



Direction générale
des affaires économiques et financières

II.D

NOTE A L'ATTENTION DE MONSIEUR J. DELORS
Président de la Commission

Objet : Votre participation au colloque organisé par l'Association pour l'Union Monétaire de l'Europe à Strasbourg le 18 janvier 1989.

A la demande de votre Cabinet, vous trouverez ci-joint le canevas d'un projet d'intervention.

Ayant à vous exprimer devant un parterre de parlementaires et de journalistes, la difficulté sera double. D'une part le Président Giscard d'Estaing et M. Van der Klugt tiendront probablement un langage assez militant. D'autre part vos propos seront interprétés à la lumière de vos responsabilités de Président du Comité d'étude pour l'Union Economique et Monétaire.

J'ai particulièrement développé la partie écu du projet, essayant du même coup de faire le point sur cette question.

J.P. MINGASSON

Copie : MM. Lamy
Dixon

Proposition d'un schéma d'intervention à l'occasion du colloque organisé par l'Association pour l'Union Monétaire de l'Europe sur le thème : "The Monetary Union for the Europe of 1992".

INTRODUCTION

Deux questions dominent actuellement le débat monétaire européen :

- la nature du lien entre le marché intérieur et l'Union Economique et Monétaire;
- la capacité du SME et de l'écu à fournir les matrices de l'Union Monétaire.

I. LE MARCHÉ INTERIEUR N'IMPLIQUE PAS NECESSAIREMENT L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE, MAIS IL S'INSCRIT DANS SA LOGIQUE

- L'Acte Unique ne traite explicitement que de la libre circulation des biens, des services et des capitaux. Il s'agit de supprimer les frontières physiques, techniques et fiscales.
- Le marché intérieur correspond à l'un des quatre volets de l'UEM (les trois autres étant la fixité des parités; les politiques communes, structurelles et régionales; la coordination et la cohérence renforcées des policy-mix). Le "paquet Delors" a donné une portée concrète à la dimension régionale de l'Acte Unique, qui peut fournir un solide point d'appui.
- Il y a accord sur l'idée que la réussite du marché intérieur serait incompatible avec un recours récurrent aux clauses de sauvegarde et à la déstabilisation du SME.
- D'où l'émergence d'une conception plus exigeante de la notion de marché intérieur et d'une demande monétaire de la part des entreprises (l'élargissement de leur base domestique, le projet de donner un rôle véhiculaire accru à l'écu).

II. LA REUSSITE DU MARCHÉ INTERIEUR NECESSITE UN ACCOMPAGNEMENT MONETAIRE

- Sans doute la perspective de la libération des mouvements de capitaux fut-elle à l'origine des accords de Bâle/Nyborg. Ce fut même le seul préalable posé par la Commission à la présentation du projet de directive.

- Ces accords concernent l'amélioration des mécanismes de crédit et d'intervention et l'usage plus flexible des différentiels de taux d'intérêt. Ils laissent entière la question de la détermination des orientations de la politique monétaire à un moment où l'autonomie de celle-ci se restreint singulièrement.
- Sauf à courir le risque de crises monétaires - et politiques - il faut parvenir à une gestion plus coopérative de la politique monétaire interne, de la politique monétaire externe du SME, du policy-mix des Etats membres.

III. LES LIMITES D'UN DEVELOPPEMENT NON-INSTITUTIONNEL DE LA COOPERATION ECONOMIQUE ET MONETAIRE SONT ATTEINTES

- La marche vers l'Union Monétaire ne peut se concevoir sans progrès parallèles vers l'Union Economique. Un C.D.P.E. doit correspondre au S.E.B.C. C'est notamment le mandat du Comité Delors.
- Sans doute pourrait-on, sans mutation, inviter le Comité des Gouverneurs à exercer sa capacité d'avis de façon plus insistante et mieux articulée.
- Une difficulté particulière à l'intégration monétaire tient à une certaine indivisibilité de la politique monétaire, sinon de ses instruments (à l'inverse de la politique budgétaire). D'autre part le cadre institutionnel communautaire actuel ne permet guère de conférer à la fois plus de compétences et plus d'autonomie (ce qui ne veut pas dire absence de caution démocratique).
- Dès lors qu'à terme - relativement rapproché - une révision du cadre institutionnel de coopération économique et monétaire s'imposera, pourquoi ne pas mettre en place à cette occasion les structures de la future Autorité Monétaire Européenne ?

IV. QUELLE STRATEGIE POUR L'ECU ?

1. L'avenir de l'écu : promesse et aventures
 - a) Il faut affirmer la vocation de l'écu à être la matrice de la monnaie unique. Il ne peut y avoir d'Union Monétaire achevée, si on ne dépasse pas le stade de la simple fixité définitive des parités de change (définition Werner); l'écu doit être reconnu comme le gage de cette ambition.

Ceci implique qu'on convienne que l'écu abstrait de l'Union Monétaire naîtra sans solution de continuité, du point de vue de sa valeur externe, de l'écu-panier, quelles que soient les révisions de la composition de celui-ci d'ici-là. En d'autres termes le souscripteur d'aujourd'hui d'un bon à long terme (10 ans ? 15 ans ?) libellé en écus doit savoir qu'il sera remboursé en monnaie unique (ou au moins en monnaie commune).

- b) En revanche, l'écu ne saurait être l'instrument d'une stratégie d'éviction des monnaies nationales avant même la réalisation de l'U.E.M. (ce qui est l'essence de la théorie de la monnaie parallèle). En d'autres termes l'écu ne pourra se voir conférer un pouvoir libérateur illimité (possibilité pour un débiteur d'imposer l'écu en paiement à son créancier) tant qu'il ne sera pas de même qualité que les monnaies nationales concernées (ce qui implique qu'il soit en relation de parité fixe avec celles-ci, et donc qu'il en soit de même de chacune de ses composantes). Il s'agirait alors de ce que les Allemands désignent et acceptent, sous le nom de "Doppelwährung" par opposition à la "Parallelwährung".

La relance de la stratégie de la monnaie parallèle en 1975 (cf. "Le manifeste de la Toussaint" joint en annexe) était liée à la déception générée par l'échec du Plan Werner et de l'approche institutionnelle de l'intégration. D'où l'idée, proprement subversive, de mettre en compétition, de livrer aux forces du marché, la monnaie nationale et une monnaie européenne (l'Europa) laquelle, par construction, aurait été meilleure que la première (pouvoir d'achat constant). Aujourd'hui les esprits sont apaisés et les vertus de la coopération et de la coordination ont été retrouvées. Le mandat de Hanovre s'inscrit résolument dans une perspective institutionnelle.

Ceci n'exclut nullement que l'écu participe, avec ses qualités de moyenne liées à sa composition, au phénomène de substituabilité accrue des monnaies, que porte en soi 1992 et dont on peut préjuger qu'il bénéficiera d'abord aux monnaies dont la commodité d'usage sera la plus forte.

- c) Le corrolaire en est qu'il ne peut guère y avoir d'ici le passage à l'U.E.M. de politique monétaire propre à l'écu. En d'autres termes les banques centrales nationales et éventuellement l'embryon d'autorité monétaire européenne, devrait résister à la tentation de créer de la monnaie à l'occasion de leurs opérations sur le circuit de l'écu privé (ce qu'on appelle le lien entre l'écu public et l'écu privé). Sous cette réserve - qui pourrait peut-être connaître des dérogations limitées, ponctuelles et non significatives, liées par exemple à la nécessité d'assurer la liquidité du marché inter-bancaire de l'écu - les autorités monétaires doivent pouvoir traiter l'écu contre devises étrangères ou contre le panier des monnaies composantes.

(the driving force)

Une politique monétaire propre à l'écu supposerait que celui-ci devienne une monnaie autonome, ce qui est contradictoire avec sa nature actuelle de panier de monnaies qualitativement différentes, et serait lourd de conflits avec et entre les banques centrales nationales. En revanche, on peut concevoir, dès lors que les monnaies nationales connaîtraient des relations de change définitivement fixes et que leur émission obéirait à la régulation d'une politique monétaire unique, que l'écu puisse revêtir les caractéristiques apparentes d'une treizième monnaie, soumise au mode de régulation commun.

2. La gestion de l'écu : principes d'action et précautions à prendre

a) Trois principes d'action pour asseoir la crédibilité de la vocation de l'écu.

- Il faut d'abord autoriser, voire encourager, un usage plus visible de l'écu dans les transactions de toute nature. Ceci fournirait d'une part un "terrain d'exercice" (training ground) aux opérateurs dans la perspective de la monnaie unique; d'autre part ceci rappellerait constamment les autorités politiques à leur engagement envers l'UEM.

Ceci supposerait bien sûr que tout obstacle à l'usage de l'écu comme devise soit levé, mais ceci est pratiquement acquis. Il faudrait surtout revenir sur l'exclusivité d'usage conférée dans certaines circonstances et de façon variable d'un Etat membre à l'autre à la monnaie nationale, soit comme monnaie de libellé soit comme instrument de règlement (capital social, cotations en Bourse, salaires, assurances, actes notariés et jugements, règlements entre résidents, affichage des prix...). Cette levée de l'exclusivité d'usage pourrait se faire soit de façon générale, soit de préférence au seul profit de l'écu. Dans ce dernier cas il ne s'agirait pas de conférer pouvoir libératoire illimité à l'écu, lequel permettrait au débiteur d'imposer l'écu à son créancier. Il s'agirait seulement d'assurer la liberté pour les parties à un contrat de choisir entre la monnaie nationale et l'écu, aussi bien pour le libellé que pour l'exécution de celui-ci. L'écu serait donc une monnaie optionnelle(1).

(1) Cette idée est reprise dans la note du Gouverneur Ciampi du 23.12.1988, §7 : If the ecu is to be evaluated by the markets on the basis of inherent merit, it will be necessary to remove the legal provisions hindering the general use of ecus in the place of national currencies.

- Il faudrait ensuite reconnaître l'utilité possible de l'écu :
 - + comme instrument d'intervention sur les marchés des changes pour ménager la cohésion du SME dans certaines circonstances;
 - + comme monnaie véhiculaire des transactions intra-européennes, pour contribuer à la transparence des conditions de concurrence sur le marché européen, et comme "monnaie de compromis" (dixit K.O. Pöhl) entre les parties à un contrat international;
 - + comme instrument de placement pour aider à gérer de façon plus symétrique, l'accroissement attendu de la substituabilité des avoirs monétaires et financiers.

Ces considérations mériteraient un "benign push" (A. Loehnis) de la part des autorités.

- Il resterait enfin à promouvoir le rôle d'actif de réserve de l'écu, ce qui serait une façon efficace d'assurer et de constater la crédibilité internationale du projet d'UEM.

Les banques centrales de la Communauté ont déjà acquis des montants importants d'écus; la clientèle des banques centrales étrangères reste à développer. La clef se trouve dans le développement d'un marché de titres publics à court terme libellés en écus (Italie, UK, demain la France et la Belgique (?)).

La future banque centrale européenne devra assurer et contrôler la liquidité des banques centrales nationales avant même que la Communauté se dote d'une monnaie unique. Il est raisonnable d'envisager que cette liquidité première sera émise en écus en contrepartie d'actifs de réserve détenus par les banques centrales, au premier rang desquels ceux libellés en écus. Cette perspective pourrait, si elle était confirmée, amener les banques centrales à s'engager plus volontiers en écus.

- b) Certaines précautions doivent être prises à l'égard de l'écu-panier avant qu'il ne soit pris en charge par le S.E.B.C. et qu'il ne change de définition.

- Dans l'hypothèse - souhaitable - où le développement de l'écu deviendrait un phénomène très significatif il faudra que les banques centrales s'appliquent à en comprendre et à en surveiller les points de tangence avec leur propre circulation monétaire. Elles le font déjà en ce qui concerne l'euro-marché de

leur propre monnaie. Or l'écu est à proprement parler une euro-devise par excellence puisqu'il n'a pas - encore - de territoire de circulation propre. Cependant, elles devront réaliser ce monitoring collectivement, dans le souci de maîtriser mais aussi de ne pas entraver le développement de l'écu.

- La composition de l'écu-panier fait l'objet de révisions quinquennales. La prochaine aura lieu d'ici septembre 1989. Les poids relatifs des monnaies composantes seront réexaminés et de nouvelles monnaies pourraient être incorporées. Ces révisions doivent être conduites dans le souci de ne pas perturber inutilement le marché et de ne pas contrarier la vocation de l'écu à se muer, en temps opportun, en la monnaie commune. L'écu doit donc acquérir et conserver l'image d'une monnaie forte et stable, ce qui ne peut être sans conséquence sur la composition du panier.
- Enfin l'exclusivité de la "marque écu" doit accompagner celui-ci dans ses mutations successives. Si l'Union monétaire devait être réalisée, dans un premier temps, entre moins que douze Etats membres, l'écu-panier ne devrait plus compter que les monnaies des pays concernés, afin d'être lui aussi en relation de change fixe avec celles-ci. Puis, lorsqu'ils se muera en monnaie abstraite, il entraînera avec lui son nom, interdisant par là même à tout panier de monnaies, quel qu'il soit, d'être nommé écu. L'unité de compte utilisée par les Communautés européennes devra évidemment suivre la même évolution.