la portée d'autonomie des banques centrales ». Le projet actuel de révision des traités souhaite que le processus de renforcement de l'indépendance des banques centrales nationales soit engagé avant le début de la deuxième phase, l'indépendance devant être effective au plus tard lors du passage à la troisième phase.

La création d'une BCE était la seule institution envisagée par le rapport Delors. Il en est de même deux ans plus tard. On connaît désormais, avec force d'articles ne laissant pas place à interprétation, le carcan qui entourera la future BCE, de ses objectifs à son organigramme. Par contre, on dispose toujours d'une grande liberté pour imaginer la nature de la coordination économique. L'habileté des projets consiste à permettre l'avancée des débats tout en ménageant les points de vue nationaux. Cette problématique en termes de convergence et de cohésion se retrouve régulièrement dans les textes de la Commission ou du Parlement. Les tractations politiques forment de véritables feuillets, dont chaque épisode contient sa dose de « suspens ».

Ce qui s'est renforcé depuis le rapport Delors, c'est l'idée que l'union monétaire sera de type allemand. Mais l'objectif de stabilité monétaire maximale a des coûts qui ne sont pas encore totalement acceptés par tous. Bien sûr, si, comme le disait récemment M. Schlesinger, actuel gouverneur de la Bundesbank, l'opinion publique était partout, comme en Allemagne, convaincue des bienfaits de la stabilité des prix, comme fondement de la croissance économique, l'unification se ferait plus facilement. Mais, en dehors de l'Allemagne, les mémoires ne sont pas forcément traumatisées par le souvenir de l'hyperinflation.

Les contre-projets et propositions nationaux

Tant la démarche générale proposée par le rapport Delors que les principaux aspects des projets de révision des Traités et de statut de la future banque centrale européenne ont reçu l'assentiment de principe de onze des douze gouvernements de la CE ; seul le gouvernement britannique s'est désolidarisé d'emblée de la philosophie de l'unification qui inspire le rapport — cependant signé par les douze gouverneurs des banques centrales, y compris celui de la Banque d'Angleterre — et a soumis un contre-projet radicalement différent.

Parmi les autres membres, des divergences demeurent toutefois sur différents points. Elles sont, pour une part, attribuables aux spécificités des situations économiques actuelles, mais également des institutions, traditions et pratiques des politiques monétaires et budgétaires dans les divers pays membres. Outre ces divergences entre gouvernements nationaux, d'autres sont aussi perceptibles, à l'intérieur de chaque pays, entre autorités politiques et banque centrale — notamment en Allemagne, où les priorités du gouvernement fédéral, inspirées par des considérations politiques, ne coïncident pas avec celles de la Bundesbank, indépendante et attachée à la stabilité monétaire. Le projet issu du rapport Delors, élaboré par les gouverneurs, fait la part belle à l'indépendance des autorités monétaires européennes, qu'il s'agisse du futur SEBC ou des banques centrales nationales qui en seront les membres et dont le statut devra être amendé dans ce sens là où il n'assure pas cette indépendance. Mais, comme lors des négociations précédant l'institution du SME, c'est aux seuls gouvernements qu'appartiendra la décision finale.

Dans la phase actuelle des négociations, chacun des protagonistes s'efforce de faire adopter des règles destinées à éviter les dangers qu'il considère comme les plus probables et les plus néfastes de son point de vue. Il est naturel qu'à ce stade « constitutionnel », chacun essaie d'évaluer toutes les éventualités et de se prémunir par des règles : les pratiques qu'engendreront ces institutions n'en seront qu'un peu moins imprévisibles. Mais il y a en outre, derrière la multiplicité des propositions ponctuelles d'amendement émises par les différents pays participants, le souci de se ménager une position forte dans la négociation, afin de pouvoir, le cas échéant, troquer une adhésion contre des concessions et compensations : ainsi, l'Irlande et les pays du sud pourraient, comme lors de la création du SME, obtenir, en échange de leur ralliement à un projet commun, une augmentation des transferts budgétaires en provenance des autres Etats au titre des politiques structurelles et régionales de la Communauté.

Le contre-projet britannique

La publication en mai 1989 du rapport Delors a suscité, de la part du gouvernement britannique, une réaction de rejet quasi immédiat et l'élaboration d'un contre-projet dont la philosophie est radicalement différente. Peu enthousiaste sur l'objectif-même de l'unification monétaire, le gouvernement britannique d'alors était, pour des raisons doctrinales, franchement hostile à la démarche institutionnelle adoptée par le rapport Delors, derrière laquelle il décelait la conclusion entre autorités monétaires nationales et gouvernements, en vue d'imposer un certain type d'ordre monétaire. Explicitement inspiré par une approche libérale des questions monétaires — la notion hayekienne de concurrence entre les monnaies —, le contre-projet du Trésor britannique ressuscitait l'idée, plusieurs fois avancée dans les années soixante-dix, d'une réalisation progressive et spontanée de l'unification monétaire grâce à la mise à disposition des marchés d'une monnaie parallèle, dont les qualités intrinsèques auraient suffi à faire qu'elle s'imposât d'elle-même,

évinçant peu à peu les différentes devises nationales dans leurs différents usages. Cette « treizième monnaie » devait naître d'une transformation radicale de l'ECU actuel, qui troquerait sa définition présente de panier de monnaies pour devenir un « ECU lourd » (*Hard ECU*), dont l'organisme émetteur, un Fonds monétaire européen qui se substituerait à l'actuel FECOM, garantirait le pouvoir d'achat en s'assurant qu'il soit toujours la monnaie la plus forte du SME.

Souffrant de nombreuses faiblesses conceptuelles (Le Cacheux, Mathieu et Sterdyniak, 1990 ; Bofinger, 1991), le contre-projet britannique, qui n'a jamais été véritablement inscrit à l'ordre du jour des discussions communautaires sur l'union monétaire, ne semblait pas en mesure de donner naissance à une organisation monétaire viable. En outre, bien que présenté explicitement comme le meilleur moyen de poursuivre l'objectif de stabilité des prix en Europe, sur lequel toutes les banques centrales et tous les gouvernements semblent aujourd'hui s'accorder, il ne pouvait obtenir l'adhésion des autorités des onze partenaires du Royaume-Uni, attachées à la mise en œuvre d'un processus qu'elles soient en mesure de contrôler, donc à la démarche progressive et institutionnelle proposée par le rapport Delors.

Depuis le changement de gouvernement au Royaume-Uni et l'adhésion de la livre sterling au mécanisme de change du SME, les autorités britanniques ne semblent pas vouloir défendre activement ce contre-projet ; elles demeurent toutefois hostiles à l'objectif d'unification monétaire tel qu'il est accepté par les onze autres membres. Opposées à l'idée d'une « Europe à deux vitesses », elles insistent sur la nécessité d'une plus grande convergence — notamment en matière de stabilité des prix — comme préalable à toute avancée dans le processus d'intégration et s'élèvent contre toute proposition visant à limiter la souveraineté nationale en matière budgétaire. De ce fait, si le contre-projet britannique ne constitue pas une réelle alternative aux projets actuellement discutés, la tactique du gouvernement britannique dans la négociation lui permet de rallier des soutiens chez ses partenaires sur tel ou tel point, tout en réaffirmant la préférence traditionnelle des dirigeants britanniques pour une Europe « réduite aux acquêts », privilégiant l'intégration des marchés et l'« élargissement » dans le but, avoué, de faire de la Communauté une zone de libre-échange, sans toutefois rejeter l'idée d'avancées sur le terrain de l'union politique.

Dans ces conditions, les risques d'un enlisement des négociations sur la révision des Traités sont réels. Mais l'intransigeance britannique pourrait également aboutir à un résultat comparable à celui obtenu lors de la création du SME : le refus d'un pays d'adhérer complètement aux institutions mises en place par les onze autres ouvrirait la voie à l'« Europe à deux (ou plusieurs) vitesses ».

Les propositions des autres pays membres

Les questions soulevées par les autres pays membres portent sur la BCE, la politique de change, le rôle de l'ECU, le contenu de l'union

économique, la période de transition et les relations institutionnelles (Parlement européen, 1991).

La BCE : son indépendance, ses missions, son statut

La Banque centrale européenne aura la charge de définir et de conduire la politique monétaire de l'union européenne. Tous les pays sont d'accord sur ce point excepté le Royaume-Uni. Seuls les Allemands préfèrent que la BCE n'assure ses fonctions qu'une fois l'UEM créée pour des raisons liées à la crédibilité de la nouvelle institution bancaire. Il y a également convergence de vues, d'une part, sur l'objectif assigné à la BCE — la stabilité des prix — et, d'autre part, sur son indépendance. En effet, pour tous, lutter contre l'inflation nécessite un affranchissement total de la BCE de toute pression politique.

D'ailleurs, le gouvernement allemand (Europe Documents, 1991) et la Bundesbank sont très attachés à l'indépendance de la nouvelle institution monétaire et à l'objectif qui lui est assigné, la stabilité monétaire, pour des raisons historiques notamment : à la fin de la Seconde guerre mondiale, les autorités politiques et économiques allemandes désiraient que la nouvelle institution monétaire soit indépendante de tout pouvoir afin d'acquérir une crédibilité en matière de stabilité monétaire. En effet, selon elles, une institution jouissant d'une si grande indépendance est obligée de poursuivre une politique raisonnable et fructueuse que l'opinion publique peut comprendre ; elle ne sert donc pas les intérêts souvent électoraux et, par conséquent, à courte échéance, d'un pouvoir politique. Les membres du Directoire de la Bundesbank sont, d'ailleurs, nommés indépendamment de leurs opinions politiques. L'indépendance institutionnelle de la Bundesbank lui permet de se consacrer entièrement à la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie qu'elle émet, le mark. Toutefois, son indépendance institutionnelle — la législation lui impose d'assurer le contrôle de la masse monétaire sur les plans intérieur et extérieur — ne lui donne pas une autonomie complète en matière de politique monétaire. En effet, la politique allemande est soumise à la contrainte extérieure et, en particulier, au suivi du taux de change entre le mark et les autres monnaies, notamment le dollar américain. Ce taux résulte de diverses mesures de politique économique sur lesquelles la Bundesbank n'a pas de souveraineté en dépit de sa grande marge de manœuvre. De plus, son indépendance institutionnelle est nécessaire mais insuffisante pour lutter contre l'inflation. Une banque indépendante institutionnellement peut très bien ne plus l'être dans les faits pour des raisons quelquefois liées à un faible intérêt de l'opinion publique pour la stabilité des prix. Malgré tout, la Bundesbank reste la banque centrale européenne la plus indépendante du pouvoir politique, la plus crédible et la plus vertueuse en matière d'inflation.

Le principe de l'indépendance de la BCE étant acquis, la conférence intergouvernementale a la tâche de définir les moyens permettant de contrôler son action. La BCE doit régulièrement expliquer au public et aux instances communautaires la politique qu'elle conduit. De plus, la nomination de ses dirigeants doit être sans équivoque. Les missions de

la BCE concernent l'émission de l'ECU, la conduite des opérations de change et la participation à la coopération monétaire internationale. Ces propositions présentées par la Commission font l'unanimité parmi les onze pays membres.

Cependant, des divergences apparaissent quant à la mise à la disposition de la BCE d'instruments lui permettant de remplir correctement les missions qui lui sont assignées. Les Français sont opposés au transfert des réserves de change à la BCE. Les Allemands, sans préciser les instruments confiés à la BCE, soulignent que celle-ci doit contrôler l'émission de monnaie et de crédit. Cependant, M. Poehl, se référant à l'article 2.3 du projet de statut de la BCE — le système doit fonctionner dans une économie de marchés concurrentiels — avançait, lorsqu'il était président de la Bundesbank, que les instruments de politique monétaire ne doivent pas interférer avec le marché ; selon lui, l'encadrement du crédit, le plafonnement de certains taux d'intérêt ne seront pas utilisés. Quant au rôle de surveillance des banques et du système de paiements assigné à la BCE par la Commission, aucun pays n'en dit mot.

La politique de change

Des divergences — notamment entre la France et l'Allemagne — existent concernant l'attribution des responsabilités en matière de politique de change.

Les Français (ECU, 1991b) souhaitent confier au Conseil européen, après consultation de la BCE, la détermination des orientations de la politique de change unique. Plus généralement, ils veulent que le Conseil soit un contre-poids à la BCE : il se verrait donc confier les grandes orientations de l'UEM, en particulier celles de la politique de change ; la BCE exécuterait ces orientations.

Les propositions faites initialement par le gouvernement allemand — au début de l'année 1991 — diffèrent de la position de la Bundesbank : elles prévoient que la politique de change sera décidée à l'unanimité par le Conseil ECOFIN après consultation de la BCE. Mais selon M. Schlesinger, successeur de M. Poehl à la présidence de la Banque centrale allemande, l'objectif de change doit être entre les mains de la BCE et non du Conseil européen. Dans le cas contraire, la BCE pourrait être gênée dans la quête de la stabilité monétaire car politique de change et politique monétaire sont indissociables. Cependant, depuis lors, les représentants allemands se sont ralliés au point de vue de leur banque centrale : la BCE doit déterminer les grandes orientations de la politique de change en raison de l'impact de ces orientations sur la conduite de la politique monétaire intérieure. Mais, cette proposition a peu de chance d'aboutir car aucun pays ne soutient l'Allemagne sur ce point. Les Français, par exemple, sont fortement attachés au partage des responsabilités entre le Conseil et la BCE concernant la politique monétaire extérieure et intérieure.

Le rôle de l'ECU

Selon la Commission, l'union monétaire implique « la circulation d'une monnaie unique, l'ECU ». Cependant, parmi les onze pays favorables à l'instauration d'une union monétaire totale, des divergences concernant l'évolution de l'ECU actuel vers une monnaie unique et forte existent.

La Commission veut geler la composition de l'ECU ; dès lors que les taux de change entre les monnaies de la Communauté européenne sont irrévocablement fixes, la valeur de l'ECU dans chacune de ces monnaies sera fixe.

En revanche, l'Espagne propose un ECU renforcé durant la phase transitoire de l'UEM (ECU, 1991a ; FILC, 1991). L'ECU deviendrait « lourd » tout en restant un panier de monnaies. L'idée est qu'il ne serait jamais dévalué par rapport aux monnaies qui le composent. Autrement dit, le poids de chaque composante de l'ECU renforcé serait redéfini après un réaligement de telle façon que soit maintenu fixe le taux de change entre l'ECU et les monnaies qui ne se déprécient pas. Contrairement aux propositions britanniques, l'ECU renforcé n'est pas une treizième monnaie indépendante et abstraite, car il demeure un panier de monnaies.

La proposition espagnole va dans le sens des préoccupations du Conseil européen au sujet de l'ECU : celui-ci doit devenir une monnaie forte. Selon les Espagnols, renforcer l'ECU durant la phase de transition est une étape décisive dans son évolution vers une monnaie européenne, unique et forte. D'ailleurs, cette proposition ne déplaît pas aux pays dont la monnaie aujourd'hui est plus forte que l'ECU — l'Allemagne, par exemple. En effet, l'ECU renforcé serait un parfait substitut au mark. Les actifs financiers libellés en ECU ou en mark seraient alors rémunérés au même taux d'intérêt.

Pendant la phase de transition, le SEBC assurerait la promotion de l'ECU renforcé, notamment privé : il jouerait le rôle de « chambre de compensation » du marché bancaire de l'ECU privé, en ouvrant des comptes en ECU aux banques privées membres de « l'Association bancaire de l'ECU ». La BCE devrait participer activement à la transformation de l'ECU « lourd panier » en écu.

Seuls les Espagnols font des propositions concrètes sur l'évolution de l'ECU en étant cohérents avec le projet de révision des Traités proposé par la Commission. Les Français suggèrent seulement que son rôle soit développé, ses usages élargis et ses caractéristiques améliorées.

Le contenu de l'union économique et ses conséquences sur les politiques budgétaires nationales

A partir du moment où la politique monétaire est définie et conduite au niveau communautaire, les Etats membres sont obligés d'utiliser d'autres instruments pour corriger leurs déséquilibres internes. D'ail-

leurs, ils tiennent à conserver leur souveraineté en matière de politique économique. Cependant, dans le cadre de l'UEM, même si leurs décisions sont prises dans le plein exercice de la souveraineté nationale, elles ne doivent pas contrarier les objectifs communs. Afin d'éviter l'apparition de situations conflictuelles — soit entre un pays et la Communauté, soit entre deux pays membres de l'UEM —, des procédures de coopération doivent être mises en place.

Dans une union économique et monétaire, la plupart des pays considèrent qu'une certaine discipline économique est nécessaire, notamment en matière budgétaire. En effet, cet instrument n'est pas utilisé de la même façon selon les pays ; certains d'entre eux mènent une politique budgétaire plus « laxiste » que d'autres, comme le montre la disparité des déficits budgétaires au sein de la Communauté européenne. Dans environ la moitié des Etats membres — la Grèce, l'Italie, la Belgique, l'Irlande, les Pays-Bas et le Portugal —, le déficit budgétaire est une source de préoccupation. Afin d'inciter les pays membres à se soumettre à une certaine discipline budgétaire, la Commission a proposé que le financement monétaire des déficits budgétaires soit interdit et que le renflouement automatique d'un pays ne reçoive aucune garantie inconditionnelle de la part de la Communauté européenne ou d'un autre Etat membre. Ces propositions font l'unanimité parmi les pays de la Communauté européenne — excepté le Royaume-Uni.

D'ailleurs, les Allemands, préoccupés par le « laxisme » budgétaire de certains pays, pensent que la stabilité des prix sera réalisée si les pays membres de l'union se plient à une certaine discipline économique, notamment en matière budgétaire. Selon eux, l'UEM suppose que les Etats membres sont suffisamment contraints de mener une politique budgétaire orientée durablement vers la stabilité. En effet, politiques monétaire et budgétaire sont extrêmement liées. Par conséquent, les Allemands préconisent que, d'une part, la BCE ne finance pas par émission monétaire les déficits budgétaires des pays membres et que, d'autre part, les pays peu vertueux soient sanctionnés. Il faut donc redoubler de vigilance car la fixité des taux de change au sein de l'UEM facilite le financement des déficits excessifs. Les Allemands sont partisans d'une séparation entre politiques monétaire et budgétaire — ils veulent interdire la « monétisation » des déficits par la BCE — car elles ne relèvent pas de la même autorité. Ils veulent instaurer au niveau communautaire des mécanismes conventionnels qui incluent des règles contraignantes et des sanctions capables d'assurer une discipline budgétaire efficace dans tous les pays membres de l'UEM. Cependant, leur volonté de transférer en partie au niveau communautaire la conduite de la politique budgétaire pose le problème de la souveraineté des Etats membres. En effet, seule la conduite des affaires budgétaires reste de leur ressort ; si ce droit leur est retiré, même partiellement, leur marge de manœuvre sera très faible. Les Allemands sont en fait partisans d'une union politique combinée à l'union économique. Si le transfert de souveraineté en matière budgétaire est donné à une institution communautaire alors ils sont assurés de minimiser leurs risques d'entrée dans l'UEM.

Les Français, quant à eux, précisent la nature des sanctions que peut encourir un pays qui ne respecte pas les règles en matière budgétaire. Selon eux, les déficits excessifs doivent être évités, voire sanctionnés — le Luxembourg met également l'accent sur la lutte qui doit être menée contre les déficits excessifs. Le Conseil pourrait, dans le cas d'un déficit jugé excessif, demander à la BCE de limiter ou d'interrompre ses opérations sur les titres de la dette publique de l'Etat concerné, et encourager les autorités nationales à prendre les mesures nécessaires à la réduction du déficit.

Dans leurs propositions, les Allemands et les Luxembourgeois précisent la notion de déficit budgétaire excessif : si le déficit ne dépasse pas le montant des dépenses d'investissement prévues ou observées et/ou si le rapport du déficit au produit national brut est inférieur à la moyenne communautaire, alors il n'est pas présumé excessif ; dans le cas contraire, le Conseil peut fixer un plafond obligatoire au déficit et conseiller les mesures permettant de ne pas le dépasser.

En résumé, les Français et les Allemands — appuyés par les Luxembourgeois — pays « piliers » du SME, ont le mérite d'apporter de la clarté à la question budgétaire au sein de l'UEM. Ce n'est pas un hasard si ce sont ces deux pays qui se préoccupent d'un sujet aussi important et délicat car il touche à la souveraineté des Etats membres de la Communauté européenne. La France, et surtout l'Allemagne, ont intérêt à se préserver des dangers que peut engendrer l'UEM — si elle n'est pas une totale réussite et si elle contraint ces deux pays à prendre des mesures qui vont à l'encontre de leurs intérêts nationaux — en proposant des « garde-fous » à toute dérive en matière budgétaire.

La période de transition

La discussion porte actuellement sur la durée de la phase transitoire et non sur sa date de mise en œuvre, fixée au 1^{er} janvier 1994. Bien qu'au début de la conférence intergouvernementale, la France, l'Espagne et l'Allemagne aient été favorables à une période transitoire de trois ans, de nombreuses différences entre les pays candidats à l'entrée dans l'UEM demeurent. Il n'est donc pas réaliste d'envisager l'entrée des douze pays dans la phase transitoire de l'UEM pour une durée de trois ans. Deux scénarios sont possibles à partir de ce constat.

Dans un cas, la période de transition débute en 1994 pour les pays de la Communauté européenne dont les économies convergent au moins partiellement, et se termine trois ans plus tard. L'Allemagne et la France partagent ce point de vue. L'UEM fonctionnerait alors à deux vitesses : d'un côté, le « noyau dur » franchirait avec succès les différentes étapes vers l'UEM — la phase transitoire puis la phase finale ; de l'autre côté, les pays laissés à l'écart devraient faire des efforts en matière de discipline et de convergence économiques afin de pouvoir intégrer à leur tour la période de transition de l'UEM. Cette solution semble la plus probable ; mais elle ne fait pas l'unanimité parmi les pays membres de la Communauté européenne.

Les Pays-Bas, dans leurs propositions récentes, exigent que des critères précis et chiffrés soient mis en place et utilisés afin de décider quels sont les pays qui intégreront la phase finale de l'UEM. Toutefois, même les pays partisans d'une UEM à deux vitesses — en particulier la France — ne sont pas favorables à l'instauration de critères chiffrés très sévères permettant de choisir les futurs pays membres de l'UEM, comme le proposaient les Pays-Bas à la mi-septembre. D'ailleurs, leur proposition a été vivement rejetée, car jugée trop stricte. En effet, selon l'éditorial du 12 septembre 1991 de l'agence Europe, son adoption limiterait aux seuls pays du Benelux le noyau dur qui entrerait dans la troisième phase de l'UEM (Gazzo, 1991 ; l'Allemagne elle-même en serait exclue !).

L'Espagne propose un second scénario : la période de transition débuterait en 1994 pour les douze pays pour une durée indéterminée, ou plutôt conditionnelle à la réalisation de la convergence économique, notamment dans les pays récemment entrés dans la Communauté européenne — l'Espagne, le Portugal et la Grèce — ou situés à sa périphérie — l'Irlande. Ce scénario comporte des risques inhérents à la durée de la phase de transition. Tout le monde s'accorde sur le fait que, plus la phase de transition est longue, plus elle peut engendrer des situations conflictuelles. Or, la durée de la phase de transition est difficilement prévisible. Les Espagnols, conscients de ce possible écueil, préconisent une aide des pays les plus avancés vers l'UEM aux pays retardataires durant cette période délicate. Selon eux, un Fonds de compensation devrait être créé afin de favoriser la réalisation d'investissements en capital humain et physique dans les pays dont le PNB par tête n'excède pas 90 % du PNB moyen par tête de la Communauté européenne. Dans la même logique, le budget de la Communauté devrait fixer la contribution de chaque pays relativement à sa prospérité et la participation des pays les moins prospères à des projets communautaires devrait être révisée à la baisse. Ces pays consacraient alors la totalité de leurs fonds à résoudre leurs problèmes intérieurs.

Les propositions espagnoles sont soutenues par l'Irlande. Même si les Espagnols se font les porte-parole des pays les moins prospères de la Communauté européenne, ils n'ont pas réussi pour l'instant à convaincre ces pays que leurs propositions défendaient leurs intérêts.

Les relations inter-institutionnelles au sein de l'UEM

Des relations équilibrées sont possibles entre la BCE, le Conseil, le Parlement et la Commission si chaque institution respecte le domaine qui lui est réservé et n'empiète pas sur celui des autres. D'ailleurs, avec la création d'une nouvelle institution monétaire, la BCE, une redéfinition du rôle des trois autres et l'instauration de règles concernant les liens qu'ils entretiennent avec la BCE s'imposent.

Des divergences apparaissent concernant les rôles respectifs du Conseil et du Parlement. Personne ne peut nier que le Conseil jouera un rôle primordial dans l'UEM, alors que le Parlement sera seulement

consulté à l'occasion de la mise en œuvre des orientations de politique économique. Les Français approuvent ce partage inégal des rôles ; ils sont d'ailleurs favorables à une extension du rôle des parlements nationaux. Cependant, les Allemands et les Italiens le désapprouvent. Ils veulent que le Parlement européen puisse faire des lois à valeur supranationale. Cette situation n'est envisageable que si un gouvernement européen existe, ce qui, semble-t-il, n'effraie pas les Allemands. Mais leurs partenaires européens n'y sont pas favorables car elle implique une union politique renforcée.

Les Allemands sont favorables à une extension du rôle du Parlement car ils pourraient plus facilement y asseoir leur domination dans le cas où le nombre des représentants nationaux serait fonction des poids démographiques : les députés allemands seraient alors les plus nombreux — aujourd'hui, le nombre de députés allemands, italiens, français et britanniques est identique. En effet, au Parlement, le vote est nominatif — un homme, une voix —, alors qu'au Conseil, le vote est à la majorité qualifiée. Cependant, sans être forcément bénéfique à un pays en particulier, le renforcement du rôle du Parlement, notamment en matière de contrôle du SEBC, peut devenir nécessaire dans le cadre de l'UEM.

L'analyse et la comparaison des propositions nationales concernant la révision du Traité de Rome en vue de la création d'une union économique et monétaire montrent qu'il n'existe pas de fortes divergences entre les pays membres de la Communauté européenne, excepté le Royaume-Uni. Certes, l'Allemagne est intransigeante sur l'indépendance de la BCE, alors que, sur ce sujet, les Français sont plus souples et consentent que le Conseil détermine les orientations en matière de change. De plus, il n'y a pas accord sur la date de création de la BCE — 1994 pour la France, 1996 pour l'Allemagne. La création de la BCE, prévue en 1994 initialement, a été repoussée en 1996 selon le vœu des Allemands. De 1994 à 1996, un institut monétaire européen, doté de compétences accrues par rapport au Comité des gouverneurs, devra améliorer la coordination des politiques monétaires dont l'exécution sera encore entre les mains des autorités nationales. Cependant, ces deux pays sont favorables à une UEM à deux vitesses si, d'ici 1994, des divergences importantes demeurent entre le « noyau dur » et les autres Etats membres de la Communauté européenne. Ils s'accordent également sur le fait qu'une certaine discipline budgétaire est nécessaire à la réussite de l'UEM. L'Espagne, quant à elle, ne rejette pas le contenu économique et monétaire de l'union — l'indépendance de la BCE, la stabilité des prix, objectif primordial de l'UEM assigné à la BCE, la discipline en matière budgétaire et les sanctions qui peuvent découler d'un comportement jugé laxiste. Mais, afin que tous les pays membres puissent intégrer l'UEM en même temps, l'Espagne pose les jalons d'une relation entre les pays « prospères » de la Communauté européenne et ceux qui le sont moins pendant la phase de transition. Quant à sa proposition sur l'ECU renforcé, elle ne suscite pas la désapprobation des autres Etats membres — excepté le Royaume-Uni — et a le mérite d'être claire sur le cheminement de l'ECU actuel vers l'écu de demain.

La coordination des politiques macroéconomiques

En dépit des zones d'ombre dans les projets discutés à la conférence intergouvernementale et des nuances exprimées par les autorités de plusieurs Etats membres, les caractéristiques institutionnelles majeures de la future union monétaire européenne sont, dès à présent, relativement bien définies. C'est essentiellement sur la portée effective du principe de subsidiarité en matière budgétaire que les interrogations demeurent.

Les budgets nationaux conserveront, dans la future union économique et monétaire européenne, un poids bien supérieur à ceux des autres échelons gouvernementaux — infra- et supra-nationaux — ; mais leur manipulation sera, comme on l'a indiqué plus haut, contrainte par l'intégration des marchés et l'harmonisation fiscale qu'elle implique. Pourtant, les marges de manœuvre des gouvernements nationaux en matière budgétaire devraient demeurer substantielles, notamment sur les soldes, ce qui, étant donné la diversité actuelle des pratiques et des situations budgétaires des pays membres, fonde la volonté, exprimée dans le rapport Delors et dans les projets de révision des Traités, de renforcer la coordination des politiques budgétaires et d'institutionnaliser une forme particulière de surveillance collective des soldes.

Les solutions proposées consistent toutes à interdire le financement monétaire des déficits et à établir des contraintes, fixées à l'avance ou négociées, visant à limiter les déficits publics, dans le but d'empêcher l'endettement « excessif » de certains Etats et de prévenir ainsi les dangers que de telles évolutions pourraient constituer pour l'objectif de la politique monétaire commune. De tels risques sont-ils réels ? Et les mécanismes envisagés pour y porter remède permettront-ils à l'ensemble des politiques macroéconomiques d'atteindre les objectifs que l'on peut souhaiter les voir poursuivre ?

Les interdépendances entre politique monétaire et politique budgétaire sont nombreuses et puissantes dans tout espace monétaire. L'interdiction formelle de financer monétairement les déficits budgétaires romprait effectivement l'un des canaux de leur interaction. Mais il en est d'autres. Ainsi, en pratiquant une politique monétaire restrictive, une banque centrale peut détériorer gravement la situation budgétaire : d'une part, le ralentissement de l'activité se traduit automatiquement par un gonflement des dépenses — de transfert surtout — et par une réduction des recettes fiscales ; d'autre part, l'abandon, par les pays initialement les plus inflationnistes, de leurs recettes de « seigneurage » réduit les possibilités de financement par des moyens autres que l'impôt⁽¹⁷⁾ ; enfin, la hausse des taux d'intérêt engendrée par la restriction monétaire se reflète dans l'augmentation des charges d'intérêts sur la dette publique, selon un mécanisme souvent observé au cours de la

(17) Sur l'importance des revenus de seigneurage dans le financement des dépenses publiques des pays du sud de l'Europe, voir : CE, 1990.

décennie passée. Le déficit public se creuse alors spontanément et la maîtrise de l'accroissement de la dette publique impose des orientations budgétaires rigoureuses, faute de quoi la croissance du stock de dette devient explosive. Les gouvernements nationaux se comporteront-ils alors avec la « rigueur » souhaitable ?

Les arguments en faveur d'une surveillance collective des politiques budgétaires

La nécessité de coordonner les politiques budgétaires conduites à l'intérieur d'un espace économique et monétaire intégré est fondée sur l'existence d'effets externes et d'effets macroéconomiques « de voisinage » : les orientations budgétaires de l'un des gouvernements affectent les grandeurs macroéconomiques de l'union — la demande globale, le taux d'intérêt, les soldes extérieurs et le taux de change. Dans le contexte européen, ces interdépendances sont déjà relativement étroites et les problèmes qu'elles engendrent ont suscité bon nombre d'analyses sur la coordination, notamment au sein du SME ⁽¹⁸⁾. D'une manière générale, les effets directs de politiques budgétaires expansionnistes sur l'activité des pays voisins sont favorables ; mais elles risquent d'entraîner une hausse générale des taux d'intérêt, une appréciation réelle de la monnaie et une détérioration de la balance des paiements. A l'inverse, une politique budgétaire restrictive dans un pays freine l'activité chez ses voisins, tout en ayant des effets bénéfiques sur les taux et les soldes extérieurs de l'union.

Les projets actuellement discutés considèrent uniquement la première hypothèse. Une telle préoccupation se fonde, pour l'essentiel, sur deux mécanismes à travers lesquels une politique budgétaire nationale expansionniste pourrait, par le creusement du déficit et l'accumulation de la dette publique de l'Etat qui la mettrait en œuvre, avoir des conséquences néfastes pour l'ensemble de l'union. En premier lieu, toute augmentation d'un déficit public non financée par création monétaire — ce qu'excluent les projets actuels — correspond à une ponction sur l'épargne de l'union, sauf à envisager une parfaite « équivalence ricardienne » (Barro, 1974), selon laquelle l'épargne privée augmenterait alors précisément du même montant, en vue de faire face aux impôts qu'il faudra, dans le futur, prélever pour rembourser la dette publique. Dans le cas le plus plausible, la désépargne du gouvernement concerné entraînera une hausse du taux d'intérêt réel et/ou une dégradation du solde courant de la zone. En second lieu, le recours au déficit public conduit à une accumulation de dette qui, si elle n'est pas maîtrisée, pourrait menacer la solvabilité de certains gouvernements. Dans un univers de marchés financiers efficaces, une telle perspective se traduirait par l'augmentation de la prime de risque exigée par les investisseurs pour accepter de détenir les titres de la dette publique de cet Etat, donc par une hausse du taux d'intérêt que celui-ci devrait acquit-

(18) Parmi les travaux récents, voir, par exemple : Tanzi, 1988 ; Mathieu et Sterdyniak, 1990 ; Bovenberg, Kremers et Masson, 1990 ; Isard, 1989.

ter, sans conséquence pour le reste des emprunteurs, publics ou privés, de la zone. Mais il semble que les marchés financiers aient systématiquement tendance à sous-estimer le risque que présente la dette des emprunteurs souverains, et que cette discipline de marché soit donc peu opérante. Dès lors, on ne peut exclure la possibilité de comportements budgétaires nationaux « irresponsables », conduisant à l'insolvabilité.

Pertinence des règles proposées

Si le souci d'éviter des déficits publics « excessifs » peut être considéré comme légitime, d'un certain point de vue et étant la situation budgétaire critique dans laquelle se trouvent actuellement certains pays membres, les mécanismes envisagés ne paraissent pas à même de régler les problèmes de coordination des politiques macroéconomiques dans l'union économique et monétaire européenne. En premier lieu en effet, même en supposant que le risque majeur auquel on devra faire face soit celui de politiques budgétaires « laxistes » dans certains pays — notamment les plus petits, puisque les conséquences globales de leurs politiques seront relativement moins perceptibles que dans le cas des grands pays —, les critères de détermination des limites à imposer ne peuvent être rigoureusement établis. Les règles de comptabilité publique diffèrent trop d'un pays à l'autre pour que les mesures du déficit soient strictement comparables ; les possibilités d'actions hors budget, engageant le crédit de l'Etat sans apparaître dans les comptes publics sont trop nombreuses ⁽¹⁹⁾.

Ensuite, à partir de quel seuil jugera-t-on qu'un déficit est « excessif » ? En théorie, la réponse est simple, si l'on se réfère au critère de solvabilité ; mais sa mise en application suppose que l'on émette des hypothèses sur les niveaux futurs des recettes et des dépenses de l'Etat considéré, ce qui ne peut être fait de manière incontestable (Pisani-Ferry, 1990 ; CE, 1990).

Pour éviter que l'éventuelle gestion budgétaire « laxiste » de certains gouvernementaux nationaux ne compromette l'objectif de stabilité monétaire, les projets en discussion proposent que le financement monétaire, par la Banque centrale européenne, des déficits nationaux soit prohibé. En outre, une clause de « non-renflouement » (*no bailout*) interdirait à la BCE et aux autres autorités, supranationales et nationales, d'intervenir pour organiser le « sauvetage financier » d'un gouvernement qui aurait dépassé le seuil de solvabilité. Sans doute souhaitable au niveau institutionnel dans la mesure où elle pourrait avoir un effet dissuasif, une telle clause semble cependant d'une applicabilité douteuse : serait-il politiquement acceptable de laisser l'un des gouvernements des Etats membres en banqueroute, alors que, dans les Etats existants, les autorités centrales ne peuvent le faire pour leurs collecti-

(19) Les procédures budgétaires nationales permettent généralement ce genre de débudgétisation, à laquelle les collectivités locales ont également recours : l'exemple récent de la ville d'Angoulême illustre bien le type de risque encouru dans ce cas.

vités locales ; mais en outre, une telle option serait-elle compatible avec la stabilité monétaire, puisque elle mettrait en cause le rôle de prêteur en dernier ressort que doit remplir toute banque centrale. Certes la décision de secourir ou non les organismes — banques privées ou entités gouvernementales — ne doit pas être perçue comme automatique, faute de quoi elle encouragerait les gestions imprudentes ; mais il est indispensable que la banque centrale puisse exercer cette fonction, sans laquelle la confiance dans une monnaie purement fiduciaire risquerait d'être ébranlée par des banqueroutes dont la responsabilité n'incombe pas toujours à des gestionnaires imprudents, mais parfois à des circonstances exceptionnelles.

L'exemple des fédérations existantes et des collectivités locales dans les Etats unitaires montre que la discipline budgétaire des autorités gouvernementales décentralisées pose un problème délicat. Si l'inclusion dans les institutions de limites précises sur les soldes budgétaires permet bien de prévenir la plupart des dérapages, le mécanisme fonctionne d'autant plus aisément dans le contexte national que les budgets locaux ne représentent qu'une faible part des recettes et des dépenses publiques totales et qu'ils sont, tant du côté des emplois que du côté des ressources, généralement moins sensibles à la conjoncture que les budgets nationaux ; en outre, des études récentes (Sachs et Sala-i-Martin, 1989) ont montré que les mécanismes redistributifs nationaux — impôts sur les revenus et transferts aux ménages d'une part, transferts intergouvernementaux de l'autre — compensaient automatiquement une fraction importante des écarts qui peuvent se manifester lorsque des chocs négatifs affectent une partie seulement des collectivités locales. Comme le soulignait déjà le rapport MacDougall (CE, 1977), tel ne sera pas le cas dans le présent contexte budgétaire européen, caractérisé par un budget communautaire très modeste et par des transferts inter-étatiques certes substantiels pour certains bénéficiaires — et en voie de renforcement —, mais généralement guidés par des considérations structurelles et peu sensibles aux fluctuations conjoncturelles (Sterdyniak, Blonde, Cornilleau, Le Cacheux et Le Dem, 1991).

L'imposition de limites rigides aux déficits budgétaires risque, en outre, de renforcer le caractère procyclique des politiques budgétaires nationales. Dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt réels élevés et des stocks de dette publique déjà importants, la tentation est forte de ne pas laisser jouer les mécanismes de stabilisation automatique du budget et, en cas de choc aux conséquences défavorables sur l'activité, de privilégier la stabilisation de l'endettement public en maîtrisant le déficit, ce qui tend à aggraver les tendances récessionnistes (Gubian et Sterdyniak, 1991). Les mécanismes institutionnels de surveillance inclus dans les projets discutés risquent d'accentuer encore ce biais s'ils imposent le respect, année par année, d'une norme inspirée par le seul critère de solvabilité.

Enfin, de telles règles ne visent à résoudre qu'une partie des problèmes de la coordination des politiques macroéconomiques. Elles ne permettent en rien d'atténuer les difficultés qui surgiront dans tous les

cas, *a priori* guère moins probables, où les politiques budgétaires nationales seront, au contraire, plus restrictives qu'il ne serait souhaitable du point de vue de la Communauté dans son ensemble, lorsque, par exemple, chacun des membres attendra de ses voisins qu'ils relancent l'activité pour bénéficier des effets d'entraînement macroéconomiques sans en supporter les coûts. De même, la coordination en cas de choc asymétrique ou de préférences nationales divergentes (Masson et Melitz, 1990) pourrait être rendue plus difficile par l'imposition de règles de conduite budgétaire contraignantes ⁽²⁰⁾.

Conclusion

Au terme de près d'un an de négociations, de nombreux aspects essentiels de la future union économique monétaire européenne demeurent confus. Il semble également qu'il y ait, de toutes parts, des « non-dits » importants. Les tentatives récentes de préciser les implications des grandes options retenues — implications qui, souvent, se traduiraient par des limitations de la souveraineté nationale allant bien au-delà du domaine strictement monétaire — ont soulevé de vives oppositions.

Deux types de problèmes semblent particulièrement mal résolus dans les projets discutés : celui des phases transitoires et celui des implications en matière budgétaire. Dans ces deux domaines, il est vrai qu'il faut à la fois assurer la crédibilité du processus, pour éviter les spéculations déstabilisantes, et ménager les réticences légitimes des gouvernements nationaux.

Quelle stratégie choisira-t-on ? Deux options sont, *a priori*, envisageables : la première consisterait à préciser, dans les textes soumis au Sommet de Maastricht, toutes les implications majeures, au risque de susciter des oppositions irréductibles menant soit à l'enlisement de la négociation, soit à une intégration « à deux vitesses » ; la seconde verrait les gouvernements s'accorder sur les seuls principes et grandes lignes, et remettre à plus tard la définition de nombreuses modalités. C'est cette deuxième stratégie qui, le plus souvent, a prévalu dans le passé — qu'il s'agisse de la création du SME ou de l'Acte unique européen. En sera-t-il de même en décembre à Maastricht ?

(20) La forme assouplie de surveillance avancée récemment dans certaines propositions nationales — n'autoriser les déficits publics qu'à hauteur du montant des dépenses d'investissement, selon une règle comparable à celle en vigueur pour les collectivités locales dans plusieurs pays — serait moins contraignante que des limites strictes. Mais outre le fait que la classification budgétaire des dépenses entre investissement et fonctionnement n'obéit pas partout aux mêmes critères, une telle règle ne permettrait pas de garantir la solvabilité des entités gouvernementales nationales.

Références bibliographiques

- AGLIETTA Michel, 1989 : « Stabilité dynamique et transformations des régimes monétaires internationaux », Document de travail du CEPIL, n° 89-05, juin.
- ALLERON Monique, 1990 : « Diversité et rapprochement des structures financières : quelles implications pour l'Union économique et monétaire », in CEPIME, 1990.
- ALOGOSKOUFIS George, et Richard PORTES, 1991 : « International Costs and Benefits from EMU », in CE, 1991.
- ARTUS Patrick, 1991 : « L'Espagne, le SME et la peseta : quelles perspectives ? », *Document de travail du Service des études économiques et financières de la Caisse des dépôts et consignations*, n° 1991-09/E, juillet.
- BALDWIN Richard E., 1991 : « On the Microeconomics of the European Monetary Union », in CE, 1991.
- BARRO Robert J., et David B. GORDON, 1983 : « Rules, Discretion, and Reputation in a Monetary Model », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12.
- BARRO Robert J., et Roger GORDON, 1983 : « », *Journal of Political Economy*.
- BARRO Robert J., et Xavier SALA-I-MARTIN, 1991 : « Convergence across States and Regions », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- BLANCHARD Olivier J., et Lawrence H. SUMMERS, 1984 : « Why Are Real Interest Rates so High ? », *Brookings Papers on Economic Activity*.
- BOFINGER Peter, 1991 : « The Political Economy of the Hard-Ecu Proposal », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 512 ; Londres, Centre for Economic Policy Research, février.
- BOVENBERG Lars, Jeroen J. M. KREMERS et Paul R. MASSON, 1990 : « Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies », *IMF Working Papers*, n° 90/60 ; Washington, DC. : FMI, juillet.
- LES CAHIERS DE L'IFRI, 1990 : « La France, l'Allemagne et l'Union Monétaire Européenne », Actes de la table ronde franco-allemande organisée par l'IFRI et la Konrad Adenauer Stiftung le 17 mars 1989 ; Paris : IFRI.
- CE, 1970 : *Rapport au Conseil et à la Commission concernant la réalisation par étapes de l'union économique et monétaire dans la Communauté* (« rapport Werner »), Luxembourg : Conseil-Commission des CE, octobre.
- CE, 1977 : *Rapport du groupe de réflexion sur le rôle des finances publiques dans l'intégration européenne*, (« rapport McDougall ») ; Bruxelles : Commission des CE, avril.
- CE, 1989 : *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, (« rapport Delors »), rapport du Comité pour l'étude de l'union économique et monétaire ; Luxembourg : Bureau des publications officielles des CE.
- CE, 1990 : « One market, one money », *Economie européenne*, n° 44 ; Bruxelles : Commission des CE, octobre.
- CE, 1991 : « The Economics of EMU », *European Economy*, numéro spécial n° 1 ; Bruxelles : Commission des CE.
- CEPIME, 1990 : « Union économique et monétaire : lectures critiques », *De pecunia*, Revue du Centre Ecu et prospective d'intégration monétaire européenne (CEPIME), n° 2/3, octobre.
- COHEN Daniel, Jacques MELITZ et Gilles OUDIZ, 1988 : « Le Système monétaire européen et l'asymétrie franc/mark », *Revue économique*, 39, n° 3, mai.

- COMITÉ DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES, 1990 : *Draft statute of the European System of Central banks and of the European Central Bank : Introductory report ; draft statute and commentary* ; Bâle, 27 novembre.
- ECU, 1991a : « The ECU and the ESCB during stage two. Spanish proposals », *ECU* n° 15, vol. II, janvier.
- ECU, 1991b : « Contribution de la France aux travaux sur l'ECU », *ECU* n° 15, vol. II, février.
- EUROPE DOCUMENTS, 1991 : « UEM : une "proposition d'ensemble" de la RFA pour la Conférence Intergouvernementale », mars, n° 1700.
- FILC W., 1991 : « A "hard" or "Hardened" ECU for Europe ». *Intereconomics*, vol. 26, n° 4, juillet-août.
- FRANKEL Allen B., et John D. Montgomery, 1991 : « Financial Structure : An International Perspective », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1 ; Washington, DC. : The Brookings Institution.
- GAZZO Emanuele, 1991 : « Union économique et monétaire. Comment contenter les uns... », Editorial du 12 septembre, *Agence Europe*.
- GIOVANNINI Alberto, 1990 : « The Delors Report and the Problems of the Transition Towards Monetary Union », in CEPIE, 1990.
- GIOVANNINI Alberto, et Luigi SPAVENTA, 1991 : « Fiscal Rules in the European Monetary Union : A No-Entry Clause », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 516 ; Londres : Center for Economic Policy Research, janvier.
- GROS Daniel, et Niels THYGESEN, 1988 : « Le SME : performances et perspectives », *Observations et diagnostics économiques, Revue de l'OFCE*, n° 24, juillet.
- GROS Daniel, et Niels THYGESEN, 1990 : « Vers l'union monétaire européenne : pourquoi et comment ? », *Observations et diagnostics économiques, Revue de l'OFCE*, n° 33, octobre.
- GUBIAN Alain, et Henri STERDYNIK, 1991 : « Faut-il accepter un gonflement conjoncturel du déficit public ? », *Observations et diagnostics, Lettre de l'OFCE*, n° 84, 22 mars.
- ISARD Peter, 1989 : « The Relevance of Fiscal Conditions for the Success of European Monetary Integration », *IMF Working Papers*, n° 89/6 ; Washington, DC. : FMI, janvier.
- JEANNENEY Jean-Marcel, 1989 : « Pour une monnaie européenne », *Observations et diagnostics économiques, Revue de l'OFCE*, n° 26, janvier.
- KENEN Peter B., 1969 : « The Theory of Optimum Currency Areas : An Eclectic View », in Robert A. Mundell et Alexander K. Swoboda, eds., *Monetary Problems of the International Economy* ; Chicago, IL. : University of Chicago Press.
- LE CACHEUX Jacques, et François LECOINTE, 1987 : « Les contradictions du Système monétaire européen », *Observations et diagnostics économiques, Lettre de l'OFCE*, n° 50, décembre.
- LE CACHEUX Jacques, Catherine MATHIEU et Henri STERDYNIK, 1989 : « Un chèque en blanc pour l'Europe monétaire ? », *Observations et diagnostics économiques, Lettre de l'OFCE*, n° 64bis, 16 mai.
- LE CACHEUX Jacques, Catherine MATHIEU et Henri STERDYNIK, 1990 : « Private ECU, a Step Toward the Single European Currency ? », in *A Strategy for the ECU*, Ernst & Young pour le NIESR et l'Association pour l'union monétaire de l'Europe ; Londres : Ernst & Young.
- MASSON Paul, et Jacques MELITZ, 1990 : « Fiscal Policy Independence in a European Monetary Union », *IMF Working Papers*, n° 90/24 ; Washington, DC. : FMI, mars.

- MATHIEU Catherine, et Henri STERDYNIK, 1989 : « Vers une monnaie commune en Europe ? », *Observations et diagnostics économiques, Revue de l'OFCE*, n° 26, janvier.
- MATHIEU Catherine, et Henri STERDYNIK, 1990 : « Avantages et limites de la coordination internationale : l'exemple du SME », *Les cahiers français*, n° 245, « Les politiques économiques » ; Paris : La documentation française, mars/avril.
- McKINNON Ronald, 1963 : « Optimal Currency Area », *American Economic Review*, 53.
- MULLER L., 1991 : « Prospects for European Monetary Policy », *Deutsche Bundesbank, Auszüge und Presseartiken*, mai.
- MUNDELL Robert A., 1961 : « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, 51.
- PARLEMENT EUROPÉEN, 1989 : « Résolution sur le développement de l'intégration monétaire européenne », (« rapport Franz »), procès verbal de la séance du 14 avril ; Luxembourg : Bureau des publications officielles des CE.
- PARLEMENT EUROPÉEN, 1990 : « Résolution sur l'union économique et monétaire », (« rapport Hermann ») ; Bureau des publications officielles des CE, Luxembourg, septembre.
- PARLEMENT EUROPÉEN, 1991 : « Comparaison des propositions présentées par la Commission, le Gouvernement du Royaume-Uni, la présidence luxembourgeoise, le gouvernement irlandais, le gouvernement espagnol, le gouvernement allemand et la résolution du Parlement européenne le projet de traité en vue de la mise en place d'une Union Economique et Monétaire. Communication aux membres », mars.
- PATAT Jean-Pierre, 1990 : *L'Europe monétaire*, Paris : La découverte (coll. Repères).
- PERSSON Torsten, et Guido TABELLINI, 1991 : « The Politics of 1992 : Fiscal Policy and European Integration », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 501 ; Londres : Centre for Economic Policy Research, janvier.
- PISANI-FERRY Jean, 1990 : « Les politiques budgétaires dans l'UEM : les questions en débat », in CEPIE, 1990.
- SACHS Jeffrey D., et Xavier SALA-I-MARTIN, 1989 : « Federal Fiscal Policy and Optimum Currency Areas », miméo ; Cambridge, MA. : Harvard University.
- SCHLESINGER H., 1991 : « The Road to European and Monetary Union ». *Inter-economics*, vol. 26, n° 4, juillet-août.
- STEINHERR Alfred, et alii, 1990 : *Reforms in Eastern Europe and the Rôle of the Ecu. A Report by the Macro-Financial Study Group of the Ecu Banking Association*, Paris, juin.
- STERDYNIK Henri, Marie-Hélène BLONDE, Gérard CORNILLEAU, Jacques LE CACHEUX et Jean LE DEM, 1991 : *Vers une fiscalité européenne*, Paris : Economica/CEPII.
- TANZI Vito, 1988 : « International Coordination of Fiscal Policies : A Review of Some Major Issues », *IMF Working Papers*, n° 88/70 ; Washington, DC. : FMI, août.
- TIETMEYER H., 1991 : « La place de l'Allemagne unifiée en Europe ». *Deutsche Bundesbank, Auszüge und Presse artiken*, juillet ; article paru dans *Haute Finance*.
- VAN ROMPUY Paul, Filip ABRAHAM et Dirk HEREMANS, 1991 : « Economic Federalism and the EMU », in CE, 1991.
- WYPLOSZ Charles, 1990 : « Les implications budgétaires de l'union monétaire », *Observations et diagnostics économiques, Revue de l'OFCE*, n° 33, octobre.