

Un Ecu ou deux ?

Michel Aglietta *

Le renforcement du système monétaire européen est à l'ordre du jour. Mais les chefs d'Etat et de Gouvernement de la Communauté ont confirmé à Luxembourg leur réticence à s'engager dans la phase institutionnelle destinée à mettre l'Ecu au centre du système. Michel Aglietta fait le point sur les acquis du SME dans ses six années de fonctionnement et sur les raisons de l'essor de l'Ecu privé. A partir de ces observations, il s'interroge sur les mérites et les difficultés des stratégies proposées. Certains pensent qu'il suffit d'améliorer la coordination des politiques monétaires dans le cadre actuel. D'autres considèrent qu'il faut encourager le développement de l'Ecu privé et lui donner des caractéristiques monétaires en aménageant le système.

La création du système monétaire européen (SME) a rencontré beaucoup de scepticisme et un peu d'enthousiasme. Tous ceux qui saluèrent cette tentative avec espoir y virent la promesse du dépassement de l'accord de change par une organisation monétaire plus intégrée dont l'Ecu était le signe annonciateur. Après une phase de rodage, l'Ecu devait avoir une existence institutionnelle. Il devait devenir réellement, pas seulement nominalement, le pivot du SME sous l'égide d'un Fonds monétaire européen doté partiellement des prérogatives d'une banque centrale pour l'Europe. On en attendait une puissante incitation à coordonner les politiques monétaires des Etats-membres pour parvenir à une convergence satisfaisante des performances macro-économiques. Les sceptiques doutaient que cette avancée institutionnelle puisse

* Michel Aglietta est chargé de mission auprès du directeur du CEPII.

être entreprise. En conséquence, ils prévoyaient le même destin pour le SME réduit à un accord de change que pour feu le serpent monétaire, né après l'accord du Smithonian Institute de 1971.

Comme cela arrive bien souvent, tout le monde s'est trompé. L'histoire monétaire de l'Europe a avancé par un côté inattendu. Le SME a montré qu'il pouvait réaliser des compromis entre la souplesse et la robustesse sans rien devoir à une création institutionnelle qui a été abandonnée sine die. Cependant l'Ecu a fait une percée surprenante sur les marchés privés. Son essor a échappé au monde feutré des banques centrales. C'est pourquoi le débat monétaire en Europe a pris une tournure bien différente de ce qu'elle était en 1979.

Un courant aujourd'hui dominant dans les milieux officiels, parce qu'il se range sous la bannière prestigieuse de la Bundesbank, considère qu'il suffit d'améliorer le fonctionnement de l'accord de change. Les adeptes de ce point de vue prêtent à l'Ecu privé une attention distraite. Ils y voient une innovation financière parmi d'autres, certes utile, mais sans incidence monétaire significative. L'essentiel pour ce courant de pensée est de remplacer l'idée de coordination par celle de convergence. On ne considère plus que la cohérence des politiques économiques puisse être améliorée par l'instauration d'une monnaie commune en Europe. C'est, au contraire, la convergence des politiques économiques poussée à son terme qui permettra de s'offrir le luxe d'une monnaie européenne, lorsque les taux de change seront devenus irrévocablement fixes. On peut faire remarquer que dans cette configuration l'Ecu n'a aucune utilité spécifique, autre que symbolique, puisque les monnaies nationales des pays de la CEE seront devenues équivalentes aux yeux des agents économiques.

A l'opposé les partisans chaleureux de l'Europe exagèrent beaucoup l'ampleur et la portée des événements récents. Ils voient déjà dans l'Ecu privé une monnaie internationale de plein exercice. Il n'en reste pas moins que les agents économiques ont voté pour l'Ecu au moment où les pouvoirs publics abdiquaient. Cet événement considérable permet d'envisager un autre scénario que celui de la Bundesbank. L'Ecu deviendrait une monnaie parallèle sous l'impulsion du dynamisme privé. Cette force monétaire nouvelle créerait le besoin d'une organisation monétaire privée parmi la communauté des banques commerciales traitant l'Ecu. Un circuit monétaire privé pourrait ainsi se créer, qui changerait les conditions de fonctionnement du SME. Il obligerait les autorités monétaires, jusqu'alors réticentes, à modifier leur attitude.

Ainsi, les carences de l'Ecu officiel et les promesses de l'Ecu privé méritent-elles un éclairage théorique pour mieux cerner les enjeux politiques qui viennent d'être évoqués.

La place modeste de l'Ecu officiel nuit-elle aux performances du SME ?

L'Ecu officiel n'est que nominalement le pivot du système des changes, car les parités bilatérales peuvent se définir directement. Il n'est que virtuellement un actif de réserve et un instrument de règlement, car son pouvoir libératoire est très étroitement limité. Néanmoins l'Ecu est un panier des devises européennes ; aussi la bonne tenue du SME rejaillit-elle sur lui et suscite-t-elle une attirance des opérateurs privés. En dépit de ces résultats favorables on peut se demander si le rôle trop modeste de l'Ecu officiel ne va pas être un handicap dans la période qui s'ouvre et qui risque d'être marquée par une baisse du dollar que les banques centrales devront contrôler. Cette réflexion conduit à s'interroger sur la convergence macro-économique entre les pays membres.

La convergence désinflationniste

Le SME est né d'une insatisfaction des gouvernements européens sur le fonctionnement des accords de change fragiles qui avaient été conclus dans le contexte d'une forte baisse du dollar. En Allemagne, notamment, l'impulsion fut donnée par le chancelier contre l'avis des autorités monétaires. Il s'agissait d'amortir à court terme le dilemme entre une appréciation excessive du deutsche Mark et une croissance monétaire excessive en diffusant les entrées de capitaux sur l'ensemble des monnaies européennes. A plus long terme, les dirigeants allemands et français ont considéré qu'une instabilité endémique des changes à l'intérieur de la CEE pouvait nuire à la construction européenne. Le SME a dû faire ses preuves dans des conditions complètement transformées qui ont grandement aidé son lancement. Au lieu d'être écartelées par des arbitrages financiers contre le dollar qui les favorisaient inégalement, les devises du SME ont subi les contraintes communes d'une très forte appréciation du dollar et d'une hausse des taux d'intérêt réels américains sans équivalent depuis le début des années trente. Ce choc monétaire se superposait au second choc pétrolier et frappait des économies européennes qui souffraient déjà d'une détérioration de la rentabilité des entreprises, d'une dette publique élevée par rapport au PIB, voire des deux maux à la fois. Ce contexte a facilité le consensus déflationniste des gouvernements, dès 1980 pour la plupart. La France s'y est ralliée après un débat animé en deux temps, d'abord en juin 1982 puis, définitivement, en mars 1983.

La défense de l'emploi est sortie des objectifs macro-économiques et a été abandonnée à de mystérieuses politiques d'offre dont les effets sont pour le moins longs à se faire sentir. Dans toute la Communauté les instruments budgétaires et monétaires de la politique économique ont été mobilisés dans le même sens, au service d'un seul objectif, la désinflation. Cette convergence des intentions a incontestablement

aidé le fonctionnement du SME. Les divergences d'objectifs étant éliminées par la grâce d'un contexte international véritablement extraordinaire, des alignements limités dans le SME ont permis de gérer l'inégale rapidité des résultats, en fonction de l'écart initial des taux d'inflation.

La communauté des politiques monétaires restrictives dans le SME est illustrée par le tableau 1.

TABLEAU 1

Le monétarisme en Europe

En pourcentage

| | Agrégat large de l'offre de monnaie (croissance annuelle sur la période) | | Taux d'intérêt nominaux à court terme (moyenne sur la période) | |
|----------|--|-----------|--|-----------|
| | 1974-1978 | 1980-1984 | 1974-1978 | 1980-1984 |
| France | 14,6 | 11,2 | 9,5 | 13,3 |
| RFA | 7,3 | 5,5 | 5,4 | 8,2 |
| Italie | 20,8 | 13,2 | 14 | 17,5 |
| Belgique | 12 | 6,6 | 8 | 12,7 |
| Pays-Bas | 11 | 6,4 | 6,8 | 8 |

Source : FMI. *International Financial Statistics*.

Elle a provoqué une convergence dans la désinflation. En 1980 la hausse moyenne du coût de la vie était de 12 % dans la CEE et la dispersion mesurée par l'écart-type 6,1 % ; en 1984 ces deux indicateurs étaient respectivement de 5,2 % et 2,3 %. Comme ces politiques monétaires uniformément restrictives ont élevé durablement les taux d'intérêt réels au-dessus des taux de croissance, elles ont posé des problèmes épineux à la gestion des dettes publiques. Les gouvernements ont réagi par une austérité budgétaire qui a entravé encore plus la croissance, perpétuant l'écart entre taux d'intérêt réel et taux de croissance et installant la CEE dans un équilibre de sous-emploi. Les pays qui adoptent avant les autres les politiques les plus brutales exercent de fortes contraintes externes sur ces derniers. Le tableau 2 montre clairement à quel point la stratégie budgétaire de l'Allemagne fédérale et du Royaume-Uni a donné le ton à la convergence recherchée dans la CEE. Ces pays sont parvenus à stabiliser les charges d'intérêt en proportion du PIB et à contenir l'augmentation relative de la dette publique. Ils ont eu recours à des compressions extrêmement sévères des dépenses publiques hors intérêts, et des recettes exceptionnelles pour le Royaume-Uni, qui ont dégagé des excédents hors intérêts très substantiels. Les autres pays ont suivi ce profil avec une intensité de restriction budgétaire atténuée.

TABLEAU 2

Montant et charges de la dette publique dans la CEE

En pourcentage du PIB

| | 1975 | 1978 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 |
|--------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FRANCE | | | | | | | |
| — Dette publique | 25,8 | 26,3 | 25,0 | 26,5 | 30,0 | 30,4 | 33,3 |
| — Intérêts | 1,3 | 1,4 | 1,6 | 2,1 | 2,2 | 2,5 | 3,2 |
| — Déficit hors intérêts * | 0,9 | 0,5 | - 1,8 | - 0,3 | 0,4 | 0,8 | 0,2 |
| RFA | | | | | | | |
| — Dette publique | 25,0 | 28,9 | 31,6 | 35,3 | 38,4 | 40,2 | 41,0 |
| — Intérêts | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 2,3 | 2,7 | 3,0 | 3,0 |
| — Déficit hors intérêts | 4,3 | 0,8 | 1,2 | 0,6 | 0,7 | - 0,3 | - 1,3 |
| ITALIE | | | | | | | |
| — Dette publique | 66,2 | 70,8 | 67,0 | 70,0 | 76,2 | 84,6 | 92,7 |
| — Intérêts | 4,5 | 5,9 | 6,3 | 7,2 | 8,4 | 9,1 | 9,7 |
| — Déficit hors intérêts | 8,0 | 3,9 | 6,2 | 6,2 | 5,3 | 2,7 | 0,8 |
| ROYAUME-UNI | | | | | | | |
| — Dette publique | 64,5 | 59,7 | 56,1 | 55,4 | 53,0 | 53,9 | 55,3 |
| — Intérêts | 4,1 | 4,4 | 5,1 | 5,4 | 5,1 | 4,8 | 4,7 |
| — Déficit hors intérêts | 0,7 | - 0,4 | 0,7 | - 3,5 | - 2,5 | - 1,1 | - 1,8 |
| CEE (Grèce et Irlande exclus) | | | | | | | |
| — Dette publique | 43,4 | 44,4 | 44,4 | 47,0 | 50,1 | 53,4 | 56,7 |
| — Intérêts | 2,6 | 3,2 | 3,6 | 4,2 | 4,6 | 4,9 | 5,3 |
| — Déficit hors intérêts | 2,9 | 1,0 | 0,2 | 0,8 | 0,8 | 0,5 | - 0,1 |

* Un signe - représente un excédent.

Source : CEE, Revue d'économie européenne, juillet 1985.

La discipline du SME a favorisé la convergence

Convergence n'est pas coopération. Lorsqu'on se réjouit du rapprochement de certaines évolutions macro-économiques, encore faut-il s'interroger sur le coût de ce résultat et sur la dépendance de ce coût vis-à-vis des règles monétaires adoptées. Dans la CEE le coût du reflux de l'inflation a été exorbitant : ralentissement de la croissance, montée continue du chômage, destruction de l'emploi. On peut soutenir que les déséquilibres financiers accumulés antérieurement et l'extrême intensité des tensions sur le dollar ne laissaient guère de liberté à l'ajustement. Cela est certainement vrai pour l'orientation du processus, moins convaincant pour les déséquilibres internes à la CEE et externes à chaque pays qui l'ont accompagné. Il n'est pas évident que la solidarité espérée du SME, censée distinguer ce système d'un simple accord de change, ait bien fonctionné.

Enfin, la période qui s'ouvre est toute différente. La stabilité de l'économie mondiale a besoin d'une croissance plus soutenue en Europe et moins dépendante des

choix de la politique économique américaine. En outre, les gouvernements européens devront redonner une priorité plus grande à l'emploi, donc à une croissance plus élevée que dans la première moitié de la décennie. Il faut donc acquérir un degré de liberté supplémentaire à l'égard du reste du monde et éviter qu'en élevant la croissance moyenne de la CEE on ne réactive les déséquilibres de paiements intra-européens. Sur le plan de la politique monétaire, la recherche de ce degré de liberté devrait se traduire par la définition d'objectifs intermédiaires qui concourent à faire prévaloir une attitude commune vis-à-vis du dollar. Néanmoins, la compatibilité des objectifs internes de la politique monétaire, compte tenu de la disparité des indicateurs suivis par les pays et de l'incertitude qui s'attache à leur évolution, ne peut permettre automatiquement d'atteindre un objectif externe comme par exemple, une plage d'évolution souhaitable entre le groupe des monnaies du SME et le dollar. Un instrument spécifique de coordination serait logiquement attendu. L'Ecu officiel peut être cet instrument. L'autonomie globale de la CEE trouverait sa forme adéquate dans la gestion directe des taux de change de l'Ecu contre le dollar et le yen, alors que ces taux résultent jusqu'ici des politiques menées à l'égard des devises nationales dans le cadre des accords de défense des parités bilatérales. L'Ecu officiel pourrait être un bouclier monétaire grâce au degré de liberté supplémentaire qu'il autoriserait. La cohérence des taux de change intra-SME pourrait être séparée de la relation entre l'Ecu et les devises externes. Mais cela implique évidemment une mobilisation des réserves en Ecus sur les marchés des changes et la formation d'avoirs en Ecus dans les livres des banques centrales hors SME, sur une échelle assez grande pour permettre des interventions efficaces.

Cette transformation du SME se heurte à de fortes réticences allemandes. Elle pose aussi des problèmes techniques quant à l'utilisation de l'indicateur de divergence. Pour le voir il faut caractériser les rapports monétaires inscrits dans le SME.

Le fonctionnement du SME peut a priori être interprété selon trois modèles bien distincts ¹.

- *Un accord minimal de change.* Des taux pivots et des marges de fluctuation sont définis. Mais chaque pays perçoit séparément la contrainte de change sans pouvoir connaître à l'avance et anticiper les réactions de ses partenaires. Il définit sa fonction de réaction en supposant fixées les politiques des autres. C'est donc un jeu non coopératif qui entraîne des coûts très élevés lorsque tous les pays doivent s'adapter séparément à un choc extérieur commun, tel que le choc de la hausse du dollar. Etant pauvre en information et muette quant aux engagements réciproques, la règle de change n'évite pas un affrontement stérile et des déséquilibres internes dans un cas où, manifestement, la réponse la plus efficace serait obtenue par un mécanisme qui

1. G. Oudiz, « Stratégies économiques européennes : coordination ou confrontation ? » Cahiers du Cernea, n° 19, septembre 1985.

devrait induire un ajustement dans chaque pays à des objectifs définis pour l'ensemble de l'Europe. Faute d'un tel mécanisme, des surenchères se produisent qui conduisent les pays à monnaies fortes à exporter les tensions inflationnistes chez leurs partenaires. Ces derniers doivent accepter des politiques plus restrictives que celles qui auraient été nécessaires, pour un même résultat en terme de désinflation, si tous les pays membres avaient géré collectivement la dépréciation de l'Ecu par rapport au dollar.

- *Un équilibre hiérarchique* sous l'influence dominante du deutsche Mark. Cette configuration est favorisée par la définition de la règle de change sur des parités bilatérales. Cette règle se prête merveilleusement à des ajustements asymétriques dont tout le poids est supporté par les pays à monnaies faibles. Le biais déflationniste de ce mécanisme est préféré par la RFA et il s'est accordé au mieux avec une conjoncture dominée par la lutte contre l'inflation et contre l'augmentation de la dette publique. La RFA fixe l'intensité de la contrainte monétaire externe, transmise aux autres pays par le respect des marges de fluctuation et amortie par les réalignements successifs (huit depuis la création du SME). Le pays dominant connaît les fonctions de réaction des autres pays et évalue les tensions internes au système par l'écart des taux d'intérêt entre les marchés monétaires de ses partenaires et son propre marché monétaire.

- *Des règles conçues de manière à induire une coopération monétaire implicite.* Ce modèle est le plus conforme à la lettre du texte fondateur. Car le SME est précisément une tentative pour surmonter l'expérience désastreuse du serpent monétaire. L'objectif des fondateurs était double : protéger les changes réciproques entre les monnaies européennes des fluctuations du dollar ; instituer une coopération macro-économique. C'est pourquoi l'Ecu a été introduit en principe dans les règles de gestion du SME, en sus des parités bilatérales, de deux manières. D'une part les taux pivots sont formellement définis à partir de l'Ecu, ce qui implique une consultation générale de tous les participants pour approuver un réalignement des parités. D'autre part, un indicateur d'alerte a été défini, en vue de promouvoir des ajustements symétriques et d'identifier sans ambiguïté le pays qui est le plus qualifié pour initier l'ajustement dans chaque situation, puisque c'est sa monnaie qui dévie par rapport à la moyenne des autres exprimée par l'Ecu. Enfin des montants substantiels de crédits mutuels à moyen terme étaient prévus pour soutenir la progressivité des ajustements par une solidarité financière.

Comment le fonctionnement concret du SME s'est-il situé par rapport à ces trois modèles polaires ? Il a incontestablement dépassé l'accord minimal de change. La hausse du dollar et la priorité donnée à la désinflation ont plutôt fait fonctionner le système dans le sens du modèle hiérarchique. En tous cas la RFA et les pays situés dans sa mouvance (Belgique, Pays-Bas, Danemark) ont retiré les plus grands avantages de la relative stabilité des changes à l'intérieur du SME au sein d'une conver-

gence déflationniste. Comme le montre le tableau 3, ces pays ont pu faire partager leur préférence pour l'inflation faible, tout en améliorant considérablement leur compétitivité au détriment de la France, de l'Italie et des pays extérieurs au SME.

TABLEAU 3

Variation cumulée des taux de change réels effectifs de chaque pays vis-à-vis de ses concurrents membres du SME

En pourcentage

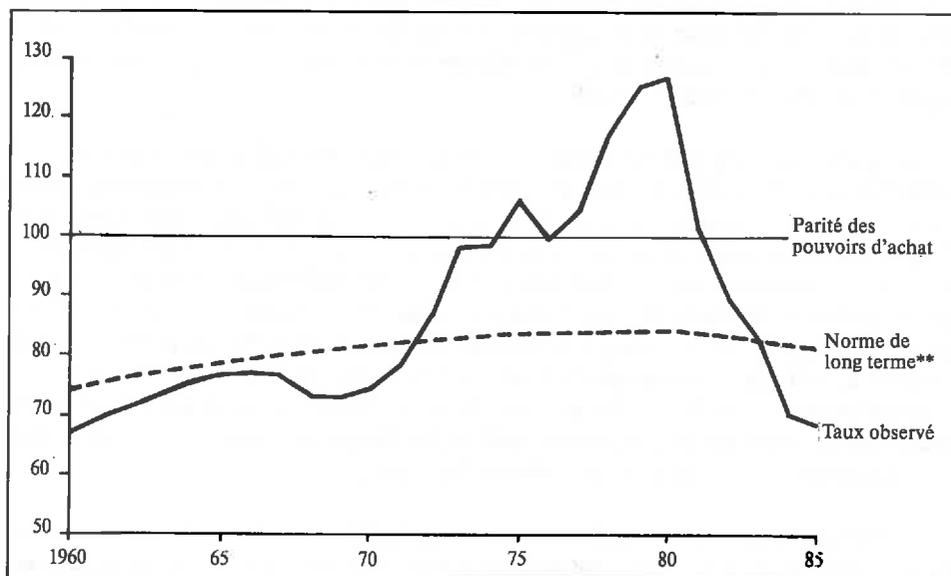
| | Pré-SME (1970 au premier trimestre 1979) | Sous-SME (premier trimestre 1979 au premier trimestre 1983) |
|----------------------------|--|---|
| Pays membres du SME | | |
| RFA | 8,0 | - 5,3 |
| France | - 4,0 | 0,1 |
| Italie | - 27,1 | 25,0 |
| Belgique | 9,4 | - 15,6 |
| Pays-Bas | 17,6 | - 2,3 |
| Danemark | 6,7 | - 3,2 |
| Pays non-membres | | |
| Royaume-Uni | - 16,5 | 21,6 |
| Japon | 33,8 | 4,4 |
| Etats-Unis | - 36,8 | 42,7 |

Source : R. Triffin : « *The future of the EMS and of the Ecu* », Centre for European Policy Studies, Annual Conference, 23-26 novembre 1983.

L'absence d'une règle de conduite commune à l'égard du dollar peut également se lire sur le graphique 1. Le taux de change réel de l'Ecu vis-à-vis du dollar a suivi le mouvement ascendant du deutsche Mark dans les années soixante-dix, enregistrant une surévaluation de plus de 40 % par rapport à sa tendance normale de long terme. Puis il a diminué énormément depuis 1980, allant jusqu'à un surajustement vers le bas. Ce surajustement a atteint 30 % par rapport à la parité des pouvoirs d'achat. Mais il n'est que de 10 à 15 % par rapport à l'évolution normale de long terme. Cette évolution indique que les réalignements successifs du SME ont favorisé la cohésion de l'ensemble de l'Europe en tirant l'Ecu plus bas que ne l'auraient souhaité les autorités monétaires allemandes. La position actuelle de l'Ecu est bonne pour faire évoluer le fonctionnement du SME dans le sens du modèle coopératif évoqué ci-dessus dans les statuts.

GRAPHIQUE 1

Taux de change réel du panier européen * par rapport au dollar



* Moyenne pondérée des monnaies européennes selon la définition actuelle de l'Ecu.

** Cf. G. Lafay, « Pour des taux de change de référence » *Economie Prospective Internationale*, n° 17, 1^{er} trimestre 1984.

Source : CEPII, Base CHELEM-PIB.

Deux conceptions de la coopération monétaire

Un consensus s'est formé pour saluer l'acquis. Les dissensions se poursuivent sur la façon d'adapter le SME aux tâches de la deuxième moitié de la décennie.

La position minimale qui a la faveur de la Bundesbank consiste à poursuivre une coopération implicite des taux d'intérêt pour que la plus grande partie du travail de stabilisation soit accompli par des mouvements de capitaux privés². Ce mécanisme central serait soutenu par des interventions infra-marginales plus actives que par le passé, conformément aux accords de Palerme. Les tensions persistantes sur les changes devraient être allégées par une banalisation des changements de parités, bien avant que la spéculation n'envenime les intérêts contradictoires des devises for-

2. K.O. Poehl, « Le système monétaire européen : consolidation et évolution ». *Banque*, n° 454, octobre 1985.

tes et des devises faibles. Un compromis souple fondé sur une évolution des taux de change réels minimisant les déséquilibres de balances de paiements pourrait être trouvé. Le rôle de l'Ecu officiel n'aurait pas à être sensiblement élargi. Tout au plus les banques centrales pourraient-elles mobiliser transitoirement leurs avoirs en Ecus auprès du FECOM pour se procurer les devises nécessaires aux interventions infra-marginales. Mais en aucun cas l'Ecu officiel ne doit sortir du circuit clos des banques centrales membres du SME.

Les partisans d'un rôle plus ambitieux pour l'Ecu font valoir que le point de vue ci-dessus est parfait dans un environnement international calme. Se présentant comme une attitude raisonnable et respectueuse des convictions politiques bien enracinées, il deviendrait en réalité très risqué si la spéculation contre le dollar venait à se déchaîner ou si le système bancaire international devait être sérieusement ébranlé par une détérioration de la situation fragile des pays débiteurs³. Il faudrait fournir des Ecus contre dollars sur les marchés des changes sans, bien entendu, garantir le taux de change Ecu-Dollar. La fourniture directe d'Ecus officiels au marché élargirait considérablement ce dernier⁴. Elle permettrait de diversifier les instruments financiers grâce auxquels les banques centrales extérieures au système accepteraient de détenir des placements en Ecus comme réserves de change.

Cependant la connexion de l'Ecu officiel et de l'Ecu privé serait un changement qualitatif dont il ne faut pas sous-estimer l'incidence sur les relations entre les banques centrales participant au SME⁵. La difficulté de réaliser ce changement est grande. L'extension du pouvoir libératoire de l'Ecu ferait reculer le dollar dans les interventions des banques centrales membres du SME. Elle présuppose la mise en commun définitive des réserves des banques centrales contre lesquelles les Ecus sont créés. Cette disposition ferait de l'Ecu une devise à part entière. Elle créerait l'institution à travers laquelle une politique de change commune vis-à-vis du dollar pourrait être poursuivie.

L'Ecu devenant une devise à part entière, les monnaies nationales du SME devraient réellement définir leurs rapports par l'intermédiaire de l'Ecu. Ainsi serait levée la contradiction qui rend inopérant l'indicateur de divergence et pourrait être effectivement repérées les devises qui s'écartent individuellement de la norme commune, condition préalable pour introduire une plus grande symétrie dans le système. Car

3. R. Triffin, « Germany's objections to current proposals for the strengthening of the EMS ». *IFO Digest*, Munich, juin 1985.

R. Triffin, « The ECU as an alternative to the dollar in the international monetary system ». *Intervention à la Chambre de commerce américaine en Belgique*, 19 juin 1985.

4. F. Herman, « L'avenir du SME ». *Eurépargne*, n° 6, 1985.

5. H. Schmidt, « The European monetary system : proposals for further progress ». *Ecu Newsletter*, n° 12, avril 1985.

cela est illusoire dans une grille de parités bilatérales ⁶. Il est impossible de dire si le butoir d'un taux de change entre deux devises contre une marge de fluctuation provient des caractéristiques de l'une ou de l'autre. Greffer sur un système de parités bilatérales une tentative de coordonner le flottement des prix en Ecus des devises par le biais de l'indicateur de divergence, alors que l'Ecu n'est qu'une moyenne de ces devises, est une incohérence logique. Cette incohérence entraîne une indétermination de la signification économique des mouvements de l'indicateur qui le rend impropre à guider des politiques d'ajustement. Ainsi a-t-il pu être démontré formellement que deux devises à leur marge d'intervention bilatérale peuvent ne pas franchir leur seuil d'alerte, alors qu'une troisième devise qui n'est à sa limite bilatérale avec aucune des deux premières devises le franchit. Plus bizarrement encore, le deutsche Mark et le franc français, ou bien toute combinaison de trois des quatre premières devises composant l'Ecu par ordre décroissant de pondération, peuvent atteindre conjointement leur marge supérieure ou inférieure contre toutes les autres devises sans que l'indicateur d'alerte se déclenche. Si, au contraire, le même phénomène se produit pour trois des quatre plus petites devises, leur divergence contre les autres sera dûment enregistrée par l'indicateur.

Cette incapacité de l'Ecu officiel à jouer un rôle dans la définition des politiques d'ajustement va de pair avec son absence de négociabilité qui lui interdit de devenir une devise à part entière. Tant que cette situation durera, la définition d'une politique de change commune à l'égard du dollar se heurtera à des obstacles insurmontables. Comme l'inexistence de l'Ecu fait du dollar le moyen commun d'intervention dans le SME, la cohérence de ce dernier est celle du modèle hiérarchique. Il faut qu'il y ait, en effet, un taux directeur entre l'une des devises du SME et le dollar, donc qu'un pays joue un rôle différent des autres, pour que les autres devises puissent atteindre les taux bilatéraux convenables en agissant avec une intensité connue sur leur taux vis-à-vis du dollar ⁷.

On sait que le scénario prévu initialement du passage à la phase institutionnelle du SME plaçant effectivement l'Ecu au centre du système ne se fera pas par un accord des gouvernements, sans que des forces puissantes les y incitent. Il reste à savoir si l'essor de l'Ecu privé peut susciter de telles forces.

6. L. Spaventa, « Algebraic properties and economic improprieties of the indicator of divergence in the EMS », in R.N. Cooper, P. Kenen, J. Braga de Macedo, J. Van Ypersele (eds), *The international monetary system under flexible exchange rates : global, regional and national*, Ballinger Publishing Co, Cambridge, Mass, 1982.

7. P. de Grauwe et P. Vandenberg, « Foreign exchange market interventions using an ECU indicator ». *International Economic Research Paper n° 25*, Département d'Economie, Université Catholique de Louvain, 1981.

Le développement de l'Ecu privé peut-il aider au renforcement du SME ?

L'Ecu privé a pris son essor en 1981 dans un contexte d'incertitude croissante sur les marchés financiers internationaux. Il a montré des qualités qui en ont fait une innovation financière désormais non négligeable dans le champ des euro-devises. Mais contrairement aux autres euro-devises, il n'est pas adossé à un système monétaire pourvu de la garantie d'une banque centrale. Aussi l'Ecu privé va-t-il sans doute atteindre le point où son immaturité comme monnaie freinera son développement. Toutefois les banques commerciales engagées dans les opérations en Ecus peuvent créer une organisation monétaire permettant à l'Ecu privé de commencer à jouer le rôle de moyen de paiement. Il pourrait alors en résulter une substitution intense entre les encaisses liquides en Ecus et en monnaies nationales qui forcerait les gouvernements à agir.

Le dynamisme de l'Ecu privé est surtout financier.

Depuis 1981 les actifs financiers en Ecus ont fortement progressé, à la fois sous la forme d'euro-obligations et sous celle des euro-crédits syndiqués (tableau 4).

TABLEAU 4

Emission d'obligations et prêts syndiqués en Ecus des banques déclarantes

En millions d'Ecus

| Périodes | Obligations | Prêts |
|---------------------------------|-------------|-------|
| 1981 | 202 | 238 |
| 1982 | 1 942 | 367 |
| 1983 | 2 547 | 812 |
| 1984 | 4 895 | 2 780 |
| 1985 (1 ^{er} semestre) | 6 289 | 1 408 |

Source : Ecu Newsletter, juillet 1985.

Le dynamisme des euro-obligations s'inscrit dans l'engouement qui a saisi ce type de financement à la suite de la hausse et de la volatilité accrue des taux d'intérêt, ainsi que de la prudence des euro-banques dans leurs prêts directs après le début de la crise de l'endettement. Le secteur euro-obligataire a expérimenté de nouvelles méthodes de couverture des risques de change et d'intérêt dont l'Ecu a bénéficié. Il n'en reste pas moins que la part de l'Ecu demeure modeste avec 3,6 % des émissions de l'année 1984, contre 78,9 % pour le dollar, 7,0 % pour le deutsche Mark, 5,8 % pour la livre sterling.

L'expansion des prêts syndiqués est plus remarquable car elle s'est produite dans une période où l'importance de cette forme de crédit a décliné dans le total des financements internationaux. C'est pourquoi le poids de l'Ecu dans les prêts bancaires nouveaux a augmenté plus vite que dans les émissions d'obligations nouvelles. Le tableau 5 montre que l'Ecu a largement dépassé les devises européennes.

TABLEAU 5

Composition par devise des prêts bancaires nouveaux

En pourcentage du total

| Devises | Années | | | Année 1984 trimestres | | | |
|----------------|--------|------|------|-----------------------|------|------|------|
| | 1982 | 1983 | 1984 | I | II | III | IV |
| Dollar | 94,3 | 90,6 | 86,0 | 85,1 | 90,7 | 87,0 | 79,1 |
| Ecu | 0,4 | 2,1 | 7,9 | 9,0 | 2,9 | 6,3 | 15,3 |
| Deutsche Mark | 0,6 | 1,0 | 1,6 | 2,6 | 0,6 | 2,7 | 0,1 |
| Livre sterling | 1,3 | 4,9 | 3,1 | 2,0 | 4,2 | 2,9 | 3,5 |
| Autres | 3,4 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | 1,1 | 2,0 |

Source : Banque d'Angleterre.

Certes la part de l'Ecu dans les encours bancaires internationaux est encore faible. Fin 1984, les avoirs en Ecus représentaient 2,5 % des avoirs en devises des banques déclarantes à la BRI. Mais ce mouvement contrasté entre l'Ecu et les autres devises est le fruit de deux caractéristiques intéressantes. D'une part les emprunteurs et prêteurs primaires en Ecus sont principalement des agents résidents de la CEE. Le marché privé de l'Ecu est donc authentiquement européen et peut être l'amorce d'une intégration financière de l'Europe. D'autre part, aux yeux de ces agents l'Ecu a une plus grande stabilité que les autres devises vis-à-vis de la variabilité des taux de change et d'intérêt. Il s'ensuit que l'Ecu privé est négocié sur ses qualités propres. Il est devenu une véritable devise de financement.

Le marché privé de l'Ecu est d'abord un marché européen. Il demeure fragile

Il est possible de repérer la nationalité des emprunteurs en Ecus, tant pour les euro-obligations que pour les euro-crédits (tableau 6).

Les données du tableau 6 permettent de nuancer le jugement plutôt optimiste que les évolutions globales faisaient porter sur l'Ecu. Non seulement le marché de l'Ecu

TABLEAU 6

Emprunteurs en Ecus

En pourcentage des encours totaux

| Emprunteurs | Euro-émissions (mi-1985) | Euro-crédits (mi-1984) |
|-----------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| Institutions communautaires | 14,8 | 8,7 |
| Italie | 32,1 | 42,4 |
| France | 14,7 | 21,1 |
| Autres pays de la CEE | 11,4 | 2,9 |
| Total CEE | 73,0 | 75,1 |
| Reste du Monde | 27,0 | 24,9 |
| Total général | 100,0 | 100,0 |

Sources : Euro-émissions : Ecu Newsletter, juillet 1985.

Euro-crédits : Eurépargne, août-septembre 1984. M. Sarmet, le point de vue des emprunteurs, p. 48.

est européen, mais il est trop étroit. Les institutions communautaires ont donné l'impulsion initiale, seuls les emprunteurs italiens et français ont pris le relais pour les euro-crédits. Toutefois une diversification timide dans le reste de la CEE s'est amorcée pour les euro-obligations. La prépondérance des emprunteurs français et italiens, résidents de pays qui ont subi des déficits de paiements extérieurs dans le respect des règles du SME, indique néanmoins qu'une partie de ces déficits a été financée en devises communautaires par l'intermédiaire de l'Ecu privé, et par l'épargne communautaire. C'est donc bien un début de solidarité financière par l'intermédiaire du marché de l'Ecu qui s'est amorcé et qui vient ainsi renforcer le SME.

Certes, le fait que le marché obligataire de l'Ecu est un marché européen, est plus difficile à documenter du côté des prêteurs puisque la collecte est réalisée auprès de souscripteurs dispersés par des syndicats bancaires de placements des titres et que ces informations ne sont pas systématiquement publiées et collationnées. On connaît seulement la répartition selon la nationalité des banques actives dans le marché ; on peut faire l'hypothèse que ces banques placent la plus grande partie des titres auprès de leurs résidents (tableau 7).

TABLEAU 7

Institutions financières actives sur le marché des euro-obligations

En % du montant des émissions dirigées, à la fin août 1984

| | | | |
|-------------|------|----------------|------|
| Bénélux | 53,6 | Japon | 4,8 |
| France | 25,0 | USA | 3,3 |
| RFA | 2,7 | Scandinavie | 3,3 |
| Royaume-Uni | 1,3 | Divers | 4,9 |
| Italie | 1,7 | | |
| Total CEE | 83,7 | Total hors CEE | 16,3 |

Source : B. Ruffini : l'Ecu et l'intégration financière de l'Europe, Données BNP, Ronéoté, octobre 1985.

La nationalité des déposants en Ecus est, au contraire, précisément documentée par la BRI dans son rapport sur l'année 1984. Le rapport confirme que les dépôts en Ecus des agents non bancaires sont des dépôts de résidents européens pour un montant de 2 milliards de dollars dont 55 % sont détenus en Belgique et au Luxembourg.

Il en découle une structure très polarisée du crédit bancaire en Ecus. Les crédits vont vers les banques italiennes et, à un moindre degré, françaises qui les allouent à leur clientèle résidente. Les dépôts auprès du public sont surtout collectés dans les banques belges et luxembourgeoises. A cette spécialisation vient s'ajouter un déséquilibre quantitatif. Pour 7,9 milliards de dollars d'encours de crédits aux agents non bancaires au 31 décembre 1984, les dépôts collectés auprès de ce même type d'agents n'étaient que de 2 milliards. C'est pourquoi le bouclage du circuit bancaire de l'Ecu privé requiert une très forte activité interbancaire pour gérer la spécialisation géographique et la création d'Ecus à partir des devises composantes pour compenser le manque de liquidité directe du marché (tableau 8). Les transactions interbancaires nourrissent 7,2 % des encours totaux du marché monétaire de l'Ecu. La création d'Ecus par regroupement des devises du panier atteint 72 % des prêts nets des banques aux agents non bancaires.

TABLEAU 8

Avoirs et engagements en Ecus des banques déclarantes au 31 décembre 1984*En milliards de dollars*

| Opérations | Actifs | Passifs |
|--|--------|---------|
| 1. Marché interbancaire | | |
| Avec banques résidentes | 5,2 | 5,3 |
| Avec banques non résidentes | 14,9 | 15,0 |
| 2. Avec agents non bancaires | | |
| Résidents | 4,8 | 0,9 |
| Non résidents | 3,1 | 1,1 |
| 3. Création nette d'Ecus à partir des devises composantes | | 5,7 |
| 4. Total | 28,0 | 28,0 |

Source : BRI, Rapport annuel 1984.

On peut en conclure que la limitation du marché de l'Ecu privé à l'intérieur de l'Europe est un signe de sa fragilité. Les résidents français et italiens ne peuvent détenir librement des dépôts en Ecus à cause du contrôle des changes, les résidents allemands non plus pour des raisons bien différentes⁸. Aussi la percée de l'Ecu sur les mar-

8. La position officielle allemande à l'égard de l'Ecu est particulièrement spéculative. Elle tire argument de ce que l'Ecu privé est fondé sur des accords contractuels pour lui refuser le statut de devise. Il manque, pour que l'Ecu soit une monnaie à part entière, une souveraineté qui oblige légalement d'accepter le signe monétaire émis par l'institution investie

chés monétaires des eurodevises est-elle due en grande partie à l'importance des transactions interbancaires qui résultent elles-mêmes de la fragilité du circuit monétaire de l'Ecu privé. D'ailleurs l'Ecu n'a pas entravé la prépondérance du dollar. Il a acquis sa place au détriment des autres devises européennes, surtout du deutsche Mark et du franc suisse (tableau 9).

TABLEAU 9

Composition et rythme de variation par devises des avoirs extérieurs des banques déclarantes
(effets des fluctuations de change exclus)

| Devises | Composition en % du total | | | | Variation en % Déc. 84/Déc. 82 |
|----------------------------|---------------------------|---------|----------|---------|-----------------------------------|
| | Déc. 82 | Déc. 83 | Sept. 84 | Déc. 84 | |
| Dollar | 72,1 | 72,8 | 72,7 | 72,9 | 4,7 |
| Yen | 2,6 | 2,4 | 2,6 | 2,8 | 9,1 |
| Deutsche Mark | 13,5 | 12,7 | 12,0 | 11,8 | - 9,0 |
| Franc Suisse | 6,8 | 6,4 | 6,0 | 5,8 | - 12,4 |
| Livre sterling | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 3,9 |
| Franc français | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | - 4,1 |
| Florin | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | - 3,5 |
| Autres devises européennes | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 21,4 |
| Ecu | 0,5 | 1,0 | 2,0 | 2,2 | 304,6 |

Source : BRI, *International Banking Developments*, avril 1985.

L'Ecu présente la meilleure stabilité pour les opérations en devises étrangères des résidents européens

L'incertitude sur l'évolution du dollar domine la scène monétaire internationale. Elle rejaillit sur les taux de change entre les devises européennes. La définition de l'Ecu, en tant que devise-panier, donne une protection mutuellement avantageuse aux emprunteurs et aux prêteurs qui sont hostiles au risque. Cette protection est à la fois pratique et moins coûteuse que les techniques de couverture disponibles sur les devises nationales.

de la puissance souveraine. C'est d'ailleurs une permanence de la pensée monétaire allemande de conférer à la monnaie une nature étatique (voir G.F. Knapp - The State Theory of Money, Londres, 1924). Aussi l'Ecu tombe-t-il dans un vide monétaire ; aucun signe ne le représente. Le paiement des soldes exprimés en Ecus ne peut être exécuté qu'en monnaies nationales. Il tombe donc sous le coup des législations nationales. Pour ce qui est des engagements en Ecus payables en DM, la législation allemande les définit comme des dettes indexées qui sont interdites pour les résidents, car elles sont censées mettre en péril la sauvegarde de la valeur nominale des contrats. En même temps qu'ils répètent à satiété cette argumentation stéréotypée, les représentants de la Bundesbank affirment que le DM n'a rien à craindre de la concurrence de l'Ecu et que l'autorisation d'ouvrir des comptes en Ecus ne perturberait pas la politique monétaire !

Le tableau 10 illustre la stabilité respective de l'Ecu et du dollar contre les devises européennes d'un côté, contre le yen de l'autre.

TABLEAU 10

Variabilité des taux de change bilatéraux des devises européennes et du yen de janvier 1979 à mai 1985

| Devises | Variation annuelle moyenne (en %) * | | Coefficient de variation sur la période | |
|----------------|-------------------------------------|-------|---|------|
| | /Dollar | /Ecu | /Dollar | /Ecu |
| Yen | 4,1 | - 5,8 | 7,0 | 19,9 |
| Franc suisse | 7,4 | - 2,9 | 15,4 | 9,7 |
| Livre sterling | 7,8 | - 2,5 | 23,0 | 5,9 |
| Deutsche Mark | 8,6 | - 1,8 | 18,6 | 5,4 |
| Florin | 9,3 | - 1,1 | 19,7 | 4,4 |
| Franc belge | 12,8 | 2,1 | 27,7 | 5,5 |
| Franc français | 13,6 | 2,7 | 29,5 | 6,9 |
| Lire | 14,6 | 3,7 | 29,5 | 7,2 |
| Dollar | — | - 9,5 | — | 23,3 |
| Ecu | 10,5 | — | 23,3 | — |

* Un signe (+) (-) signifie que la devise considérée se déprécie (s'apprécie) contre le dollar ou l'Ecu.

Source : Ecu Newsletter n° 13, juillet 1985.

Par construction l'Ecu se déprécie vis-à-vis des devises fortes du SME et s'apprécie vis-à-vis des devises faibles. Mais l'essentiel est que la volatilité des rapports entre les devises européennes et l'Ecu est beaucoup plus faible que la volatilité des rapports de ces devises avec le dollar, y compris pour la livre sterling et le franc suisse qui ne participent pas au SME. C'est le contraire qui se passe pour le yen. Ainsi le SME a-t-il une influence plus large que le strict ensemble des monnaies liées par l'accord de change. Il peut être l'amorce d'un espace monétaire couvrant l'ensemble de l'Europe si l'utilisation de l'Ecu est encouragée pour permettre aux agents résidents de l'Europe de tirer parti de cet avantage.

Un résident européen qui aurait emprunté pour cinq ans en dollars au début de l'année 1979, époque où le dollar était bas et les taux d'intérêt réels avantageux, aurait dû subir une appréciation moyenne de 10 % par an du dollar, faisant bien plus qu'annuler le bénéfice des taux d'intérêt. Un emprunteur qui aurait choisi le dollar au deuxième semestre 1981 ou au premier semestre 1982, en pensant que l'appréciation récente du dollar allait commander logiquement un ajustement à la baisse dans les deux ou trois ans à venir, se serait lancé dans une opération ruineuse, peut-être mortelle. Au contraire, le tableau 10 montre que l'Ecu donne une sécurité supérieure à tous les résidents de la CEE. Comme cette sécurité est d'autant plus sensible que les contrats s'étendent sur des durées plus longues, pour lesquelles les techni-

ques de couverture normalisées et à coûts de transaction bas font souvent défaut, il n'est pas surprenant que l'Ecu privé soit une devise de financement plutôt qu'une monnaie véhiculaire. L'Ecu attire des opérateurs cherchant à éviter le risque parce qu'il est un moyen commode de diversifier des devises.

Cette propriété de l'Ecu est le seul lien existant aujourd'hui entre l'Ecu officiel et l'Ecu privé. Ils sont définis par la même unité de compte. La définition de l'Ecu comme panier ouvert de devises européennes s'est imposée à tous les agents économiques et a mis fin au foisonnement des unités de compte privées qui avaient été inventées dans les années soixante-dix pour diversifier les risques. Or ces unités de compte n'ont guère eu de succès bien qu'elles aient incorporé les caractéristiques d'un panier. On peut en déduire qu'avoir les propriétés d'une moyenne n'est pas suffisant pour être un bon instrument de diversification des risques. En plus l'Ecu privé bénéficie de la crédibilité acquise par le SME, alors que les unités de compte des années soixante-dix ont subi les effets de l'incapacité du serpent monétaire à être autre chose qu'une zone mark.

L'Ecu a certes un taux d'intérêt qui est une moyenne des taux des devises composantes ; en outre, ces taux d'intérêt sont liés par les politiques monétaires de défense des parités bilatérales. L'Ecu est un panier de devises ; en outre, ces devises ont une covariation élevée à l'encontre du dollar et du yen.

La position médiane de l'Ecu en tant que devise de financement est illustrée dans le tableau 11. On y considère des actifs financiers à six mois d'échéance, disponibles en différentes devises. On examine le rendement (ou le coût) effectif de placements (emprunts) pour des opérateurs résidant dans différents pays suivant la devise choi-

TABLEAU 11

Rendements effectifs d'actifs financiers à six mois pour des résidents de différents pays en fonction des devises choisies (décembre 1979 - septembre 1984)

En pourcentage par an

| Opérateurs \ Devises | Ecu | Dollar | Yen | Livre sterling | Deutsche Mark | Franc français |
|----------------------|------|--------|------|----------------|---------------|----------------|
| Etats-Unis | 1,2 | 13,1 | 6,8 | 3,6 | 0,1 | 1,7 |
| Japon | 3,2 | 15,6 | 7,8 | 5,5 | 2,2 | 3,6 |
| RFA | 9,6 | 23,1 | 16,1 | 12,6 | 8,4 | 10,1 |
| Royaume-Uni | 11,2 | 24,4 | 17,2 | 13,1 | 10,2 | 11,7 |
| France | 15,6 | 29,5 | 22,1 | 18,5 | 14,4 | 15,9 |
| Italie | 16,4 | 30,3 | 23,0 | 19,3 | 15,2 | 16,8 |
| Rendement de l'Ecu | 12,1 | | | | | |

Source : Ecu Newsletter, Survey, septembre 1984.

sie, compte tenu du taux d'intérêt propre de ces actifs dans la devise de placement (ou d'emprunt) et de la conversion entre la devise de financement et la monnaie nationale de l'opérateur. Les chiffres du tableau désignent les moyennes des rendements ainsi calculés pour les actifs à six mois dont les échéances se sont situées entre décembre 1979 et septembre 1984.

Pour les opérateurs résidant en Europe, le rendement moyen des actifs en Ecu a été proche, voire le plus proche, du rendement moyen de cette même catégorie d'actifs en monnaie nationale. Rien de tel n'existe pour les résidents des Etats-Unis et du Japon. C'est pourquoi l'Ecu privé est un instrument d'intégration financière de l'Europe, comme on l'a signalé plus haut, pas jusqu'ici un instrument activement recherché dans l'ensemble des portefeuilles internationaux.

Le tableau 12 complète les raisons de l'attraction pour l'Ecu des opérateurs européens. Il indique l'écart maximal des rendements, pour cette catégorie d'actifs financiers et pour des titres venus à échéance dans la période considérée, qu'auraient pu obtenir des agents effectuant des opérations couvertes. On compare donc les placements à six mois, effectués par les résidents de chacun des six pays inscrits dans le tableau. Ils ont le choix entre un placement en monnaie nationale et un placement dans l'une quelconque des devises étrangères, le rendement de ce dernier étant corrigé de la couverture de change. Pour chacun des couples, lieu de résidence/devise de placement, on a autant de valeurs que de dates d'acquisition des titres. On prend l'écart maximal de ces valeurs.

TABLEAU 12

Ecarts absolus maximaux des rendements effectifs des actifs financiers à six mois pour les résidents de différents pays en fonction des devises choisies (octobre 1979 - septembre 1984)

En pourcentage par an

| Opérateurs \ Devises | Ecu | Dollar | Yen | Livre sterling | Deutsche Mark | Franc français |
|----------------------|------|--------|-------|----------------|---------------|----------------|
| Etats-Unis | 59,0 | 9,7 | 76,1 | 74,8 | 54,1 | 61,9 |
| Japon | 90,9 | 73,9 | 8,1 | 91,4 | 100,2 | 97,7 |
| RFA | 16,0 | 73,6 | 111,1 | 82,7 | 8,3 | 24,5 |
| Royaume-Uni | 60,3 | 81,3 | 96,8 | 9,5 | 71,1 | 81,1 |
| France | 21,4 | 80,4 | 98,7 | 75,3 | 26,5 | 16,6 |
| Italie | 18,9 | 76,7 | 103,8 | 75,2 | 24,0 | 21,0 |

Source : *Ecu Newsletter, Survey, septembre 1984.*

On remarque que les fluctuations des rendements ont été très considérables. Cela donne une idée de l'incertitude sur les placements en devises étrangères qui a régné au cours de ces périodes. Cependant pour tous les agents européens la variabilité

des rendements en Ecus a été la plus faible après la variabilité des rendements en monnaie nationale. Pour les résidents français et italiens qui ont le plus emprunté en Ecus, la variabilité de l'Ecu a été peu supérieure à celle des emprunts en monnaie nationale.

Les différences considérables dans l'amplitude des variations permettent de comprendre pourquoi les banquiers et leurs clients distinguent les devises du SME des autres devises. Leur confiance accrue dans le système leur permet de laisser des positions ouvertes sur un bloc de devises participant au SME ou de ne les couvrir que globalement. Choisir l'Ecu est un prolongement naturel de ce comportement.

C'est pourquoi les potentialités de l'Ecu privé sont grandes. Mais elles se heurtent à des difficultés qui tiennent en partie à des obstacles réglementaires, surtout au manque de connexion entre l'Ecu privé et l'Ecu officiel. L'intégration financière de l'Europe par l'Ecu, voulue par tous ceux qui se plaignent du cloisonnement des systèmes financiers nationaux, passe par la promotion du rôle de l'Ecu dans le système monétaire européen selon les principes évoqués dans la première partie.

Le dynamisme de l'Ecu privé est freiné par son immaturité comme monnaie

On a montré plus haut que le marché monétaire de l'Ecu privé souffre d'un manque structurel de liquidité. Il existe différents points de vue sur ce problème qui privilégient des solutions plus ou moins ambitieuses.

Si l'on veut minimiser la portée du dynamisme de l'Ecu privé, on dira qu'il doit se cantonner à la fonction de moyen de financement. Les emprunteurs en Ecus font des paiements en monnaies nationales, en sorte que l'Ecu n'est pas moyen de paiement. Il n'y a pas lieu de constituer des encaisses de transaction en Ecus. Les dépôts qui peuvent se former sont des dépôts d'épargne. Or ni les bénéficiaires des paiements, ni d'autres agents pour des montants suffisants, ne désirent ou ne peuvent détenir de tels dépôts en Ecus. Il s'ensuit un éclatement de l'Ecu par conversion en monnaies nationales qui oblige les banques à couvrir leurs positions en empruntant ou en achetant les devises du panier auprès de leurs correspondants dans les pays d'émission de ces devises. Ces opérations de regroupement sont complexes et coûteuses. Leur gestion devient inextricable lorsque le volume des transactions liées aux financements en Ecus se développe rapidement et que le nombre des banques engagées dans ces opérations augmente. On a vu à travers l'ampleur des positions interbancaires que tel est bien le cas. Les coûts deviennent très élevés lorsque les réglementations de certains pays, qui interdisent les prêts en monnaie nationale aux non-résidents, ferment le marché monétaire interne, alors que corrélativement l'euro-marché de ces devises est fort étroit.

Des solutions techniques au manque structurel de liquidité

Deux méthodes permettraient de minimiser cette difficulté : d'une part, faciliter les opérations d'éclatement et de regroupement de l'Ecu en allégeant les réglementations sur le contrôle des changes dans tous les pays dont la devise entre dans la définition de l'Ecu ; d'autre part, augmenter la liquidité du marché monétaire de l'Ecu en réduisant le besoin de liquidités dans les relations interbancaires par l'instauration d'une compensation multilatérale.

L'allègement de la réglementation passe par des décisions gouvernementales. Il est préconisé avec insistance par la Commission. Il pourrait être décidé pour les transactions sur les marchés des changes liées à des opérations en Ecus et pour celles-là seulement. L'Ecu privé recevrait ainsi une impulsion sérieuse. La finalité est de mettre tous les résidents de la Communauté sur un pied d'égalité devant les opérations en Ecus. Si cela concerne seulement les banques, la couverture de leurs crédits en Ecus sera facilitée. Si cela concerne l'ensemble des agents économiques, on peut espérer que la possibilité de former des dépôts d'épargne permettra de réduire la polarisation géographique et de limiter, dans les pays qui empruntent, les fuites dans le circuit de l'Ecu. Une évolution dans ce sens est en cours, sans autoriser la détention des dépôts en Ecus.

La mise en place d'un clearing centralisé entre les banques commerciales les plus actives dans le crédit en Ecu, instituant une chambre de compensation multilatérale avec la BRI comme agent d'exécution, a finalement été décidée en septembre 1985 après plus de deux ans de travail acharné⁹. La centralisation rend automatiquement transférable les soldes bilatéraux puisqu'elle en fait la sommation algébrique pour calculer un solde unique de chaque banque participante vis-à-vis de la chambre de compensation, c'est-à-dire grâce à cet écran, vis-à-vis de l'ensemble des autres. Même si les soldes nets réduisent considérablement les besoins de liquidité, le problème de leur règlement se pose tant que les banques centrales ne se tiennent pas prêtes à alimenter la liquidité du système. Le cloisonnement de l'Ecu officiel et de l'Ecu privé force à trouver la liquidité par des arrangements internes à la communauté bancaire.

Une compensation multilatérale efficace devrait accélérer sensiblement l'usage privé de l'Ecu en permettant aux banques participantes de s'engager plus vigoureusement en Ecus grâce aux possibilités de refinancement offertes par le système.

9. D. Rambure, « La compensation des paiements en Ecus », Banque, octobre 1984.

L'émergence de l'Ecu privé comme monnaie parallèle

Si cette étape est franchie, on peut sérieusement envisager que l'Ecu privé accède à la fonction de moyen de paiement international. Il ne serait plus seulement un actif financier mais une véritable monnaie parallèle. C'est alors que seraient mises en route les forces, évoquées dans l'introduction, qui amèneraient les banques centrales à contrôler le marché monétaire de l'Ecu par crainte de substitutions entre l'Ecu et les monnaies nationales qui déstabiliseraient leurs politiques monétaires. La connexion de l'Ecu officiel et de l'Ecu privé naîtrait de la reconnaissance que les politiques monétaires doivent être coordonnées plus étroitement. La contrepartie de cette diminution apparente d'autonomie nationale serait le gain d'autonomie de l'Europe vis-à-vis des fluctuations du dollar.

L'Ecu n'a pas vocation à remplacer les monnaies nationales dans leur propre espace monétaire. N'étant la monnaie d'aucun pays, sa vocation est d'être une monnaie véhiculaire, un moyen indirect de transaction qui n'est ni la monnaie de l'importateur, ni celle de l'exportateur. En tant qu'instrument financier l'Ecu s'est substitué aux monnaies européennes. En tant qu'instrument de transaction, il devrait se substituer au dollar qui est aujourd'hui la monnaie véhiculaire quasi-exclusive. Dans le choix d'une monnaie véhiculaire les services supérieurs de liquidité fournis par le dollar, du fait de volumes élevés de transactions et de réseaux bancaires planétaires, doivent être mis en balance avec le coût de l'abaissement du risque de change. Si la liquidité du marché monétaire de l'Ecu est améliorée par les transformations envisagées plus haut, les banques, les grandes entreprises et les pouvoirs publics peuvent repérer les catégories de transactions qui se prêtent au remplacement du dollar par l'Ecu. On pourrait envisager la progressivité suivante : d'abord le commerce intra-européen encore réglé en dollars ; puis le remplacement du dollar dans les importations de matières premières et produits intermédiaires de base en profitant au maximum de la baisse du dollar auprès des exportateurs du Tiers-Monde ; enfin la substitution aux devises européennes dans une partie du commerce intra-européen généralement réglé dans la monnaie de l'exportateur.

Le développement de ces paiements entraînerait la formation d'encaisses de transaction en Ecus par les agents privés. Elles seraient investies dans tous les types d'instruments concurrents des marchés monétaires nationaux. Il en découlerait une substituabilité accrue, via l'Ecu, des demandes de monnaie exprimées par les différentes devises nationales. L'interdépendance par les demandes de monnaie serait la force de transformation des contraintes monétaires extérieures subies par les pays. Elle pourrait les inciter à se rapprocher du troisième modèle polaire du SME, celui qui incorpore une coopération monétaire par négociation d'objectifs concertés. La politique monétaire et la politique de change deviendraient indistinguables. Car des déplacements de la préférence pour la liquidité des agents privés vers l'Ecu ou contre l'Ecu provoqueraient des pressions sur les changes qui devraient être neutralisées pour res-

pecter la finalité du SME. Pour éviter que ces pressions se forment, il serait logique que les banques centrales cherchent à influencer l'ensemble de la demande de monnaie par les agents privés en contrôlant le comportement bancaire vis-à-vis de l'arbitrage entre Ecus et monnaies nationales¹⁰. Ce n'est pas le lieu ici d'en imaginer les conséquences pour le fonctionnement du SME. Mais la connexion entre l'Ecu privé et l'Ecu officiel serait réalisée, soit par la voie d'interventions coordonnées en Ecus contre monnaies nationales sur les marchés des changes, soit par la voie des refinancements et des réserves obligatoires sur les dépôts en Ecus des banques commerciales.

10. F. Moss, « *The private use of the Ecu : its implications for national monetary authorities in EEC member states* ». *Revue de la Banque*, février 1984.

