

# LA LETTRE DU

N° 143 - FÉVRIER 1996

**CEPII** CENTRE  
D'ÉTUDES PROSPECTIVES  
ET D'INFORMATIONS  
INTERNATIONALES

## ELUS ET EXCLUS DE LA MONNAIE UNIQUE

*Par-delà le débat sur la faisabilité de la monnaie unique, une question se pose : comment gérer la coexistence dans un marché unique de l'"euro" et des monnaies qui seront temporairement ou définitivement exclues de l'union monétaire ? comment empêcher que des comportements de "free-rider" apparaissent et amplifient encore l'écart entre élus et exclus, conduisant finalement à la dégénérescence du marché unique ? L'économiste peut proposer des pistes de réflexion : puisque l'intégration monétaire relève de la géométrie variable, il faut organiser la coexistence, au sein de l'Union européenne, de pays en union monétaire et de pays ayant conservé une certaine autonomie monétaire. Cette Lettre tente d'apporter des réponses concrètes à ce nouveau défi : elle propose de définir explicitement une procédure de surveillance des taux de change, qui s'accompagnerait de contrats bilatéraux entre la future Banque Centrale Européenne et les pays exclus, tenant compte du degré de convergence atteint. Ce faisant, elle dessine une Europe complexe, où coexisteraient plusieurs cercles de pays aux situations et aux aspirations différentes.*

### ■ Le jugement des marchés

Si l'union monétaire voit le jour en 1999, elle ne comprendra qu'un nombre restreint des membres de l'UE. Ce nombre dépendra de l'ampleur des efforts budgétaires accomplis, de la sévérité du ralentissement conjoncturel en cours, et de l'interprétation des critères de finances publiques qui sera *in fine* retenue par le Conseil. Si la liste est trop restreinte, l'union monétaire sera repoussée ou abandonnée. Pour qu'il n'en aille pas ainsi, il faudra à la fois que les programmes d'ajustement budgétaire soient poursuivis, que la conjoncture européenne s'améliore en 1996-1997 et que le Conseil fasse preuve de jugement dans l'application des critères de finances publiques.

Les marchés n'ont pas attendu la décision des politiques pour faire le tri parmi les candidats potentiels à l'union monétaire. Examinons d'abord les taux de change depuis l'été 1992, en considérant à la fois leur évolution et leur volatilité moyenne vis-à-vis du mark (graphique 1), puis les écarts de taux d'intérêt longs et courts par rapport à l'Allemagne (graphique 2). Ces deux couples d'indicateurs livrent presque le même message : apparaît d'abord, au voisinage immédiat de l'Allemagne, un premier cercle formé des Pays-Bas et de l'Autriche<sup>1</sup> ; puis, en orbite rapprochée, un second composé de la France, de la

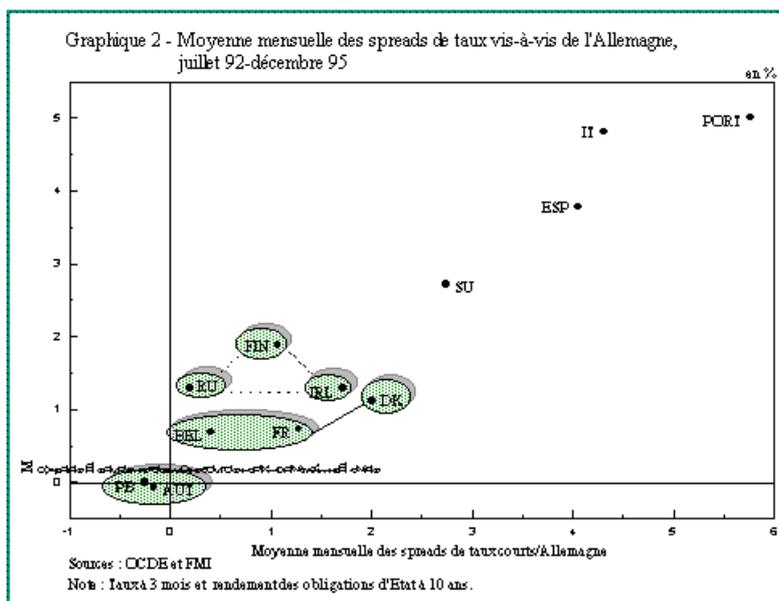
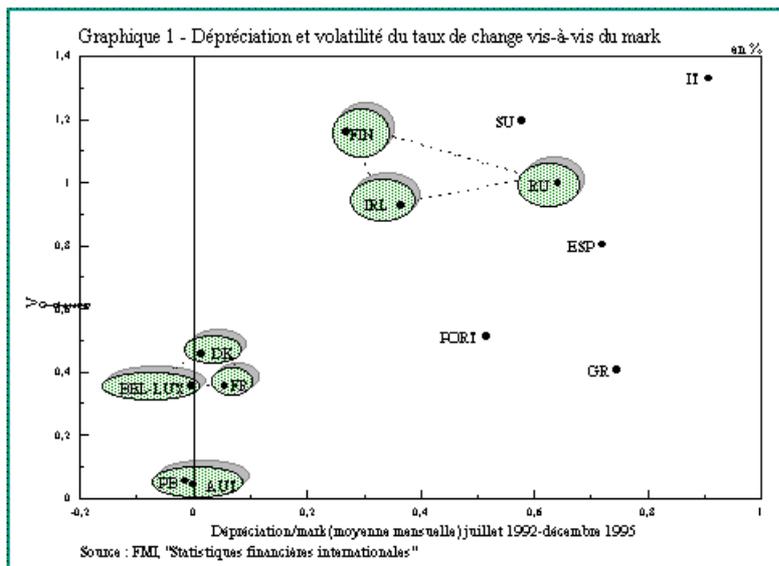
Belgique et du Danemark, dont les taux de change sont restés globalement stables mais quelque peu volatils, tandis que leurs spreads de taux d'intérêt à long terme sont en moyenne restés modérés ; à quelque distance, le troisième cercle rassemble la Finlande, l'Irlande, et le Royaume-Uni, dont les monnaies, plus fluctuantes, se sont nettement dépréciées, tandis que leurs spreads de taux longs se sont situés dans une fourchette de 130 à 190 points de base ; on trouve enfin, en orbite lointaine, l'Espagne, l'Italie, le Portugal<sup>2</sup>, la Suède et la Grèce, avec des taux de change très dépréciés, et des spreads de taux compris pour les deux échéances entre 270 et plus de 570 points de base<sup>3</sup>.

Le diagnostic est clair : le premier groupe comprend les deux pays qui, depuis plus de dix ans, ont choisi d'assujettir totalement leur politique monétaire à celle de la Bundesbank, et dont les marchés estiment qu'ils maintiendront quoiqu'il advienne leur politique d'ancrage monétaire externe. Le second rassemble des pays qui ont marqué leur attachement aux changes fixes et devraient, si l'union monétaire se fait, y participer d'emblée, mais pour lesquels la perspective d'une autre voie n'est pas totalement écartée. Le troisième comprend des candidats potentiels plus incertains, et le quatrième les pays dont il

1. Le Luxembourg est également caractérisé par un très faible spread de taux longs par rapport à l'Allemagne. Mais il est monétairement lié à la Belgique.

2. Le comportement du taux de change de l'escudo rapproche le Portugal du troisième groupe ; mais celui des taux d'intérêt le situe nettement dans le quatrième.

3. Et même plus pour la Grèce.



2

est à peu près exclu qu'il soient partie prenante à l'aventure en 1999. Il est intéressant de noter que ce classement ne fait guère intervenir le mécanisme de change du SME, puisqu'il regroupe le Royaume-Uni et l'Irlande, ou l'Italie et l'Espagne : l'appartenance au SME a cessé d'être discriminante.

## Forces centrifuges ou forces centripètes ?

Imaginons donc que se forme en 1999 un noyau "euro" constitué de l'Allemagne, de la France et des trois pays du Bénélux, auxquels devraient se joindre l'Irlande, la Finlande, et l'Autriche (si elle reprend le chemin de l'ajustement budgétaire)<sup>4</sup>. Quels problèmes la constitution de cette union monétaire restreinte posera-t-elle, et comment peuvent-ils être résolus ? Le risque le plus

fréquemment mentionné est qu'une appréciation réelle de l'euro par rapport aux monnaies européennes aggrave les désajustements de change actuels et fasse naître un conflit entre les "élus" et les "exclus". Il y a effectivement deux raisons de redouter un tel scénario pessimiste.

La première est que la constitution du noyau "euro" pourrait accroître les divergences de politique monétaire entre les élus et les exclus. Inévitablement soupçonnée de n'être pas aussi attachée à la stabilité des prix que la Bundesbank, la Banque centrale européenne devra démontrer que cette suspicion est infondée, et redoubler de vigilance anti-inflationniste. A l'inverse, les pays exclus pourraient relâcher des efforts dont il apparaîtra nécessairement qu'ils ne sont pas récompensés : certains dirigeants pourraient opter pour des politiques monétaires et budgétaires moins rigoureuses. Anticipées par les marchés, ces divergences pourraient, dès l'annonce de la formation du noyau, susciter des prises de position sur les marchés des changes.

Cette vision est confortée par un argument de même nature, mais plus sophistiqué<sup>5</sup> : comme, par un effet de taille, le noyau euro sera plus fermé que ne l'étaient ses membres, la BCE sera moins encline à utiliser la politique de change à des fins de régulation macro-économique, tandis que les banques centrales des pays exclus seront soumises à l'effet inverse. En d'autres termes, la formation d'un noyau donnera

naissance à des incitations asymétriques, parce qu'elle affectera de manière opposée les politiques monétaires optimales du noyau et de la périphérie.

Il existe également une seconde raison, d'ordre externe, de redouter une appréciation de l'euro : la constitution d'un marché financier unifié, large et liquide, pourrait induire une demande d'actifs libellés en monnaie européenne qui contribuerait à faire diverger l'euro et les autres monnaies européennes.

On peut aussi envisager un scénario plus optimiste, au gré duquel la formation d'un noyau euro donnerait naissance à des forces centripètes plutôt que centrifuges. Tel sera le cas si cette union procure à ses membres des bénéfices exclusifs résultant par exemple des effets économiques de l'appartenance à une zone monétairement intégrée, tandis que les exclus feraient face à des risques de marginalisation économique ou financière<sup>6</sup>. Tel sera aussi le cas

4. On suppose donc que le Danemark et le Royaume-Uni feraient jouer leur clause d'opting-out.

5. Voir Philippe Martin, "L'importance des exclus de l'Union monétaire européenne", Document de travail CEPR, n°95-08, novembre 1995.

6. Dans "A Formal Model of Optimum Currency Areas", IMF Staff Papers vol. 41 n°4, décembre 1994, Tamim Bayoumi montre que si l'union monétaire procure à ses membres des bénéfices micro-économiques exclusifs mais réduit la capacité des politiques monétaires à absorber des chocs asymétriques, les perdants de l'union monétaire sont les exclus, et qu'il peuvent avoir intérêt à rejoindre le noyau, même si leur optimum de premier rang est un régime de changes flexibles pour l'ensemble de la région.

**ENCADRÉ - LES INTERDÉPENDANCES BILATÉRALES AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE**

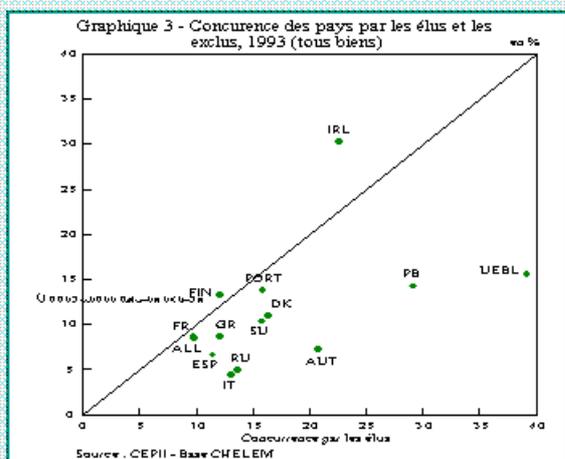
Pour apprécier le poids que représente pour un pays  $i$  chacun de ses partenaires  $j = 1...n$  au sein de l'UE, il faut tenir compte non seulement des échanges bilatéraux mais aussi de la concurrence sur les marchés tiers. L'indicateur utilisé ici pondère la concurrence qu'exerce le pays  $j$  sur le marché de  $i$ , sur son propre marché  $j$  et sur les marchés tiers  $k$ , par le poids de chacun de ces marchés dans l'offre du pays  $i$ .

Soit :

où  $D$  représente la demande intérieure,  $M$  les importations de biens,  $X$  les exportations de biens,  $X_{ij}$  les exportations de  $i$  vers  $j$ ,  $Y$  le PIB. Le coefficient  $s_{ij}$  peut être interprété comme un taux d'exposition de  $i$  à la concurrence de  $j$ . La somme sur  $j$  de ces coefficients est de l'ordre du double d'un taux d'ouverture : si tous les pays sont caractérisés par le même ratio

Le graphique 3 ci-dessous synthétise la concurrence exercée sur un pays donné respectivement par les élus et par les exclus. Le groupe des élus défini ici se compose des pays mentionnés page 2. On peut observer que les pays les plus concurrencés sont les petits pays et qu'ils le sont par leurs plus proches voisins. L'Irlande ( $s_{ij} = 23\%$ ) subit ainsi la concurrence du Royaume-Uni, l'Autriche ( $s_{ij} = 16\%$ ), l'UEBL ( $s_{ij} = 16\%$ ), et les Pays-Bas ( $s_{ij} = 15\%$ ), celle de l'Allemagne. Dans l'ensemble, les pays sont davantage exposés à la concurrence des élus qu'à celle des exclus. Ainsi l'Italie, le Royaume-Uni, et l'Espagne — pays exclus — ont des taux d'exposition à l'égard des élus de plus du double voire du triple de ceux qu'ils enregistrent avec les exclus, alors que la France et l'Allemagne sont à peu près autant exposées aux uns qu'aux autres.

On notera aussi que les taux d'exposition de la France et de l'Allemagne à l'égard de leurs principaux partenaires apparaissent très proches. En particulier l'Italie et le Royaume-Uni "pèsent" chacun de l'ordre de 3% pour les deux pays. Globalement, la thèse selon laquelle la France serait potentiellement beaucoup plus sujette que l'Allemagne à la concurrence des exclus n'est pas corroborée par les données : au total, l'écart entre les deux pays n'est que de 0,3 point.



si, constatant qu'ils ne peuvent échapper aux effets de la politique de la BCE, les exclus choisissent de participer à sa définition. Le problème ne serait alors pas le risque d'éloignement des exclus, mais celui de leur entrisme.

Il est difficile de trancher a priori entre ces deux scénarios. Mais les risques ne sont pas symétriques : alors que le second a été explicitement envisagé par les architectes du traité de Maastricht — c'est, fondamentalement, dans une telle perspective que se justifie la fixation de critères de convergence —, le traité n'a rien prévu pour faire face au premier. C'est pourquoi il y a urgence à organiser les relations monétaires entre élus et exclus.

**Organiser les relations monétaires entre élus et exclus**

La tâche n'est pas aisée. Le SME, auquel le traité de Maastricht assignait implicitement le rôle d'accueillir provisoirement les monnaies qui ne seraient pas en mesure de participer à la monnaie unique dès sa création, est aujourd'hui hors d'état de jouer ce rôle. Plus profondément, il faut aujourd'hui admettre que l'objectif d'intégration monétaire n'est pas partagé par tous les membres actuels et futurs de l'Union, et qu'il n'est d'ailleurs pas souhaitable, compte tenu des asymétries réelles entre les pays d'une union à quinze ou à vingt-cinq, que tous s'y engagent. En d'autres termes, l'intégration monétaire relève de la géométrie variable. Il faut donc envisager une très longue coexistence, au sein du marché unique, de pays en union monétaire et de pays ayant une politique monétaire plus ou moins autonome<sup>7</sup>. Si l'analyse qui précède est exacte, les relations entre élus et exclus doivent répondre à deux objectifs : assurer la viabilité du marché unique, et offrir aux Etats qui souhaiteraient participer à l'euro, mais en sont temporairement empêchés, un contrat susceptible de favoriser la convergence et de contrer les tendances centrifuges. En somme, il s'agit à la fois de définir le régime de droit commun, et de construire des passerelles entre celui-ci et la participation au noyau monétaire.

Les conditions monétaires de l'intégration économique européenne ont de longue date reçu une définition de principe : les politiques de change sont "d'intérêt commun". Mais il faut maintenant donner à ce principe un contenu opérationnel en définissant les règles monétaires requises pour un bon fonctionnement du marché unique en régime de changes flexibles. L'enjeu est d'importance. L'épisode de la dépréciation italienne a bien montré par où le marché unique pourrait se fissurer si la compétition y est perçue comme déloyale en raison de désajustements de change prononcés : les victimes désignées sont soit la libre circulation des biens, soit (plus probablement) la politique de la concurrence, car au sein du noyau euro, certains pays resteront fortement soumis à la concurrence des exclus (voir encadré).

7. Sur ces questions, voir aussi le récent rapport du CEPR, "Flexible Integration", Centre for Economic Policy Research 1995, et Jean Pisani-Ferry, "L'Europe à géométrie variable : une analyse économique", *Politique étrangère*, n° 2, été 1995, p. 447-467.

Pour organiser cette coexistence, le SME ne peut plus être d'un grand secours : bien qu'il ait initialement assuré la stabilité des changes et favorisé la convergence nominale, les crises qui l'ont secoué depuis 1992 ont miné sa crédibilité et l'élargissement des bandes de fluctuation lui a ôté son caractère contraignant. D'où l'idée parfois exprimée d'utiliser d'autres mécanismes que des cibles de taux de change pour coordonner les politiques monétaires, par exemple en obligeant tous les pays de l'Union européenne à respecter des objectifs d'inflation<sup>8</sup>. En théorie, il semble en effet difficile de maîtriser l'inflation tout en pratiquant une politique de dévaluation compétitive, notamment pour un petit pays. En pratique pourtant, l'expérience récente de l'Italie et du Royaume-Uni montre que les enchaînements inflationnistes peuvent être apparemment absents, même en cas de forte dépréciation. Il est donc préférable de prendre le problème à la racine, en maintenant une surveillance des politiques de change. Il reviendrait alors à la Commission de surveiller l'évolution des taux de change réels, de diagnostiquer d'éventuels *misalignments*, enfin de déterminer si la politique économique suivie en est la cause ; il appartiendrait au Conseil de formuler des recommandations et, le cas échéant, de prendre des sanctions. Il s'agirait en quelque sorte de faire pour les désajustements de change réels ce que la Communauté a résolu de faire pour les déficits excessifs. Les externalités en jeu justifient amplement que le Conseil se soucie des taux de change autant que des finances publiques.

4

Tel pourrait être le régime de droit commun. Mais pour rendre l'union monétaire attractive, il ne suffira pas de brandir un nouveau bâton si le système est dépourvu de carottes, et si les membres du noyau euro n'offrent à leurs partenaires que la perspective d'un ancrage monétaire unilatéral : c'est pourquoi a été avancée l'idée d'une coopération monétaire renouée, propre à encourager les exclus qui choisiraient d'emprunter un sentier de convergence. Tout en conservant son inspiration, celle-ci ne pourra cependant pas se fonder sur les mécanismes de l'ancien SME : indépendamment de leur crédibilité aux yeux des marchés, ceux-ci seront rendus caducs par la création de l'euro. La prépondérance

de la BCE impliquera que l'on renonce à la symétrie multilatérale des obligations. Quant au partage du risque de change que procurait le libellé en écus des crédits d'intervention, il disparaîtra avec l'écu.

Il faudra donc définir de nouvelles relations contractuelles entre la BCE et les banques centrales nationales, qui prennent pour base l'asymétrie de taille et de situation entre le noyau et les monnaies de la périphérie<sup>9</sup>. Cela signifie que la BCE assume sa position centrale et, conditionnellement à la poursuite d'un effort de convergence, assure bilatéralement ses partenaires de sa coopération en cas de tension sur les marchés des changes, sans que les objectifs de change sous-jacents soient nécessairement affichés. Cette coopération pourrait prendre la forme de lignes de crédit à court terme en euro, ainsi que d'interventions propres de la BCE en vue d'assurer la stabilité des monnaies gravitant en orbite rapprochée autour du noyau. Le risque pour la BCE ne sera pas bien grand, car la taille de sa base monétaire facilitera la stérilisation des interventions. On peut même envisager que certains Etats, dont seules les finances publiques feraient obstacle à une pleine participation à la monnaie unique, se voient offrir pour une courte période un statut de membre associé, c'est à dire participent de fait à l'union monétaire, mais en conservant un statut dérogeant à la BCE. Techniquement analogue à un *currency board*, cette solution ne serait sans doute pas attractive pour les grands pays. Mais en le faisant bénéficier d'une élimination immédiate des écarts de taux d'intérêt, elle pourrait séduire tel ou tel petit pays empêché par sa situation budgétaire d'entrer dans le noyau.

Une approche telle que celle qui vient d'être esquissée impliquerait à l'évidence de renoncer à la fiction d'un régime unique de coordination monétaire, pour offrir aux membres de l'Union européenne un menu d'options : des règles de droit commun pour tous ; un contrat bilatéral de coopération avec la BCE pour les pays en convergence ; un statut d'associé pour ceux qui seraient au seuil de la monnaie unique ; la pleine participation pour les élus. Cette complexité peut rebuter. Mais elle reflète la variété des situations et des aspirations de membres actuels et futurs de l'Union.

Laurence Nayman  
Jean Pisani-Ferry

8. Proposée par Mervyn King, cette solution a été reprise par le récent rapport du CEPR, op. cit.

9. Sur l'importance de ce facteur de taille, et la possibilité d'offrir à certain des exclus un statut d'associé, voir le rapport de D. Gros pour le CEPS Economic Policy Group, "Towards EMU: Problems and Prospects", CEPS, janvier 1996.

## LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris  
Tél. 33 (1) 48 42 64 14  
Fax : 33 (1) 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION  
Jean Pisani-Ferry  
RÉDACTEUR EN CHEF  
Claire Lefèbre  
CONCEPTION GRAPHIQUE  
Pierre Dusser  
RÉALISATION  
Arnick Hutteau  
DIFFUSION  
La Documentation française.

ABONNEMENT  
(11 numéros)  
France 295 F  
Europe 350 F  
Hors Europe 440 F  
(envoi par avion)

Commande adressée à :  
La Documentation française,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex.

ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD  
1<sup>er</sup> trimestre 1996  
Février 1996

Imp. ROBERT-PARIS  
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du  
CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.