

Des moyens de l'intégration monétaire européenne On the means of achieving the European monetary integration

H. Bourguinat

Volume 49, Number 4, octobre–décembre 1973

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/803019ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/803019ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Bourguinat, H. (1973). Des moyens de l'intégration monétaire européenne. *L'Actualité économique*, 49(4), 521–548. <https://doi.org/10.7202/803019ar>

Article abstract

European monetary integration policy nowadays centers on the search for a *common* money by opposition to a *single* monetary unit; but many problems remain as to the means of achieving this end.

After reviewing the perennial discussions concerned with the foundations of this monetary integration (e.g. the problems of the optimum of a monetary area, where Mr. Bourguinat challenges the criteria based on differential factor mobility or on the relative degree of "*openness*"), the study analyses the narrowing of margins in the light of recent experience.

Considering the events of 1972 and 1973 the narrowing of margins is a very difficult task; it means nothing less than creating for the E.E.C. members an island of stability in a world environment becoming evermore flexible.

The freedom which has been lost on exchange rate fluctuations seems to have resulted in an increased instability of par values (e.g. the successive revaluations of the deutschmark, the florin, etc.).

For the achievement of a truly common money the author suggests an alternative approach: it consists in issuing, side by side with national currencies, a unit called an *Europa*; serving initially as a unit of account, the *Europa* would gradually become a true means of payment.

DES MOYENS DE L'INTÉGRATION MONÉTAIRE EUROPÉENNE *

Introduction

L'unanimité se fait aujourd'hui sans trop de difficultés sur les fins, sinon sur la philosophie de la politique monétaire européenne. Plus que l'objectif assez utopique et lointain de monnaie *unique*, c'est celui de monnaie *commune* qui, peu à peu, prévaut.

Au plan des moyens, par contre, hésitations et oppositions demeurent. Elles sont le reflet et résidu des controverses théoriques, mais surtout des divergences d'intérêts nationaux d'ailleurs plus ou moins bien compris.

Il est, cependant, un élément particulier qui vient encore tout compliquer : l'Europe n'est pas, à l'évidence, entité isolée. Elle est partie du vaste monde et, par là même, subit le contrecoup de l'évolution heurtée du système monétaire international. L'histoire de celui-ci a sur le processus de création d'une monnaie européenne une influence assez paradoxale. Les craquements ont un effet d'appel sur la politique monétaire européenne. Ils la rendent plus urgente que jamais mais, en même temps, le déroulement de la crise infléchit le type de solution retenu.

Qu'on en juge par le nouvel épisode qu'a constitué la deuxième dévaluation du dollar. N'est-il pas clair que l'idée d'un flottement concerté, mais « impur », vis-à-vis de l'extérieur s'est trouvée imposée par le sort du dollar ?

N'est-ce pas aussi, au moins pour une part, l'inconvertibilité du même dollar et son affaiblissement qui ont fait rapidement évoluer la doctrine quant au choix des monnaies d'intervention utilisées pour faire respecter la bande étroite de fluctuation ? Ne sera-ce pas, demain, le type de numéraire choisi au plan mondial et le sort des D.T.S. qui commanderont le devenir de l'éventuelle unité commune européenne ?

L'Europe des monnaies est à l'image d'un marcheur qui se déplace sur un tapis roulant. Son pas doit s'adapter à celui de l'ensemble « système monétaire mondial ». Il doit, cependant, tout autant s'attacher à trouver

* Pour une étude plus complète voir : W.M. Corden, *Monetary Integration*, Essays in International Finance, Princeton, avril 1972, pages 8 à 24.

le rythme qui convient à ses données propres et qui ne lui fasse pas oublier son objectif final.

Au plan des moyens, la quête est difficile, d'autant que toute ambiguïté n'est pas exclue au niveau du préalable de la liaison entre choix des moyens et diagnostic concernant l'optimum de zone monétaire. Cette relation doit pourtant être bien fixée si l'on veut tenter de comprendre le sens des actions de rétrécissement des marges et justifier une stratégie nouvelle qui pourrait être celle du point fixe et des espaces monétaires de superposition.

I — OPTIMISATION EN VOIE DE SE FAIRE ET CHOIX DES MOYENS

Formulons une proposition liminaire mais qui a son poids : l'Europe ne constitue pas encore un optimum de zone monétaire. Elle y tend seulement et, à ce titre, elle demeure donc suboptimale. Les moyens doivent, selon nous, être choisis en fonction de cette première réalité et être en harmonie avec un optimum en voie de se faire.

Mais voyons d'abord ce qui justement permet de parler d'optimum « en voie de se faire ».

1 — CRITÈRES USUELS : MOBILITÉ INTERNE DES FACTEURS ET OUVERTURE

La théorie anglo-saxonne de l'optimum de zone monétaire, que nous ne ferons qu'évoquer¹, revient pour l'essentiel à ne retenir que deux critères : celui de la *mobilité interne des ressources* et celui de l'*ouverture*. Il est d'abord certain qu'au fur et à mesure que se réalise le processus d'intégration européenne, le séparatisme monétaire apparaît de plus en plus anachronique. Dès lors que les relations commerciales entre les Six sont plus intenses, que les actifs financiers circulent mieux, que les mouvements de main-d'œuvre eux-mêmes sont plus importants, la C.E.E. peut apparaître comme formant l'assise d'une zone monétaire qui devrait être elle-même intégrée.

On sait que R. Mundell² a défini la zone monétaire optimale, c'est-à-dire qui doit avoir une seule monnaie ou être caractérisée par des changes fixes, à partir de la *mobilité des facteurs en mettant l'accent sur le fait que les zones de monnaie unique ou de changes fixes devaient être caractérisées par la mobilité interne des facteurs et leur relative immobilité externe*. S'il n'y a pas mobilité pour assurer l'ajustement, un autre moyen doit être trouvé, qui serait justement la flexibilité.

1. H. Bourguinat, notre contribution à : *Inflation, dollar, euro-dollar*, en collaboration avec F. Perroux et J. Denizet, Gallimard Idées, 1971.

2. R. Mundell, « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, nov. 1961, pp. 509-571.

R.J. Mac Kinnon ³, pour sa part, considère que cet optimum doit être plutôt apprécié en termes d'ouverture (*openness*) de l'aire considérée (c'est-à-dire du rapport biens susceptibles d'être vendus à l'extérieur sur biens utilisés au plan interne). Selon cet auteur, si une région a un volume de transactions internes élevé par rapport à celui des transactions externes, elle est « close » et, dès lors, les changements de taux de change ne lui sont guère sensibles ; elle est victime d'une sorte d'« illusion de change » dans la mesure où les prix étrangers passent assez inaperçus lorsqu'ils varient ; selon Mac Kinnon, l'économie « close » peut fort bien coïncider ou ne pas coïncider avec ce que R. Mundell considère comme aire optimale en se fondant sur l'immobilité externe des facteurs et leur mobilité interne.

A vrai dire, l'un comme l'autre de ces critères ne nous paraissent pas réellement suffisants pour qualifier la situation actuelle de l'Europe.

Remarquons d'abord que, sur un plan général, il est peut-être un peu factice de vouloir tracer à tout prix en termes géonomiques les limites strictes d'une zone monétaire optimale. N'est-ce pas quelque peu forcer la nature des choses que de vouloir figer dans un cadre géographique ce qui est avant tout multitude d'opérations à concevoir dans une optique de « délocalisation » ? C'est bien là ce que semblerait montrer la tendance actuelle au glissement vers l'Europe septentrionale de la zone du flottement commun qui se manifeste avec la participation de fait de plusieurs pays non membres de la C.E.E.

Par ailleurs, à supposer que l'on retienne le critère de la mobilité différentielle des ressources, ne serait-on pas quelque peu embarrassé par les premiers résultats de la C.E.E. à Six ? Est-on même sûr, compte tenu des appels de main-d'œuvre faits hors C.E.E. (Europe méridionale) et des amples mouvements de capitaux, tant courts que longs, entre l'Europe et les États-Unis qui passent notamment par les euro-marchés, que l'on puisse parler d'une mobilité des ressources plus forte à l'intérieur de l'Europe ?

Si l'on parle « d'ouverture » au sens de R.J. Mac Kinnon, sans doute doit-on considérer l'intensification des échanges commerciaux beaucoup plus forte à l'intérieur de la C.E.E. qu'avec les pays tiers, mais il paraîtrait beaucoup plus difficile d'accepter l'idée d'une certaine indifférence aux variations de taux de change avec l'extérieur. Il suffit, ici, de songer un instant aux conséquences décisives de tout ce qui concerne aujourd'hui le dollar ou même le yen.

Ce n'est donc pas à ces critères qu'il nous paraît falloir se référer. Ils ont été, d'ailleurs, forgés dans des contextes si particuliers qu'il paraît assez délicat de les appliquer à un problème comme celui de l'Europe des monnaies.

³. R.J. Mac Kinnon, « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, 1963, pp. 717-724.

2 — CONDITIONS D'OPTIMALITÉ : CONVERGENCE « LONGUE » DES INDICATEURS DE PRODUCTIVITÉ ET DE COMPÉTITIVITÉ

S'il est plus légitime de faire des pays de l'Europe de la Communauté une zone monétaire unique plutôt que d'assembler des pays pris un peu au hasard, c'est d'abord, bien entendu, parce que la croissance des échanges commerciaux intra-européens est sensiblement plus forte que celle qui intervient vis-à-vis de l'extérieur. On pourrait, cependant, imaginer une zone d'intensification des flux commerciaux sans qu'il n'y ait pour autant justification d'une monnaie commune. La référence à un optimum de zone monétaire en formation se justifie ici par deux raisons.

1) La première tient à ce qu'en raison, pour une part au moins, des progrès de l'intégration commerciale, les pays membres ont en période « longue » des taux d'accroissement de productivité et de compétitivité qui évoluent plus en parallèle à l'intérieur de la Communauté que pris vis-à-vis de l'extérieur.

Hors d'une évolution durable et à tendance synchrone (a) des coûts et prix, (b) des taux d'accroissement de productivité, on voit mal comment une zone européenne pourrait, sans tension excessive, devenir optimale en matière monétaire. Ce qui doit être non pas identité mais néanmoins convergence plus forte à l'intérieur de l'Europe unie que vis-à-vis de l'extérieur, à ce double point de vue, n'est évidemment pas phénomène étranger à l'intensification différentielle des flux commerciaux.

Or, c'est bien là ce que confirme l'évolution statistique constatée au niveau de l'Europe des Six. C'est encore ce qui se vérifie aujourd'hui lorsque la Grande-Bretagne retarde son adhésion aux initiatives de flottement concerté, alors que d'autres pays comme la Suède, la Suisse ou l'Autriche y participent. Le cas de l'Italie restant assez à part et paraissant dû à des éléments que l'on veut croire circonstanciels, le glissement actuel de la zone des monnaies européennes vers les limites qui furent celles du Saint Empire Romain Germanique (S. Brittan) et non celles de l'Europe de Bruxelles, correspond bien à cette double exigence. Dès l'instant qu'un pays actuellement ou potentiellement membre de la zone aurait sur une période comme, par exemple, 1962-1972, vu les deux indicateurs précédents s'écarter nettement de la moyenne du groupe, nul doute que sa balance commerciale ne s'en soit ressentie nettement. Or, c'est justement ce qui, le plus souvent, ne s'est pas produit pour l'Europe hormis pour la Grande-Bretagne. Les pays de la C.E.E. ont en général des développements commerciaux réciproques symétriques et équilibrés, et s'il y a eu des excédents et des déficits, ceux-ci sont plutôt nés des relations avec l'extérieur soit, justement, avec des pays qui ne manifestent pas le même groupement des indicateurs de compétitivité et de produc-

tivité (ceci est tout particulièrement vrai pour les excédents de l'Allemagne fédérale).

2) La double condition d'optimalité s'explique finalement fort bien. Des pays qui enregistrent cette convergence longue des taux de productivité et de compétitivité devraient avoir moins besoin de *dévaluer ou de réévaluer les uns par rapport aux autres que vis-à-vis des pays échappant à cette tendance*⁴. Cela ne voudrait pas dire, d'ailleurs, qu'ils auraient alors nécessairement des balances à peu près équilibrées, les uns par rapport aux autres. Il se pourrait fort bien, par exemple, que certains fussent plus structurellement importateurs ou exportateurs vis-à-vis des pays tiers et aient donc, globalement, une balance nettement excédentaire ou déficitaire. Mais l'important serait alors de trouver des déséquilibres notables justifiés vis-à-vis de l'extérieur de la zone et non de l'intérieur. Or, c'est bien là ce qui se passe pour l'Europe. De plus en plus soumise pour les produits manufacturés, à la concurrence japonaise et à celle des autres pays en voie d'industrialisation, de plus en plus déficitaire en énergie et en matières premières, l'Europe enregistre néanmoins un fort excédent commercial. Mais le commerce qui fait naître l'excédent commercial est celui fait avec les pays tiers, soit donc avec ceux vis-à-vis desquels la convergence des productivités et des compétitivités n'apparaît pas. A l'intérieur d'elle-même — et surtout pour les Six depuis une dizaine d'années — les développements du commerce sont de plus en plus symétriques et équilibrés. Les conditions d'optimalité sont donc de mieux en mieux remplies.

Pour autant, il n'y a pas encore de véritable optimum. Sans parler des taux de change qui peuvent, malgré la tendance interne à la convergence, déraiser de par les influences des échanges avec l'extérieur, ou de par la spéculation, des déviations « courtes » sont toujours à même de se produire même si les productivités et les prix convergent.

Pour qu'il y ait réellement optimum, il faut qu'il existe une possibilité de compensation des écarts de balance des paiements et c'est à ce niveau qu'on peut justement trouver le véritable critère de l'optimum.

3 — LE CRITÈRE : « L'ACCESSIBILITÉ » DES ACTIFS

Toute zone optimale au point de vue monétaire exige l'existence de mécanismes de compensation ; l'équilibre des balances des paiements des nations-régions de l'ensemble ne saurait être assuré quand bien même se manifesterait la convergence des conjonctures et des productivités ; des écarts pourraient subsister et des accidents de parcours se produiraient.

Il faudrait donc, pour les surmonter, qu'existe au niveau de la zone, la masse élément qui, en définitive, fait qu'une région infra-nationale

4. Cette idée nous a été suggérée par J. Denizet.

solde toujours les déficits ou excédents de ses paiements : des actifs (titres publics, privés, instruments monétaires, placements obligataires, etc.) unanimement acceptés partout. C'est bien là ce qu'enseigne l'histoire monétaire, à commencer par celle qui demeure l'un des meilleurs exemples de régionalisation monétaire réussie, celui des Etats-Unis. On sait bien, en effet, que le Système fédéral de Réserve est né à partir du moment où les banques américaines ont cessé de travailler sur des actifs reconnus seulement localement. Au milieu du XIX^e siècle, le manque d'accessibilité des actifs entraînait des vagues de faillites. Ce n'est qu'à partir du moment où on a eu un volant assez large de titres acceptables que les problèmes d'équilibre monétaires régionaux ne se sont plus posés.

On peut penser sans grand risque d'erreur que toute zone monétaire optimale régionale exige que chaque nation-région participante reconnaisse des actifs financiers et monétaires issus de ses partenaires et les accepte sans discrimination. On voit, ici encore, que le processus de diffusion des actifs monétaires et financiers est seulement esquissé aujourd'hui par les pays européens.

Les monnaies nationales actuelles qui demeurent soumises au risque de change, ne sont pas de ce type. Le dollar lui-même, amputé par deux fois en quatorze mois, ne peut plus remplir ce rôle et, d'ailleurs, le lui attribuer serait aller à l'encontre du but poursuivi. Il faut envisager autre chose, et donc, un instrument européen spécifique. Au plan financier, les quelques tentatives d'émission d'obligations indexées sur plusieurs monnaies européennes et celles d'emprunts garantis par l'unité de compte européenne, annoncent peut-être cette acceptabilité des actifs, mais encore, on doit en convenir, bien timidement et partiellement.

L'optimum monétaire est donc, à ce point de vue comme au précédent, seulement en train de se faire. L'Europe semi-intégrée va sans doute dans le sens de l'optimum mais pour que cet optimum monétaire émerge pleinement, encore faut-il que simultanément la monnaie européenne se crée. C'est le type même du paradoxe européen ; il convient, pour en sortir, de choisir des moyens en accord avec cette évolution vers un optimum, esquissé mais loin d'être achevé et garanti.

Considérons d'abord ceux qui ont été successivement utilisés depuis l'accord du Smithsonian Institute du 18 décembre 1972 et qui se fondent principalement sur l'idée du rétrécissement des marges de fluctuation des cours des monnaies européennes les unes par rapport aux autres.

II — LES POLITIQUES DE RÉTRÉCISSEMENT DES MARGES

La politique de la C.E.E. en faveur d'une monnaie commune pour être relativement ancienne quant à ses principes et aux études préalables (le projet Werner) ne s'est en réalité développée que sur un laps de temps relativement bref puisque ses premières applications datent du

début de 1972. Au cours de cette courte période elle a subi du fait de l'évolution du système monétaire international, une première variation sensible puisque d'une politique de la *double bande* de fluctuation on est passé, après la deuxième dévaluation du dollar, à un *flottement concerté*. Dans l'un comme l'autre cas, cependant, l'inspiration demeure à peu près la même. Et si l'on veut, sans passer d'ailleurs par le détour de l'exposé de techniques désormais connues⁵, apprécier les premiers résultats, il faut au moins rappeler les espoirs mis en cette politique.

1 — FONDEMENTS

Parmi les justifications les plus fréquentes du mode d'action choisi, on invoque, en tout premier lieu, le fait que les monnaies européennes peuvent entre elles subir, entre deux moments différents, une fluctuation double de celle qu'elles peuvent enregistrer par rapport au dollar. Ce risque de cumul des marges pour ne pas être négligeable a été sans doute moins important que les autres avantages escomptés.

1) *Le phénomène de cumul des marges*

Le phénomène de cumul des marges s'explique par les techniques d'intervention utilisées par les banques centrales pour maintenir leurs monnaies dans les limites des fluctuations autorisées. Elles vendent ou achètent des dollars pour faire respecter les limites de variation de leurs monnaies qu'elles peuvent enregistrer par rapport à celui-ci. De ce seul fait, il peut résulter jusqu'à un doublement de la marge de fluctuation des monnaies européennes entre elles.

Soit deux monnaies européennes x et y cotées à l'incertain. Appelons :

$rx Va$: le cours limite supérieur que la Banque centrale du pays x doit faire respecter lorsque sa monnaie est faible en vendant du dollar,

$rx Aa$: le cours limite inférieur qu'elle doit faire respecter lorsque sa monnaie est forte en achetant du dollar,

$ry Va$: le cours limite supérieur de la monnaie y ,

$ry Aa$: le cours limite inférieur de la monnaie y ,

\bar{r}_x : la parité du dollar en monnaie x ,

\bar{r}_y : la parité du dollar en monnaie y ,

m : la marge de fluctuation commune par rapport au dollar,

F : la marge de fluctuation de x par rapport à y (et vice versa).

On peut écrire :

$$(rx Va - rx Aa) / rx = m \quad (1)$$

$$(ry Va - ry Aa) / \bar{r}_y = m \quad (2)$$

5. H. Bourguinat, *Marché des changes et crises des monnaies*, Calmann-Lévy, 1972, pp. 289-296.

$$(rx Va - r\bar{x})/r\bar{x} = m/2 \quad (3)$$

$$(r\bar{x} - rx A\alpha)/r\bar{x} = m/2 \quad (4)$$

$$(ry Va - r\bar{y})/r\bar{y} = m/2 \quad (5)$$

$$(r\bar{y} - ry A\alpha)/r\bar{y} = m/2 \quad (6)$$

Il faut évaluer :

$$\frac{(rx Va/ry A\alpha) - (rx A\alpha/ry Va)}{r\bar{x}/r\bar{y}} \quad (7)$$

Soit :

$$\frac{(rx Va - rx A\alpha)/rx/ry}{r\bar{x}/r\bar{y}} = F$$

On peut tirer de (3), (4), (5), (6), les valeurs de $rx Va$, $rx A\alpha$, $ry Va$, $ry A\alpha$ en fonction de m , rx et ry .

En remplaçant dans (7) on obtient :

$$F = rx/ry \frac{(m+2)/(2-m) - (2-m)/(m+2)}{rx/ry}$$

d'où il vient :

$$F = (m+2)/(2-m) - (2-m)/(m+2)$$

On en déduit que $F = 8m/(4-m^2)$ ⁶ ; m étant de l'ordre de 1 à 4%, m^2 est de l'ordre de 1 à 16 (10^{-4}) ; on peut donc négliger sa valeur. On obtient alors :

$$F = 2m$$

On comprend que ce cumul des marges ait pu constituer l'un des arguments principaux de l'action de rétrécissement au plan intra-européen.

Il pourrait conduire les agents privés, en période normale, à constituer des encaisses de transaction en dollars plutôt qu'en monnaies de la C.E.E., il serait à même de jouer dans le même sens pour les demandes de monnaie qui correspondent à l'ensemble des quatre motifs identifiés par Hicks : transaction, précaution, intervention pour la défense des parités, spéculation ; on pourrait même y ajouter le motif de couverture : du fait d'un flottement de 9 p.c. des monnaies européennes entre elles qui serait, à la limite, concevable avec une marge « large » générale de ± 2.25 p.c., il deviendrait paradoxalement plus nécessaire de se couvrir

6. R. Triffin, *Libre Belgique*, 23 mars 1973.

vis-à-vis des monnaies des pays partenaires que vis-à-vis du dollar. Il faut cependant reconnaître que l'hypothèse du doublement des écarts des cours au plan intra-européen exige — et cela n'a pas été, selon nous, assez souligné, une inversion parfaite des cours de deux monnaies de pays membres, doublement qui correspondrait à l'échéance de certains contrats. Cette permutation parfaite des monnaies partenaires par rapport au haut et au bas de la bande est assez hypothétique et paraît même, concrètement, ne s'être pas souvent réalisée. On notera cependant qu'elle s'est concrétisée dernièrement pour deux monnaies comme le DM et la couronne suédoise.

2) *Autres avantages*

Le resserrement des marges a été en fait préconisé pour des raisons plus immédiates. Il est clair tout d'abord, qu'il semble à première vue tout à fait d'accord avec le stade atteint par l'intégration européenne qui est celui d'une solidarité économique plus forte vis-à-vis de l'extérieur mais pas encore totale. Etre flexible — ou, tout au moins, plus flexible qu'auparavant vis-à-vis de l'extérieur et, en même temps, plus rigide à l'intérieur de la C.E.E., voilà qui paraît bien correspondre à une intégration économique plus forte à l'intérieur qu'à l'extérieur. D'ailleurs, la politique agricole ne laisse pas d'autre choix, et on sait combien l'argument a eu de poids pour le gouvernement français tout particulièrement.

Par ailleurs, le rétrécissement des marges devrait procurer d'intéressantes créations de trafic : au plan commercial, au fur et à mesure que les marges seraient resserrées, le risque de change se trouverait réduit — sauf, bien entendu, à exclure les changements de parité — et les couvertures à terme se justifieraient moins à l'intérieur de l'Europe qu'à l'extérieur. On voit immédiatement l'incidence commerciale que pourrait avoir cette réduction de l'incertitude du marché au plan européen. La convergence des politiques monétaires se trouverait également favorisée : les différences de taux d'intérêt entre pays membres deviendraient de plus en plus difficiles dans la mesure où, les capitaux n'ayant plus — ou ayant moins — à être couverts, leurs mouvements suivraient plus fidèlement les différentiels d'intérêt. La spéculation elle-même paraîtrait moins ouverte pour les monnaies communautaires que pour les monnaies tierces.

Tous ces arguments, avancés déjà avant le flottement de fait du dollar, peuvent être considérés comme prenant plus de force encore dès l'instant que celui-ci est intervenu. Notons, cependant, qu'après comme avant, ils devraient être assez sensiblement nuancés. Qui ne voit, par exemple, que l'exclusion des couvertures commerciales ne saurait jouer que pour autant que le resserrement des marges européennes ne conduise pas à des ajustements plus fréquents de parités ; on n'oubliera pas, ici, que les couvertures commerciales entre monnaies européennes ne jouent guère qu'en période

« troublée ». L'avantage net pourrait dès lors ne pas être aussi considérable qu'on le croit. S'agissant des limitations imposées à la spéculation, si une plus grande mobilité intra-européenne des capitaux devait effectivement intervenir, encore faudrait-il ne pas oublier que le resserrement priverait aussi les pays membres de la liberté d'action que donne une marge large pour sanctionner les spéculateurs en autorisant des retournements de tendance.

2 — LE SYSTÈME DE LA DOUBLE BANDE

On se souvient qu'à la suite de l'ouverture générale des marges à ± 2.25 p.c. (accord du Smithsonian Institute), les pays européens décidaient, dès 1972, de limiter la fluctuation réciproque de leurs monnaies à 2.25 p.c. C'est le système que l'on peut, si l'on est un peu fatigué des images reptilo-ferroviaires, qualifier simplement de celui de la double bande.

Sa technique est elle aussi trop connue pour que nous y revenions ⁷. Nous nous en tiendrons aux résultats et plus qu'un long discours, un graphique paraît ici utile.

1) *Un an de fonctionnement*

— *Mars-fin avril 1972* : c'est la phase de *fonctionnement de fait du mécanisme de la bande étroite*. Après l'accord de Washington et la définition de nouveaux taux centraux, les monnaies des Six mais aussi celles des pays non membres (franc suisse) ou non encore officiellement associés à l'accord (livre sterling, couronne danoise) sont d'abord groupées à l'intérieur d'une bande de fluctuation d'environ 3 p.c. par rapport au dollar. Dès que fut annoncé, le 7 mars, l'accord de rétrécissement de la bande de fluctuation des monnaies européennes à 2.25 p.c., l'écart entre la monnaie la plus forte, le franc belge, et la monnaie la plus faible, la lire, tomba à environ 2 p.c., soit un peu moins que ce qui avait été prévu comme devant passer dans les faits seulement au 24 avril. Les opérateurs avaient anticipé sur la mise en place du système notamment en achetant la monnaie susceptible de monter, c'est-à-dire la lire italienne. Parallèlement, les monnaies fortes comme le florin ou le franc belge perdaient quelques points par rapport au dollar.

— *Avril 1972-juin 1972* : *l'accord européen est officiellement approuvé* le 10 avril à Bâle par les gouverneurs des banques centrales. On note, avec l'accord de Bâle, deux nouveautés importantes :

i) les monnaies concernées sont désormais celles de l'Europe des Neuf et on fait, en particulier, officiellement entrer dans le système la livre sterling et la couronne danoise.

7. H. Bourguinat, *Marché des changes...*, *op. cit.*

ii) on retient le principe d'intervention des banques centrales parties à l'accord, non pas seulement en dollars, comme il en était convenu auparavant, mais aussi en monnaies européennes. Désormais, par conséquent, les pays européens à monnaie forte doivent mettre celle-ci à la disposition de leurs partenaires à monnaie faible dans le cadre d'accord de Swaps.

De cette façon, le soutien pourra s'opérer dans les deux sens puisque le pays à monnaie faible pourra augmenter l'offre de monnaie forte alors que le pays à monnaie faible en rachetant sa propre monnaie pourra agréer sa demande.

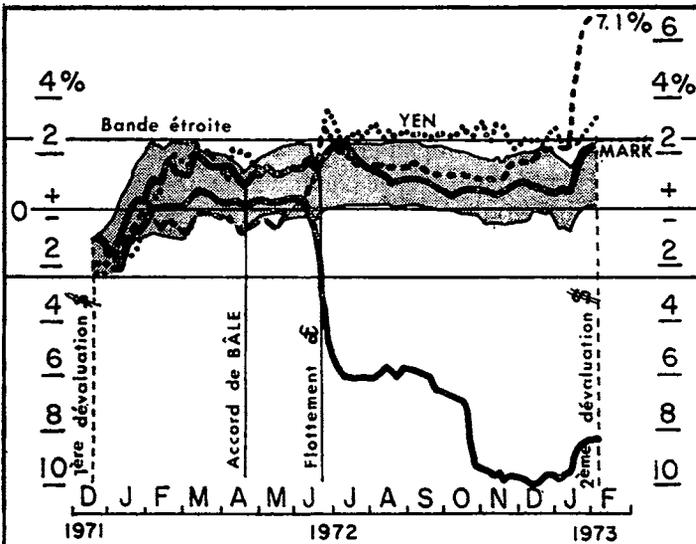
Il est enfin convenu que le débiteur devra s'acquitter en livrant à son créancier un assortiment dont la composition (proportion or et autres éléments de réserve) est calquée sur la composition de ses propres réserves de change.

— *Après juin 1972 : les premières difficultés de fonctionnement*

Alors que les banques centrales commençaient seulement à s'habituer aux interventions concertées qu'implique le respect de la bande étroite, le marché, qui s'était calmé depuis la fin du mois d'avril, allait de nouveau se dérégler. La crise provenait cette fois de la livre sterling. Au 15 juin 1972, en liaison avec une nouvelle grève des dockers anglais, la livre s'affaiblissait. Du 15 au 22 juin la devise britannique passait de 0.3835 à 0.3882 livre par dollar.

GRAPHIQUE 1

LA BANDE ÉTROITE ENTRE LES DEUX DÉVALUATIONS DU DOLLAR



La Banque d'Angleterre décidait le 23 juin 1972 (un jeudi) de faire flotter la livre sterling. Elle sortait alors de la bande étroite (le serpent) ; elle quittait même la bande large (le tunnel). Quelques jours plus tard la lire se trouvait aussi en difficulté et, en juillet, le gouvernement italien obtenait une exception à l'accord européen d'avril au point de vue de l'obligation de remboursement.

La Banque d'Italie dont les réserves sont composées en majeure partie d'or et d'éléments rattachés à l'or, et qui aurait dû céder une forte proportion de ces éléments pour régler un endettement éventuel, obtient de pouvoir intervenir sur le marché en dollars inconvertibles et, à ce moment, peu désirés. En décembre, d'ailleurs, les règles de l'accord européen ont été modifiées au point de vue des règles d'intervention et de remboursement : les interventions en dollars pourront être, avec l'agrément des partenaires, moins exceptionnelles qu'auparavant ; il est convenu que les débiteurs pourront obtenir un crédit pour la partie de la dette correspondant à la proportion de leurs avoirs de réserve en or. Ces facilités sont accordées selon des modalités variables par les créanciers (à la limite le créancier peut exiger la remise en gage d'or) et leur durée est de 3 mois renouvelable jusqu'au 31 mars 1975. Tout cela revient à dire que l'or ne servira plus guère aux règlements. Au total, de juin 1972 au début de 1973, la politique du rétrécissement des marges s'impose avec difficulté. La crise du sterling réduit considérablement son champ ; le rehaussement de l'or sur le marché libre auquel fait pendant la faiblesse chronique d'un dollar inconvertible peu désiré, « pollue » littéralement l'application de l'accord d'avril 1972.

2) *Commentaires*

Au-delà de la chronique, ces premiers mois de fonctionnement de la politique de rétrécissement des marges conduisent à deux remarques :

i) la crainte que nous exprimions, dès l'origine⁸, du coût en réserves des opérations de soutien impliqué par le respect de la bande étroite, s'est trouvée particulièrement bien confirmée pour la Grande-Bretagne, tout d'abord, pour l'Italie, ensuite. Un affaiblissement de l'une des monnaies liées ne peut être évité que par des rachats de devise faible contre devise forte. Si la crise est profonde, l'endettement vis-à-vis des partenaires ne résoud pas tous les problèmes (Grande-Bretagne) ; même si elle est moins accusée (Italie), il suffit d'une réglementation trop « dure » au niveau des conditions de remboursement résultant des interventions de soutien des partenaires qui coïncide avec un prix de l'or sans rapport avec celui du marché officiel pour que, paradoxalement, l'intervention se fasse en dollars E.-U. dont sans doute les banques centrales

8. H. Bourguinat, *Marché des changes...*, *op. cit.*, p. 299.

aspirent à se débarrasser, ce qui n'empêche pas pour autant d'aboutir à ce qu'un mécanisme conçu pour diminuer le privilège du dollar en tant que monnaie d'intervention, tende à le pérenniser.

ii) les essais de défense de la bande étroite au début de la crise du sterling révèlent aussi que les mécanismes peuvent dans une certaine mesure encourager des effets secondaires de spéculation sur le dollar. L'évolution durant les jours qui précèdent le flottement et où l'accord est appliqué est la suivante (par rapport au dollar) :

| | | | |
|--|---------------------|--|---------------------|
| | <i>15 juin 1972</i> | | <i>22 juin 1972</i> |
| | DM 3.1730 | | DM 3.1978 |
| | £ 0.3835 | | £ 0.3882 |
| | FF 5.0015 | | FF 5.0600 |

La Banque d'Angleterre, pour éviter que la livre n'atteigne son plancher de 0.3925, cède des FF, FB, DM, etc. En même temps, les banques centrales des pays partenaires achètent du sterling en cédant du dollar. En conséquence, le cours dollar-mark ou dollar-franc s'améliore au fur et à mesure que l'on veut « retenir » la livre dans la bande étroite.

Le marché en a profité et la spéculation s'est faite par un retour sur le dollar :

— avant l'action de soutien, des exportateurs qui libellent leurs contrats en dollars n'ont plus à se couvrir car le dollar est au plus bas. Le dollar enregistre un déport ;

— mais du fait de l'action pour maintenir la livre dans la bande étroite, ce déport s'amenuise. On va, dès lors, céder des dollars à terme et se financer (emprunter) en dollars. La spéculation conduit, en France par exemple, à vendre du dollar contre francs et c'est la Banque de France qui, bien malgré elle, gagne la devise américaine.

Le mécanisme s'est révélé finalement assez déstabilisant, et s'il a joué d'abord au soutien artificiel du dollar, il a ensuite conduit à spéculer contre lui.

3 — LE FLOTTEMENT CONCERTÉ

La crise de février 1973 a, on le sait, considérablement modifié le « paysage » de la politique des marges. Le franc suisse et le yen n'ont pu tenir les limites de la bande large (4.5 p.c.) et ont crevé le plafond. La livre sterling, la livre irlandaise et la lire sont elles-mêmes tombées hors de la bande étroite (2.25 p.c.) de l'accord de Bâle alors que, progressivement, d'autres monnaies de pays non membres de la Communauté européenne venaient s'agréger au groupe des monnaies flottant de concert ; tel est notamment le cas de la Suède et de l'Autriche.

1) *La disparition des butoirs*

La nouveauté du système retenu est, en théorie, très claire. La bande large (le tunnel) ayant disparu, les déplacements de la bande étroite (le serpent) devraient pouvoir se faire beaucoup plus amples par rapport à ce qui devait devenir une simple ligne de référence, celle du taux central des monnaies.

La suppression des butoirs (± 2.25 p.c.) et le maintien d'une grille serrée des cours des monnaies européennes entre elles (± 1.125 p.c.) devait maintenir ou même accentuer les avantages traditionnels du rétrécissement :

- sauvegarde de la politique agricole commune,
- convergence des politiques de taux d'intérêt,
- créations de trafic par limitation du risque de change.

Elle semblait aussi introduire plusieurs avantages supplémentaires non négligeables :

— au plan technique, elle débouchait sur l'intervention quasi exclusive en monnaies européennes et pratiquement sur l'abandon du dollar comme monnaie d'intervention ou de remboursement ;

— mais surtout, elle semblait devoir créer un ensemble de monnaies liées, introduisant des rapports dont la stabilité contrastait avec le nouveau cours des politiques monétaires externes beaucoup plus orientées vers la flexibilité. Le groupe des monnaies de la bande étroite semblait consacrer ainsi une solidarité et une stabilité d'autant plus importantes qu'elle se réalisait dans un monde plus incertain du fait du flottement en voie de généralisation.

Par rapport au droit monétaire devenu commun, le groupe des monnaies liées paraissait pouvoir compter sur des échanges moins soumis au risque de change et sur des politiques monétaires rendues nécessairement plus interdépendantes. Qui ne voit, par exemple, tout le prix que pourrait avoir la limitation à une plage très étroite des fluctuations de cours sur les développements des contrats commerciaux libellés en monnaies européennes. Le choix de ces devises comme instrument de règlement s'en trouverait étendu d'autant plus fortement que les monnaies tierces deviendraient glissantes. Elles devraient aussi devenir plus prisées parce que plus stables comme monnaies de financement. L'obligation de couverture pour les contrats libellés dans l'une ou l'autre de ces monnaies semblerait aussi beaucoup moins utile avec tout ce que cela peut comporter en termes d'économies de coût et de compétitivité améliorée. Au total, le groupe apparaissait comme un flot de stabilité dans un monde monétaire de plus en plus fluide. En même temps, par la possibilité de laisser décrire au « serpent » des oscillations beaucoup plus amples qu'auparavant, on se donnait le moyen de suivre le dollar ou les autres monnaies tierces, et donc, de ne pas perdre tous les avantages de la flexibilité.

2) *Un flottement concerté mais « impur »*

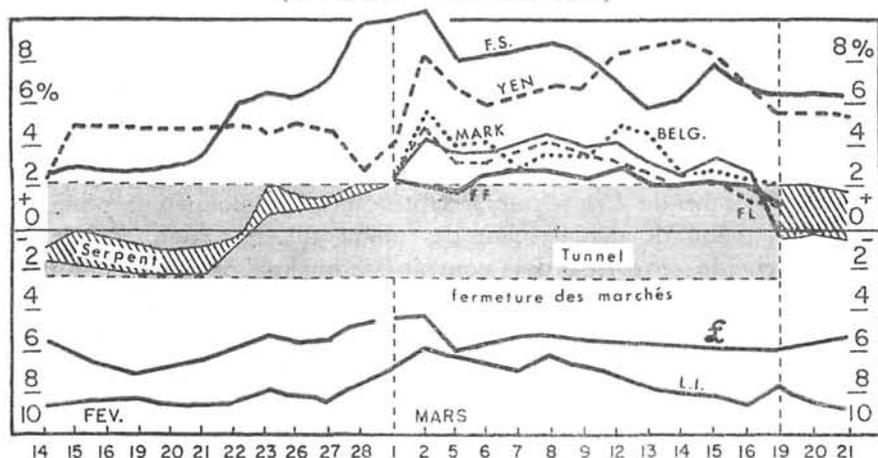
Les premiers jours de pratique du flottement concerté ont révélé que les pays participants optaient pour une conception très prudente du flottement lié.

Ce qui s'est passé depuis le 19 mars montre, en effet, que les Etats européens se soucient davantage d'utiliser l'outil qu'ils se sont donné pour assurer la stabilité de leurs apports commerciaux réciproques que pour exploiter toutes les possibilités des mouvements plus amples de flottement vis-à-vis du dollar. Paradoxalement, ne constate-t-on pas qu'après la mesure technique de rehaussement du mark de 3 p.c., les monnaies européennes associées sont groupées très près de la ligne de référence qui, au pourcentage de dévaluation près, est celle qui fixe le pair du dollar. Au moment où l'on supprime officiellement le « tunnel », celui-ci semble réapparaître *de facto* et le groupe des monnaies liées est conduit, pour l'instant, à épouser la forme d'un serpent quelque peu alongui le long de la ligne des nouveaux taux centraux.

Cela ne doit pas surprendre. La politique des gouvernements européens a consisté, d'abord, à chercher à éviter toute nouvelle baisse du dollar en termes des monnaies européennes. Pour ce faire, ils ont fait précéder leur participation au flottement concerté de toute une série de renforcements du contrôle des changes (introduction d'une obligation de réserve de 100 p.c. sur les augmentations des dépôts des non-résidents dans les banques françaises et suppression des rémunérations sur ces comptes : intérêts négatifs sur les dépôts des non-résidents en Belgique, Hollande et Suède, etc.). Il n'est donc pas étonnant que le « serpent » soit revenu

GRAPHIQUE 2

VERS LE FLOTTEMENT CONCERTÉ
 (14 février — 28 mars 1973)



dans un « tunnel » qui pourtant n'existait plus officiellement, après en être sorti pendant la phase de retrait des banques centrales du marché. La nouvelle politique européenne s'annonce actuellement comme une volonté de stabilisation des inter-parités européennes mais aussi, simultanément, de leurs cours vis-à-vis des monnaies tierces et tout particulièrement du dollar.

Avant de chercher à savoir si cette politique pourra se maintenir durablement, il convient de noter que, cette fois encore, on retrouve des effets secondaires propices à la spéculation.

Ceux-ci, comme lors de la crise de la livre sterling de 1972, résultent de la déformation — légère aujourd'hui, mais qui pourrait être beaucoup plus forte dans d'autres circonstances — qu'implique l'accord de rétrécissement sur la structure des points d'intervention des banques centrales. Huit jours après la réouverture des marchés, le deutschemark s'est révélé être la monnaie faible du groupe. Le paradoxe n'était qu'apparent puisqu'il était normal que les opérateurs étrangers, après une période d'intense passage sur le mark, dénouent leurs positions, cela, d'autant qu'ils ne perçoivent plus aucun intérêt sur les dépôts en marks et qu'ils doivent même payer une sorte de taux de pénalité.

Ce qui était moins prévu était, par contre, la conséquence : les banques centrales de la Belgique, du Danemark, de la Suède, de la France, ont vu affluer des marks, ce qui a eu pour conséquence une amélioration du cours du dollar en francs belges, en couronnes danoise ou suédoise, en franc français. Cette résistance du dollar a été jugée tout à fait bienvenue mais on ne doit pas oublier qu'à l'inverse elle porte quelques germes de spéculation qu'on peut apprécier, notamment, au niveau du franc français. Celui-ci ayant été quelque peu « tiré » vers le bas par l'affaiblissement du mark, les opérateurs pourraient, pour la monnaie française comme pour les autres devises provisoirement « fortes » de l'accord, être tentés de réaliser des arbitrages en se fondant sur une probable remontée de la bande étroite lorsque la phase de rajustement sur le mark sera achevée. Paradoxalement, le dollar, aujourd'hui⁹ soutenu par l'accord de rétrécissement pourrait, ultérieurement, être plus aisément attaqué.

La recherche de *Cross-Rates* adaptés entre monnaies européennes, jointe à l'action de déplacement des points d'intervention née de la politique choisie, se révèlent déjà pouvoir être quelque peu déstabilisantes.

Ceci est finalement peu de choses par rapport à la problématique générale du flottement concerté que l'on ne peut guère mesurer à partir de ce qui s'est passé au cours des premières semaines d'application.

9. 7 avril 1972.

3) *Le fond du problème*

Hormis le cas d'une collaboration profonde et durable des Etats-Unis et de l'Europe au point de vue du soutien des cours ou d'un maintien de systèmes très stricts de contrôle des changes, il est vraisemblable que, tôt ou tard, le groupe des monnaies communautaires sera amené à flotter. Les véritables problèmes apparaîtront alors. Ils seront au nombre de quatre.

a) *L'intervention des banques centrales « à contre-courant » et la gestion des réserves*

Soit $E = \{A_e, B_e, C_e, D_e\}$ l'ensemble des monnaies européennes associées. En supposant que A_e , l'une des monnaies du groupe vienne à faire littéralement bande à part, au sens d'enregistrer une tendance inverse de celle de la moyenne des monnaies liées, sa banque centrale devra accepter que son point d'intervention soit tiré dans un sens qui est celui de l'ensemble et qui ne correspond plus à sa balance des paiements.

Si l'on prend, par exemple, le cas où cette monnaie s'affaiblit alors que les autres sont fortes, ou simplement plus fortes, la banque centrale de A_e devra donc accepter de ne pas laisser tomber son cours aussi bas que s'il n'y avait pas eu la résistance tenant à l'existence de la grille des parités liées.

Sans doute, recevra-t-elle alors un concours des pays partenaires qui lui fourniront les monnaies $B_e, C_e, D_e \dots$ nécessaires au soutien de sa monnaie, soit sous forme de *swaps*, soit dans le cadre du Fonds de réserve européen, et ne perdra-t-elle qu'une faible partie de ses réserves nettes propres. Mais dans l'un comme dans l'autre cas, sa situation ne sera pas la même par rapport à ce qu'elle aurait été, soit en cas de parités fixées de façon autonome, soit en cas de flottement également autonome. En effet, dans la première hypothèse le point d'intervention aurait été atteint plus tôt et A_e aurait perdu plus de réserves nettes et, par conséquent, aurait été plus rapidement amené à lutter contre son déficit. L'existence même de celui-ci aurait pu jouer dans un sens déflationniste.

Dans le second cas, le renfort du déficit commercial ne se serait pas manifesté, puisque le fait de laisser suffisamment fléchir le taux de change aurait agi dans le sens de la résorption de ce déficit sans qu'il n'y ait la même incidence sur les réserves brutes tenant à l'endettement qui intervient dans le cas du flottement concerté. Cela, en supposant, bien entendu, que les flux commerciaux et financiers soient élastiques aux variations du taux de change — ce qui, on le sait, ne va pas sans problèmes — et que le flottement autonome ne soit pas limité par des actions de soutien propres à la banque centrale du pays concerné. Si l'on admet ces schémas — ils mériteraient d'être fortement compliqués — il se confirme qu'une action à contre-courant des banques centrales influe sur la gestion des réserves des pays membres. Le problème de la compatibilité

d'un optimum national de réserve et de l'optimum régional mériterait, d'ailleurs, d'être étudié avec attention, car cette compatibilité n'est pas, par avance, garantie.

b) *L'incidence sur les flux commerciaux et la spéculation*

En dehors de l'action directe sur les réserves des pays membres, c'est à l'incidence sur les flux commerciaux qu'il convient de songer en cas de survenance d'une tendance propre de l'une des monnaies liées.

Si cette monnaie tendait, par exemple, à s'affaiblir spontanément parce que son pays émetteur développait un taux d'inflation sensiblement plus élevé, et que cet affaiblissement se trouvait stoppé par une bande commune située plus haut par rapport à la ligne de référence, il est clair que la situation A_e pourrait se trouver modifiée. La tendance au ré-équilibre procurée par la baisse du cours du change ne jouerait que pour partie. Le pays n'exploiterait pas pleinement son avantage de change et il continuerait à importer plus qu'il ne le ferait en cas de flottement autonome.

D'ailleurs, n'oublions pas que même en l'absence de comportement divergent de l'une ou l'autre des monnaies liées, des créations mais aussi des détournements de trafic pourraient se produire sur la simple base de l'économie du coût de la couverture réalisée au plan intra-européen. Mais, on peut sans doute admettre que, dans ce cas, le résultat va dans le sens de l'optimum régional, sinon mondial. Au point de vue de la spéculation, par contre, le risque moindre sur les monnaies liées que sur les devises tierces, limiterait sans doute l'ampleur moyenne des gains de changes intra-européens et, donc, les opportunités de spéculation.

Mais il convient de ne pas oublier, en contrepartie, que le fait d'avoir une bande étroite susceptible d'enregistrer d'amples mouvements notamment par rapport au dollar, pourrait faire naître des risques de retournement de tendance plus fréquents et d'écarts plus profonds, et, par là même, apparaître comme une menace de sanction plus coûteuse que celle qui subsisterait pour la spéculation entre monnaies liées. Ce point mériterait, à lui seul, d'être étudié plus à fond.

c) *Monnaies « entraînant » et monnaies « suiveuses »*

Pour que les problèmes précédents ne prennent pas trop d'importance, il conviendrait qu'il n'y ait pas au sein du groupe européen certaines monnaies qui se révèlent systématiquement « entraînant », et d'autres, systématiquement « suiveuses ». Le problème se posera lorsqu'on choisira, presque au jour le jour, la hauteur du centre de la bande. Apparemment, il serait concevable, soit de choisir le taux de change de la monnaie la plus forte et d'apporter un soutien aux monnaies les plus faibles, soit de laisser le marché déterminer le cours de la monnaie la plus

faible, les pays à monnaie forte fournissent les devises nécessaires pour permettre l'achat de la monnaie faible. En réalité, la solution technique choisie sera intermédiaire et impliquera qu'une partie du chemin soit faite par les « forts » (vers le bas) et les « faibles » (vers le haut). Mais qui pourrait exclure que la négociation précédente n'amènera pas à sacrifier quelque peu la position de celui — ou du petit nombre — des pays dont le *trend* s'écarterait de celui des plus nombreux... ou des plus puissants. N'est-ce pas justement là que réside l'une des raisons actuelles du retrait de l'Italie dont la monnaie aurait très vraisemblablement dû accepter de remonter quelque peu, entraînée qu'elle aurait été par le bloc des autres monnaies associées. Comment, enfin, lorsqu'on voit se rapprocher de l'Allemagne des pays — dont certains non adhérents à la Communauté européenne — comme l'Autriche, la Suède, le Danemark, et peut-être même demain, la Suisse — qui forment traditionnellement avec elle une zone d'échanges intenses et d'imbrications économiques nombreuses, ne pas songer au risque de voir la zone mark apparaître comme sous-ensemble plus homogène et finalement « *leader* ». Les craintes émises lors des discussions du plan Schiller, en 1971, demeurent plus d'actualité que jamais.

d) *Contraintes et pari de la rigidité interne*

Il n'est pas jusqu'au principe de plus forte rigidité interne au sein des pays de l'ensemble $\{E\}$ qui ne fasse problème. Sans doute le degré de moindre liberté des cours intra-européens paraît-il, à première vue, l'expression du stade actuel atteint par le processus d'intégration. Mais, en même temps, nous n'ignorons pas qu'aussi longtemps que des divergences notables se manifesteront dans les *trends* de coûts et de prix des pays membres, toute entreprise allant dans le sens d'une soudure progressive des parités risquera d'apparaître rapidement contraignante.

N'est-ce pas, déjà, ce qu'annonce un peu l'histoire des premières tentatives de 1972 avec les retraits de la livre et, dans une certaine mesure, de la lire italienne. Ne faut-il pas voir dans ces retraits une vérification des craintes émises dès le début de 1972, et selon lesquelles « si les pays d'Europe n'étaient pas prêts à renoncer à utiliser les fluctuations de cours et surtout les changements de parités pour défendre leur niveau d'emploi ou leur stabilité conjoncturelle... exclure toute souplesse des inter-parités européennes serait manquer de prudence et risquer de fortifier le risque de décrochage des parités... » L'observation, même en ces eaux claires plus calmes du printemps de 1973, demeure¹⁰ entièrement valable. Si les économies des pays partenaires convergent, le marché vers des inter-parités rigides devrait réussir ; s'il n'en était pas ainsi, la politique entreprise pourrait entraîner bien des tensions et conduire d'autres

10. H. Bourguinat, *Marché des changes...*, op. cit., p. 305.

monnaies à choisir le flottement autonome ; les simples redéfinitions des taux centraux, parfois évoquées comme un moyen d'absorber les divergences d'évolution, risqueraient, si elles étaient trop fréquentes, de rendre la politique du flottement concerté plus délicate à mener mais, cependant, encore possible.

Ces risques s'ajoutent à ceux qui tiennent au souci des Etats européens d'éviter un nouvel affaiblissement du dollar par rapport au groupe des monnaies de la bande étroite. Ces deux éléments conduisent à se demander si, au cours des prochains mois, on ne risque pas d'aller vers un « serpent » qui, au lieu de décrire d'amples oscillations, restera assez près de son axe médian actuel. Cette solution aurait l'avantage de limiter au maximum les oppositions entre pays à monnaie forte et monnaie faible. Mais en sens inverse, elle équivaldrait à se priver de la liberté d'action que pourraient donner des variations de la hauteur de la bande, ne serait-ce que pour contribuer à isoler l'Europe des effets les plus directs de la politique monétaire américaine.

A ce niveau apparaît bien la double orientation nécessaire à la politique de l'Europe des monnaies. Elle devrait, à la fois, constater les progrès de l'intégration économique et les favoriser. Il s'agit donc, pour ce faire, de concrétiser cette solidarité intra-européenne différentielle. En même temps, il paraît utile de ne pas forcer la nature des choses et de laisser même subsister quelque flexibilité au plan intra-européen.

La conciliation de ces deux exigences pourrait peut-être être tentée par ce que nous pourrions appeler la stratégie du point fixe et des espaces monétaires de superposition.

III — LA STRATÉGIE DU POINT FIXE ET DES ESPACES MONÉTAIRES DE SUPERPOSITION

Nous ne ferons qu'esquisser très brièvement le schéma de ce que pourrait être, selon nous, cette percée vers la monnaie commune européenne.

1 — ESQUISSE D'UN SCHÉMA DE SUPERPOSITION

1) *Le principe de l'émission en parallèle*

Compte tenu des limites de la politique de rétrécissement des marges et de la nécessité d'aboutir à un actif acceptable partout, l'Europe a besoin d'un instrument propre qui soit support des initiatives monétaires et financières communes et, en même temps, instrument de correction des déséquilibres éventuels des paiements réciproques des pays membres. On voit bien ce que pourrait être la fonction de cette unité commune.

Compte tenu de l'état encore suboptimal de la zone monétaire européenne et de ce que, en même temps, elle est « *un optimum en voie de se faire* », l'unité commune devrait apparaître à la fois comme :

— *point fixe*, c'est-à-dire, commun dénominateur permettant de passer de l'une à l'autre des monnaies et devenant la médiation de plus en plus utilisée pour « communiquer » avec les autres monnaies tierces et, en particulier, le dollar ;

— unité qui est le support d'un espace monétaire parmi d'autres (ceux des monnaies nationales), qui se superpose à eux, tantôt n'en recouvrant qu'une faible partie, tantôt même les débordant. L'idée est ici celle d'une dissociation des espaces monétaires non pas seulement au point de vue territorial mais encore au point de vue fonctionnel. Pourquoi ne pas, en effet, concevoir des monnaies nationales coexistant avec une unité européenne émise en parallèle. Ne constate-t-on pas de plus en plus qu'il n'y a pas de coïncidence ou même recouvrement parfait entre, par exemple, les fonctions de :

- monnaie de règlement
 - monnaie de financement
 - instrument de réserve
 - devise utilisée pour l'indexation des obligations
 - actif de trésorerie pour les banques privées
 - instrument servant à libeller les chèques de voyage, etc.
- qui correspondent à chaque unité.

Pourquoi dans ces conditions ne pas accepter une unité monétaire européenne créée en parallèle des monnaies nationales et qui, en quelque sorte, serait l'expression des zones de recouvrement les plus denses et, donc, se superposerait aux monnaies nationales. Cela paraît en accord avec la nature des choses puisque, actuellement, en Europe, la seule monnaie qui réunit le plus grand nombre de ces fonctions est justement non européenne puisqu'il s'agit du dollar.

D'ailleurs, il se pourrait ici que la double amputation que vient de subir le dollar en moins de quatorze mois puisse, pour un temps au moins — faciliter quelque peu les choses.

Sans doute utilisera-t-on plus de dollars pour libeller les contrats de même valeur, mais la demande totale de ce qui ne pourra plus être, au moins avant un certain temps, considérée comme actif privilégié parce qu'intangible, devrait diminuer. A cela pourrait s'ajouter l'incidence possible des disparitions annoncées au moment de la dernière dévaluation du dollar et qui prévoient la suppression avant la fin de l'année 1974, des contrôles des prêts et investissements américains à l'étranger. Si tel était le cas, l'une des incitations majeures au non-rapatriement des capitaux par les sociétés américaines viendrait à disparaître avec toutes les conséquences que cela pourrait apporter au point de vue de l'offre ; les firmes américaines viendraient aussi alors à se financer à New-York et c'est donc tout le développement de l'euro-dollar qui serait compromis, puisque la demande se trouverait aussi modifiée.

2 — UN INSTRUMENT DE CHANGE MAIS PROGRESSIVEMENT AUSSI DE PAIEMENT

1) L'instrument constituant le point fixe — mais qui n'en serait pas moins ajustable — prendrait, par exemple, le nom d'euroipa.

Il serait d'abord *unité de compte* pour tous les contrats des institutions de la C.E.E., mais bientôt aussi, dans la ligne du récent emprunt français, pour certaines des émissions nationales de titres.

Mais la voie devrait aussi être rapidement ouverte pour donner simultanément à ce nouvel instrument, un rôle de *monnaie cambiaire*, tant public (instrument de réserve des banques centrales) que, progressivement, privé. A ce dernier titre, l'euroipa serait mise à la disposition des entreprises qui ont à faire régulièrement des opérations de *clearing* pour des activités essentiellement internationales comme les sociétés d'aviation, les agences de voyage, etc.

Il n'est pas exclu que, dans un stade ultérieur, des utilisations plus larges puissent être étudiées, notamment pour les banques et les entreprises multinationales, mais seulement pour des opérations faites avec des non-résidents, et à condition de délimiter exactement les règles de gestion des avoirs et engagements en euroipas. L'interdiction des utilisations à des fins de paiement purement domestiques devrait, par contre, être bien établie. Une limitation de l'usage de l'euroipa pour les opérations d'un montant minimal, par exemple, d'un million d'unités, serait, à cet égard, justifiée.

2) Au point de vue des règles d'émission, deux formules ont été, on le sait, envisagées :

— celle de R. Triffin¹¹ qui se place dans l'optique d'une soudure progressive des inter-parités européennes. Elle revient à faire émerger peu à peu une unité de compte européenne : les dettes et les créances des pays membres étant comptabilisées de façon multilatérale, elle servirait à exprimer les positions nettes vis-à-vis du Fonds. De plus, les crédits réciproques seraient aussi libellés en euroipas et permettraient d'introduire des obligations émises par des pays débiteurs. Ces titres seraient considérés comme éléments de réserve, ils circuleraient entre banques centrales et pourraient même être utilisées pour faire une politique d'*open market* au niveau de l'union monétaire ;

— celle de Magnifico-Williamson¹² qui, tout en acceptant l'émission par un organe commun, est plus ambitieuse puisque la Banque européenne devrait se voir reconnaître les responsabilités suivantes :

11. R. Triffin, *Libre Belgique*, 23 mars 1973.

12. G. Magnifico et J. Williamson, *European Monetary Integration*, A Federal Trust Report, 1972, p. 89.

- a) devenir fonds commun de réserves ;
- b) après l'achèvement d'une période préliminaire, intervenir pour stabiliser le taux de change dollar/europa ;
- c) recommander les changements de parité en terme d'or et de D.T.S. au Conseil des Ministres ;
- d) contrôler la politique monétaire européenne et aussi la comptabilité entre les politiques nationales et l'action communautaire (y compris en supervisant les taux de change intra-européens) ;
- e) assurer le développement de l'euroopa comme actif de réserve privé, principalement en agissant comme banque centrale par rapport aux banques intervenant sur le marché de l'euroopa.

Dans cette dernière optique, il y aurait partage des tâches au point de vue de la défense des parités :

- i) chaque pays serait chargé de la régularisation des tâches au point de vue de sa monnaie en euroopa ;
- ii) le Fonds européen de Réserves assurerait celle de l'euroopa vis-à-vis des monnaies tierces, particulièrement vis-à-vis du dollar.

Ce mécanisme serait plus simple que celui de la bande étroite. Chaque pays de l'Europe unie défendrait sa parité au moyen de l'unité commune et sans passer par le dollar. Techniquement, l'Europe ayant enfin trouvé son numéraire, il n'y aurait plus à considérer que huit relations (si l'on s'en tenait, tout au moins, aux monnaies des Neuf puisque l'U.E.B.L. a une seule monnaie).

Au niveau des *Cross-Rates* les choses seraient simplifiées : au lieu des 28 inter-parités qui sont à considérer avec la technique actuelle du rétrécissement, on tomberait à 8 relations.

Quelle que soit la base de l'émission choisie, il est évident que le Fonds européen de Réserve devrait disposer de ressources sans commune mesure avec les 1.8 milliard de dollars dont il se voit aujourd'hui doté sur la base des concours à court terme.

Au cours de la première étape, on pourrait retenir, par exemple, l'ordre de grandeur proposé par R. Triffin, à savoir l'équivalent d'environ 10 milliards d'unités de compte. Une double souscription initiale serait envisageable.

Pour la *première partie* en dollars ; cela diminuerait la pression des balances dollars sur les pays membres et, en même temps, donnerait les ressources nécessaires pour la défense du cours de l'euroopa ou, tout au moins, sa régularisation vis-à-vis de l'extérieur. Il serait aussi utile, pour assurer la liaison entre le Fonds européen et le F.M.I., qu'un certain pourcentage des souscriptions initiales se fasse aussi en D.T.S.

La *seconde partie* devrait être souscrite en monnaies de la C.E.E. ou par échange de « paniers » de monnaies européennes dont la composition devrait être pondérée à partir des P.N.B. relatifs¹³.

Au fur et à mesure que le rôle de l'europana s'étendrait, le quantum de l'émission serait amené à s'étendre. Il resterait cependant à fixer les règles de l'octroi des crédits à faire aux banques centrales et celles — plus délicates encore dans la conjoncture présente — de choix de la monnaie de remboursement de ces crédits (les bénéficiaires de crédit renâclant pour rembourser en monnaies fortes et préférant actuellement céder du dollar).

Quel que soit le type de solution retenue — et il y a tout lieu de penser qu'au moins à l'origine elle s'inspirera plutôt du schéma Triffin — un problème considérable demeurera posé, c'est celui du degré de liberté interne.

3) Le degré de liberté interne toléré pourrait être recherché à un double niveau :

— celui des *fluctuations des cours* des monnaies nationales autour de leur parité en europas ; on retrouverait alors, mais de façon plus directe et moins lourde, le mécanisme de la bande étroite mais aussi ses problèmes ;

— celui de la *fixation de la parité* proprement dite de chaque monnaie en termes d'europana.

C'est, bien entendu, à ce niveau qu'apparaît la plus grande difficulté : on ne peut se trouver que partagé entre le désir de donner au système ce « mou » qu'exigent encore les divergences de productivité et de coûts intra-européens et, en même temps, le souci non moins essentiel de consacrer la solidarité plus forte au plan interne. Sans doute, peut-on songer à des formules d'adaptation graduelles et automatiques des cours centraux du type « parités glissantes ». Il n'est même pas exclu que des variations très légères et planifiées à l'avance des parités intra-européennes soient plus gênantes pour la politique agricole que les solutions jusqu'ici employées ; en effet, les taxes « compensatoires » si elles garantissent une certaine stabilité du revenu agricole, n'y parviennent, en réalité, qu'en isolant chaque marché national et donc en « cassant » le marché commun agricole. Il n'est même pas évident que des adaptations régu-

13. J. Meade, *European Monetary Union*, fév. 1973. J. Meade a récemment suggéré que la parité de chaque monnaie de la C.E.E. par rapport à l'europana soit donnée par la formule :

$$1 = V_s Q_s + V_f Q_f + V_m Q_m + V_t Q_t + \dots$$

formule dans laquelle V_s serait la parité de la livre sterling en termes d'europana et de la même façon V_f pour le franc, V_m pour le mark, etc. La pondération Q correspondrait au nombre d'unités de chaque monnaie nationale qu'il faut, sur la base des P.N.B. comparés, donner pour obtenir une unité d'europana.

lières et de faible ampleur de l'ordre de 2 p.c. par an ne soient pas compatibles avec le dispositif actuel de la politique agricole si, notamment, on arrivait à situer ces variations dans la fourchette prix plafonds — prix planchers.

Le risque de blocage dans cette mise en place d'une formule de parités intra-européennes adaptables est avant tout politique. Nous ne croyons pas que les pays membres acceptent aisément de se lier dans quelque formule de variation automatique. Le maniement des parités demeure, qu'on le veuille ou non, l'arme ultime dans une panoplie qui n'est pas très étendue et on ne voudra pas, selon nous, s'en priver sans garanties. Si on allait vers l'idée de variations non automatiques, on trouverait sans doute l'avantage d'éviter de faciliter le jeu des spéculateurs ; mais la seule solution serait alors celle de négociations communautaires régulières sur les taux de change. On peut, là encore, douter de ce que le vouloir communautaire soit encore assez fort pour faire taire des voix qui, sur un sujet aussi sensible, seront, pour longtemps encore, discordantes.

S'il s'avérait, cependant, que les esprits n'étaient pas mûrs pour cette formule, on ne verrait guère, à titre de solution d'attente pour conserver les résultats acquis, qu'une politique alternative : ce serait celle qui consisterait à rechercher le *degré de liberté* interne encore nécessaire, en ne soumettant pas certains types d'opérations aux parités officielles. Il pourrait, par exemple, en être ainsi pour les placements de valeurs mobilières et les crédits de financement à court, moyen et long terme. Toutes les opérations reprises au compte courant de la balance seraient, au contraire, traitées aux cours officiels. On aura reconnu l'idée d'un *double marché* mais qui s'efforcerait de ventiler vers le marché officiel tous les règlements qui correspondent aux flux effectivement *libéralisés* en Europe, tandis que le marché libre ne traiterait que ceux qui ne l'ont pas encore été. On pourrait craindre, toutefois, que cette méthode n'apportât qu'une réponse bien imparfaite au problème posé.

Sans parler des problèmes techniques de mise en place d'un double marché généralisé, un assouplissement apporté par le seul comportement des capitaux courts ne paraît pas en accord avec la possibilité de divergences générales encore possibles des prix et des coûts à l'intérieur de l'Europe. Elle risquerait même, assez rapidement, d'introduire des distorsions assez fortes à l'intérieur de chaque pays. C'est donc plutôt vers des formules globales qu'il convient de se tourner.

3 — LA PIERRE DE TOUCHE DE L'EXPÉRIENCE : LA PRIVATISATION DE L'EUROPA

1) Si l'on admet que la Communauté européenne a un besoin pressant d'un actif qui soit suffisamment acceptable et qui puisse être support des opérations monétaires mais aussi financières qu'impliquent les inévi-

tables déséquilibres des paiements des pays membres, le passage d'un europa du stade de simple instrument commun de réserve à celui d'instrument de paiement s'impose.

D'ailleurs, on peut même, en s'appuyant sur l'histoire monétaire de la livre et du dollar, se demander si un instrument de réserve peut réellement se décréter et s'il ne doit pas se créer en devenant simultanément instrument de paiement par l'usage. S'il en était bien ainsi, des émissions obligataires libellées en europas, des consortiums bancaires européens conduits — ou incités — à constituer une partie de leurs actifs de réserve et de trésorerie en cette forme, tout cela devrait peu à peu s'ajouter aux opérations de compensation de banque centrale à banque centrale.

L'europa pourrait être aussi le vecteur d'une action communautaire d'*open market* en servant de libellés certains titres qui deviendraient alors réellement des « euro-bonds ». On aperçoit même les facilités nouvelles qui pourraient être trouvées pour les compensations des paiements des firmes à vocation internationale naturelle dans les secteurs du tourisme, du transport, etc. Il n'est pas jusqu'aux fameuses entreprises multinationales qui pourraient entretenir une partie de leurs actifs de trésorerie en europas.

Les canaux de la superposition sont donc nombreux. Il convient de ne pas se dissimuler, cependant, que pour les atteindre des difficultés exceptionnelles seront rencontrées. Citons-en quelques-unes.

2) Et tout d'abord, la principale : les États membres seront vraisemblablement réservés vis-à-vis de toutes les initiatives susceptibles de mettre en communication directe, de quelque façon que ce soit, le circuit interne des paiements et le marché de l'europa. Il est évident que, ce faisant, ils abandonnent quelques prérogatives et que, dans cette optique, leurs représentants soutiendront pendant longtemps encore que l'europa n'est guère qu'un banal espéranto monétaire et que, pas plus que celui-ci n'a remplacé les langues nationales, l'europa ne peut prétendre encore se substituer aux monnaies de chaque pays.

3) La seconde vient de la fausse analogie avec l'euro-dollar. S'il est exact que l'europa pourrait devenir une euro-monnaie qui mériterait enfin son nom, il n'est pas sûr du tout pour autant, qu'il convienne de concevoir son lancement à l'image de celui de l'euro-dollar. Celui-ci n'est en réalité, qu'en dollar, extérieur et agile sans doute, mais avant tout, américain. L'euro-marché du dollar n'est, on le sait, qu'un prolongement du marché monétaire américain et ses conditions propres d'offre et de demande sont indirectement mais très étroitement liées aux taux de ce marché purement américain. De même, si l'euro-dollar a été si demandé par les opérateurs privés c'est qu'il avait devant lui l'immense champ de règlement et de financement de la devise américaine.

Un europa tel qu'il peut être conçu n'aurait pas, au moins à l'origine, le même champ. Il apparaîtrait, en fait, d'abord comme monnaie de réserve et ensuite seulement comme monnaie de règlement. Ses relations de substitution avec les monnaies européennes nationales seraient aussi moins simples que celles du dollar et de l'euro-dollar.

Il n'est pas sûr non plus qu'une émission par un fonds européen ayant moins d'autonomie qu'une banque centrale ne limite pas quelque peu les possibilités d'action pour défendre son cours. Enfin, il n'est pas évident que ce nouvel actif paraisse aux firmes multinationales avoir les mêmes qualités propres qu'un dollar reconnu à peu près partout ; il est bien délicat, dès lors, de savoir quelle sera la place de ce nouvel instrument dans les actifs de trésorerie de ces sociétés.

*
* *

Les problèmes du nouveau cours de la politique de mise en place d'une monnaie européenne sont considérables. Cependant nous pouvons, à titre de propos d'étape, rappeler les quelques points suivants.

1) La voie exclusivement cambiaire par le seul rétrécissement des marges est plus contraignante qu'il ne semble à première vue, surtout dans un contexte de flottement généralisé. Elle offre sans doute des avantages mais, à l'inverse, elle repose sur le pari de convergence des économies européennes concernées.

2) L'état actuel de semi-intégration de l'Europe des Neuf et l'exigence qui se fera sentir de plus en plus d'un actif européen « acceptable » nous paraissent pouvoir déboucher sur la création d'un instrument commun qui réunirait plusieurs des fonctions actuellement mal assurées par les unités nationales. Cet europa doit être unité de compte mais aussi monnaie cambiaire et bientôt instrument de paiement. Le point fixe qu'il représente devrait être compatible avec des variations très graduelles de parités intra-européennes de base aménagées sur le plan européen.

3) La progressivité de l'action à entreprendre est essentielle. En particulier, les limites du champ d'utilisation de l'europa doivent être étendues très lentement. Le passage au stade de l'europa, instrument de paiement, devrait, très vraisemblablement, être décalé et se faire sur la base des résultats constatés au cours de l'étape de l'europa, monnaie cambiaire.

Quelles que soient ces précautions, toute novation repose, on l'aura vérifié, sur la mise en place d'un Fonds commun de Réserves. Hors d'une action de celui-ci, s'appuyant sur une dotation suffisante, le problème de la création d'une monnaie commune est insoluble. Le Fonds commun sera la *nursery* de toute monnaie européenne. C'est donc à celui-ci qu'il convient en toute première priorité de s'attacher. Nous ne sommes pas

loin de croire que si cet organisme se voyait doté de ressources suffisantes et de moyens d'intervention adaptés (en particulier au niveau de l'*open market*), le reste nous serait peu à peu donné par surcroît.

H. BOURGUINAT,
*Faculté des Sciences Economiques de
Bordeaux.*