

VERS L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES ET UNE POLITIQUE MONÉTAIRE EUROPÉENNE

ROBERT RAYMOND *

La *Revue d'économie financière* (REF) apparaît au lendemain de la vague de déréglementation qui remet en cause, en France, les conventions monétaires et financières prévalant antérieurement et avant qu'on ait pu mesurer les effets de cette libéralisation. Celle-ci traduisait, plus encore que la lassitude devant des règles administratives nombreuses et contraignantes, le besoin de réviser des concepts de base. Elle permettait d'introduire dans notre pays des méthodes et des produits financiers devenus usuels aux États-Unis et à Londres. D'un naturel conservateur, au motif qu'il ne faut pas détruire ce qu'ils considèrent à tort ou à raison comme des acquis protecteurs, les Français prennent périodiquement conscience qu'entretiens leur environnement a changé davantage que leurs idées, ou a évolué dans une autre direction, et ils doivent alors faire l'effort nécessaire pour recoller au peloton. Cependant, c'était, dans une certaine mesure, un saut dans l'inconnu qui rendait particulièrement opportune, en 1987, la création d'une publication périodique cherchant à faire appréhender l'actualité sur des fondements théoriques solides, par des experts et des praticiens spécialisés. Cela s'appliquait en particulier à l'analyse monétaire, l'un des domaines répondant à l'objet déclaré de la REF.

21

* Directeur général honoraire, Banque de France ; ancien directeur général, Institut monétaire européen.

Au milieu des années 1980, les Français ont une perception comptable de l'économie en général et de la monnaie en particulier. Ce biais venait de leur esprit cartésien et systématique. Les physiocrates ont, vers la fin de l'Ancien Régime, enchâssé les phénomènes économiques dans des tableaux. Dans le même esprit, la France a été, au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, le promoteur de la comptabilité nationale, laquelle, entre autres mérites, a celui d'identifier les différents acteurs et les fonctions de l'économie. Aussi est-il paradoxal qu'elle ne soit pas la base de l'enseignement secondaire, afin de réconcilier, dès l'adolescence, les citoyens avec le monde réel dans lequel ils vont évoluer. L'économie ne commence pas par le chômage ; elle est faite de l'interaction entre les facteurs de production, la consommation, le revenu, la dépense, l'épargne, l'investissement, l'importation, l'exportation, le tout étant lié par l'offre et la demande. Il ne s'agit pas d'aimer ou non ces variables. Il s'agit pour le corps social de les maîtriser le mieux possible et de s'y adapter. La privation d'emploi ne se comprend qu'après en avoir interprété les relations.

Toutefois, aussi pédagogique et utile soit-elle, cette présentation ne rend pas compte à elle seule de la complexité de la vie économique. Elle n'en fait pas ressortir le mouvement cinétique, l'évolution souvent rapide due à l'innovation, aux anticipations et aux multiplicateurs divers comme l'effet de l'investissement, si bénéfique, ou celui du crédit, le *leverage*, qui est tant d'actualité et dont l'exagération peut faire des ravages. En outre, quand est créée la REF, les frontières entre États deviennent plus perméables, notamment du fait de la disparition du contrôle des changes. La globalisation s'amorce par le passage d'économies fermées à des économies ouvertes. Elle s'épanouira plus tard avec la révolution Internet.

La prévision requiert, dans ce contexte, des modèles de plus en plus raffinés et préférablement multipays. Même avec le secours de cette technologie, elle se révèle un exercice difficile. La période couverte par la REF voit dès lors s'intensifier la crainte des aléas macroéconomiques qui rendent soudains obsolètes les paramètres soigneusement estimés en temps normal sur lesquels repose le jeu des modèles. L'expression « risque systémique » devient familière ; elle désigne aussi bien la rupture, qu'on espère temporaire, des systèmes opérationnels que la survenance d'une grande crise financière au parfum des années 1930. Les crises, mondiales par leurs répercussions, se succèdent sans détruire l'univers, mais chaque fois interpellent les banques centrales par leur impact sur la régulation de la liquidité. Dès 1987, la REF est confrontée à cette actualité. Vingt ans plus tard, en 2008, elle consacra un numéro hors-série à la crise majeure qui vient d'exploser, en collaboration avec *Risques, Les cahiers de l'assurance*.

Il est piquant de constater que plus l'économie mondiale devient complexe, fluide et interconnectée, plus l'action des banques centrales se décante. En effet, elles n'ont plus pour guide qu'un indicateur statistique : un indice de prix de détail. Elles ne peuvent plus compter, en pratique, que sur un instrument : leur taux d'intervention sur le marché interbancaire. La crise économique en cours invitera à s'interroger une fois de plus sur la portée de leur action. En craignant, surtout aux États-Unis, d'interrompre prématurément une longue phase de croissance exempte d'inflation, elles ont aménagé la scène sur laquelle les acteurs de la *comedia del arte* ont eu tout loisir de se mettre en place et d'improviser. En revanche, à peine le retournement amorcé, elles ont su éviter la catastrophe par une action coordonnée décisive qui a opportunément soutenu un système bancaire asphyxié par le tarissement de la liquidité et qui a ainsi évité la panique généralisée des déposants, caractéristique de la crise de 1929 (Pollin, 2008).

Suivons donc la REF dans ce passionnant voyage, en parcourant d'abord les sommaires exposés au vent de l'histoire et en pénétrant ensuite avec elle dans l'analyse de quelques thèmes propres à la politique monétaire.

LA DYNAMIQUE

23

La REF n'a pas été avare de publications sur la politique monétaire au cours de ses vingt premières années d'existence. La réflexion y passe par trois stades différents.

Le premier est dominé par l'adaptation des banques centrales au mouvement de marchéisation de l'ensemble des produits financiers. Il couvre la fin des années 1980 et le début des années 1990.

Le second est suscité par la préparation de l'Union monétaire et conduit à décrire tant les canons d'une politique monétaire commune que sa base institutionnelle, le tout fixé par le traité de Maastricht et par les premiers pas de la Banque centrale européenne (BCE). Il y a là une réalité que nul ne peut ignorer et des arrangements conçus pour perdurer, formant un axe solide pour l'avenir. En dehors des numéros spéciaux qui font le point sur cette question, d'une importance certes majeure, la part des analyses monétaires dans la série des numéros ordinaires diminue sensiblement.

La troisième phase, postérieure à 1998, porte davantage sur le contraste entre une règle monétaire désormais assez standardisée dans le monde développé (objectif d'inflation bas, banque centrale indépendante, action par les taux d'intérêt à travers un marché concurrentiel) et un environnement volatil (changes flottants, bulles spéculatives). La finance l'emporte sur la monnaie, dont le cas paraît être réglé.

Les principaux thèmes concernent la vie des marchés et les modes de financement, ainsi que le comportement des institutions financières de toutes sortes.

Chronologiquement, ces trois stades se recouvrent en partie, car on pensait déjà à l'Union monétaire en 1987 et on y souffrait déjà des revirements de marché. Il s'agit donc plutôt de centres de gravité successifs.

Les nouveaux habits de la politique monétaire

Le premier numéro de la REF dresse un état des lieux de la sphère monétaire et financière au début de l'an 1987. L'article consacré à la politique monétaire (Raymond, 1987) prend acte des évolutions en cours, qui sont très marquées :

- la grande inflation a fait du retour à la stabilité des prix un enjeu prioritaire ;
- des résultats significatifs commencent à être obtenus ;
- cela en dépit de la perte de contrôle des agrégats monétaires précédemment utilisés comme cible intermédiaire, dans un esprit monétariste, et de l'affaiblissement de leur corrélation avec les prix ;
- l'encadrement du crédit a été logiquement abandonné ;
- les banques centrales s'en remettent à leurs interventions sur le marché interbancaire qui leur permettent de maîtriser les taux d'intérêt à court terme ;
- le mécanisme de transmission des taux d'intérêt aux prix s'est amélioré.

L'article introduit dans cette présentation trois dimensions qui sont au cœur de l'esprit de réforme dont les Pouvoirs publics ont fait preuve. La première consiste à souligner les distorsions créées par l'encadrement du crédit et par la diversité des canaux de financement à des taux privilégiés. La production n'obéit plus à sa confrontation normale à la demande, les prix n'expriment plus les tendances profondes de l'économie. La deuxième est internationale : l'extérieur devient un agent actif de l'économie intérieure, par l'inévitable développement du commerce et du recours à des capitaux externes, spécialement après les chocs pétroliers. La troisième a trait à l'impact des déficits publics, sujet récurrent.

Les évolutions décrites affectent les principaux pays de l'Europe continentale, entre lesquels la contrainte de change sera un facteur décisif d'intégration monétaire. Des informations substantielles sont données dans la REF numéro 3 sur la politique monétaire pratiquée en Allemagne (Coudert, 1987). La nécessité de la convergence comme condition de la stabilité est d'ailleurs déjà citée ; elle deviendra le principe vital et fondateur de la zone euro. Le cas anglais, abordé à

diverses reprises (Johnson, 1987a et 1987b), fait au contraire ressortir une méthode de régulation monétaire assez différente.

Il s'agit cependant d'une ère nouvelle ; aussi l'article traduit-il une certaine perplexité, soulignant à juste titre l'entrée dans une phase d'apprentissage et plaçant des espoirs, sans doute exagérés, dans le secours à attendre des réserves obligatoires. Celles-ci, vues de nos jours comme une facilité technique plutôt qu'un outil agile, étaient considérées à l'époque, au moins en France, comme un adjuvant précieux. On le remarque à ce que la REF prend soin d'insérer dans son numéro 3 un article très argumenté, confié à Jean-Pierre Patat, auquel le professeur Lacoue-Labarthe apporte cependant une réplique nuancée. Toutefois, il sera vite pris acte de l'amoindrissement du rôle des réserves obligatoires (Raymond, 1989).

La question précise de l'altération des signaux utiles à la politique monétaire est reprise par Ullmo (1987) dans la REF numéro 2. « L'innovation financière rend plus instables les agrégats monétaires et déforme leur relation avec les grandeurs réelles ». Pour illustrer ce propos, l'auteur montre que, là où l'innovation financière est vive, M3 s'enfle indépendamment des conditions de refinancement des banques par une restructuration autonome des actifs monétaires et financiers en circulation ; et qu'inversement la préférence pour la liquidité se satisfait de la détention d'instruments non recensés dans M3, mais liquides et sans grand risque en capital. Cela va de pair avec une désintermédiation partielle des financements au profit du marché des titres, avec une possibilité de réintermédiation le cas échéant. L'auteur constate qu'à ce stade de l'histoire les banques centrales des grands pays (définition à préciser) se réfèrent encore à des objectifs intermédiaires de quantité de monnaie, ce qui les oblige à réformer périodiquement le contenu ou le traitement statistique des agrégats. Il souligne le rôle accru du marché et la réactivité des agents non financiers aux variations de taux d'intérêt, ainsi que l'impact de l'international. Ce dernier trait de la nouvelle situation conduit les petits pays à préférer un objectif de taux de change, en reliant leur monnaie à celle d'une économie dominante dans leurs échanges. Le sens d'une coordination internationale des politiques monétaires est exploré avec plus de détails.

En combinant ces contributions, on obtient une vision globale de la nouvelle formalisation des politiques monétaires en Europe et des contraintes, voire des contradictions (par des conflits d'objectifs), auxquelles elles sont confrontées.

L'innovation a tellement frappé les esprits à cette époque qu'un article est consacré à l'essence de ce phénomène dans le même opuscule. Abraham (1987) applique aux opérations financières les

raisonnements formulés par Schumpeter à propos de l'innovation en général et de son rôle dans la création de richesse, et cherche à déterminer s'il en est résulté un supplément de croissance.

*De l'Europe monétaire à la monnaie européenne :
les canons de la politique monétaire au tournant du siècle*

Les prolégomènes

Dès le premier numéro de la REF est soulignée la consanguinité entre les modes de financement et de régulation monétaire au sein de l'Europe continentale de l'Ouest. De surcroît, l'Acte unique européen vient d'entrer en vigueur, induisant une accélération de l'intégration des économies réelles. Il n'est donc pas surprenant que le second numéro de la REF contienne déjà deux articles consacrés aux questions monétaires en Europe.

Celui de Pollin (1987) prend pour point de départ « l'internationalisation et la modernisation des marchés financiers », se demandant même si cette évolution « laisse place pour un espace européen disposant d'une réelle spécificité ». Réflexion tellement judicieuse que l'on peut, aujourd'hui encore, se poser la question en voyant que, vingt ans plus tard, la globalisation planétaire avance plus vite que l'intégration du marché intérieur des capitaux. Il rappelle un article de Giavazzi et Giovannini concluant, de l'incompatibilité entre des taux de change fixes et la liberté des mouvements de capitaux, que « le système monétaire européen (SME) n'est en aucun cas un progrès sur la voie de l'unification monétaire ». Mais Pollin souligne que, *a contrario*, la prévention des crises de change, aussi imparfaite soit-elle, est un douloureux apprentissage qui pousse à améliorer la convergence, ce qui a fait du SME l'antichambre de l'Union monétaire. L'asservissement des taux d'intérêt nationaux à un objectif de stabilité du taux de change est exploré un peu plus tard (Léonard, 1990). Au regard de l'optimisation des taux d'intérêt selon la règle de Taylor, le coût qui en résulte sera évalué après coup (Perrot, 1998).

Quant à Triffin (1987), il recommande de faciliter l'usage de l'ECU pour en faire une véritable monnaie parallèle, plutôt que de viser à créer une monnaie unique qui se substituerait aux monnaies nationales, et il préconise de convertir le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) en une véritable banque d'émission ayant la mission d'adapter le volume des écus en circulation aux besoins non inflationnistes de l'Union. Le texte n'est pas explicite sur divers aspects essentiels de la proposition : rapports entre ECU public et ECU privé ; comment donner une autonomie à un panier de monnaies et limiter la faculté des opérateurs d'agréger des monnaies nationales

pour en faire de nouveaux écus ; moyens d'action et règles de gouvernance de cette nouvelle banque centrale... Et si l'ECU devient une vraie monnaie, désirée pour elle-même, aura-t-il un taux de change différent de la valeur du panier ? Ne va-t-on pas créer un taux de change supplémentaire, compliquant l'environnement monétaire au lieu de le purger ?

Les deux textes s'accordent à faire ressortir le caractère encore lointain, sinon inatteignable, de l'apparition de la monnaie unique. C'est pourtant cette substitution directe aux monnaies nationales qui l'emportera, l'histoire (et la volonté politique le moment venu) tranchant ce nœud gordien. L'idée de préférer une monnaie parallèle sera reprise curieusement dans un esprit différent sous la forme du projet de *hard ECU* soutenu en 1990 par les autorités britanniques, afin de contrarier l'adoption d'une monnaie unique.

Pourtant, l'idée fait son chemin. Le Conseil de Hanovre crée le Comité Delors le 28 juin 1988. En octobre de la même année, dans un exposé repris par la REF, Köhler (1988), alors membre du directoire de la Bundesbank, énonce les conditions à remplir pour que la BCE voie le jour. Il les pose sous un angle théorique : libre circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux, irréversibilité préalable des taux de change, d'où dérivera le critère de stabilité des taux de change pendant deux ans. Mais en même temps, son réalisme le conduit à écarter la théorie du couronnement et à accepter la perspective de passer à l'acte sans attendre l'achèvement de toutes les finitions, pourvu que l'engagement politique des États membres concernés soit patent. Vision prémonitoire !

27

La transition

La REF consacre en 1989 un numéro double (8/9) à la réflexion sur l'Union monétaire, ses avantages et ses inconvénients, la probabilité d'aboutir à une monnaie unique. Les opinions publiques se font à l'idée que bientôt l'Union européenne disposera d'une monnaie qui lui sera propre et se substituera aux monnaies nationales. L'entreprise paraît toutefois encore audacieuse.

Il est symptomatique et réaliste que le point de départ soit trouvé dans les taux de change. Les grandes crises de change de 1992 et 1993 sont à venir, mais la conscience de l'incompatibilité entre des mouvements de capitaux libres et des taux de change qui ne le seraient pas, après les écrits de Mundell et de Padoa-Schioppa, est dans tous les esprits (Aglietta et Patat, 1989). Le SME, dont le bilan est présenté par Alleron et Bozzi (1989), Leproux (1989) ou encore Vissol (1989), reste un sujet de perplexité, mais est jugé moins sévèrement qu'auparavant. On admet ses vertus comme mécanisme d'apprentissage

et sa contribution à l'amélioration de la convergence, on souligne la nécessité d'éliminer les coûts induits par la volatilité des taux de change et d'intérêt (de Grauwe, 1988). L'effet déstabilisateur des variations du dollar sur les relations de change entre pays européens, dû à la préférence pour le deutsche mark en cas d'afflux de capitaux en Europe, aura empoisonné l'existence du SME (Herrmann, 1989).

La convergence préalable des taux d'inflation apparaît comme une condition essentielle de l'unification monétaire, mais elle semble presque hors de portée, malgré la position pragmatique précédemment adoptée par Köhler. Elle s'est améliorée, mais pas seulement au sein du SME dont il est difficile de mesurer l'impact spécifique. Avec le recul du temps, on se dit qu'il est heureux que tous les pays développés aient fini par casser la spirale inflationniste amorcée par les chocs pétroliers, mais on ne peut savoir comment l'Europe s'en serait tirée sans le SME. Au sein de celui-ci, l'Allemagne, dont les politiques économique et budgétaire ont été les moins accommodantes, a évité la grande inflation qu'a subie la France, dont l'ajustement plus tardif n'a finalement pas été moins coûteux en emplois. Une coordination, forcément complexe, entre objectifs quantitatifs intermédiaires de la politique monétaire est préconisée avec un certain scepticisme sur sa faisabilité, alors que le vrai sujet n'est pas celui-là, mais devrait être l'option pour un objectif explicite et direct de taux de change vis-à-vis du deutsche mark.

Des doutes sont exprimés sur la viabilité de la période de stabilité des taux de change requise avant l'admission dans la zone euro. Le marché acceptera-t-il les taux de change réputés presque fixes pendant cette épreuve initiatique ? L'avenir montrera que le marché ne prendra pas le risque de créer une crise de change, dès lors que la convergence aura atteint un seuil acceptable et que la volonté politique de la consolider sera patente. Il semble encore évident qu'il faudra, sous le règne de la monnaie unique s'il se concrétise, laisser aux pays membres une marge de manœuvre pour utiliser la politique budgétaire. Cette liberté sera combattue par le Pacte de stabilité, mais sera restaurée dans les faits en réaction aux effets très inégaux de la crise de 2008 sur les pays membres.

Au total, l'attraction exercée par la perspective d'union monétaire est inégale selon les États : forte en France, conditionnelle et précautionneuse en Allemagne, imperceptible au Royaume-Uni. Le choix de faire de la BCE l'institut d'émission d'une monnaie unique se substituant aux monnaies existantes est encore seulement une option, certes la plus pure, mais sans exclure l'autre possibilité qui est de faire de l'ECU une monnaie commune cohabitant avec les autres (Aglietta, 1989 ; Bourguinat, 1989).

Au lendemain de la signature du traité de Maastricht, la REF consacre à celui-ci un numéro hors-série. On y trouve le dialogue devenu classique entre ceux qui sont pour, avec de bonnes raisons économiques et politiques, et ceux qui sont contre, sur la base de craintes dont le fondement n'est pas à négliger. La balance penche en faveur des premiers, puisque la volonté politique d'aller de l'avant est manifeste et que le traité est signé, mais il reste à le ratifier. D'ailleurs, on voit encore aujourd'hui des traces de certaines des difficultés redoutées à l'époque par les seconds. Elles concernent en particulier l'état des finances publiques de nombre de pays candidats et l'absence d'un budget fédéral propre à exercer une influence sur la conjoncture de la zone monétaire ou à opérer une péréquation de ressources entre États, ainsi que le manque de mobilité de la main-d'œuvre en Europe (Grjebine, 1992 ; Artus, 1992). Les effets sur les prix, sous la forme d'une hausse dans les pays pauvres, et sur la croissance, qui diminuerait dans les pays riches voulant s'adapter à l'orthodoxie allemande, ont été effectivement constatés, mais de manière transitoire, beaucoup d'autres facteurs expliquant les développements conjoncturels depuis 1999.

Le manifeste des soixante économistes allemands (1992)¹ hostiles au projet, au moins tel que le traité le présente, s'appuie sur le manque de rigueur (de leur point de vue) des critères de convergence et sur la flexibilité laissée aux responsables politiques pour les interpréter. Ce texte, qui comporte une réponse, se réfère implicitement à la théorie du couronnement.

Une certaine attention est maintenant portée aux instruments de la politique monétaire qu'il va bien falloir unifier (Walrafen, 1992). Ce sera l'un des enjeux majeurs de la préparation dans le cadre de l'Institut monétaire européen (IME).

En 1996, la préparation à l'Union monétaire, à laquelle est consacrée la REF numéro 36, est en bonne voie. Seul le nombre de pays participants demeure inconnu. On ne l'estime certes pas à douze. Néanmoins, les cas de l'Espagne et de l'Italie ne paraissent plus aussi désespérés qu'auparavant (Garrigues, 1996).

La politique monétaire européenne a sa feuille de route

Deux numéros spéciaux de la REF contiennent l'essentiel des commentaires sur la politique monétaire telle que définie par le traité et précisée par les premières décisions et les premiers pas de la BCE. Il s'agit d'abord chronologiquement de la REF numéro 45 sur la *policy-mix*, puis de la REF numéro 65 intitulée : *Trois ans de politique monétaire européenne*. Le premier d'entre eux complète fort opportunément ce qui a été dit dans la présentation antérieure du traité de Maastricht en replaçant, d'un point de vue théorique et pratique, la

stratégie monétaire dans son environnement budgétaire et politique. Le second reprend l'ensemble de la question en évaluant les réalisations au regard des principes : il s'agit d'examiner si la fonction de réaction de la BCE répond aux règles énoncées officiellement ou suit une voie légèrement différente pour s'adapter aux événements. Quelle flexibilité, pour quels résultats ? Suivons plutôt ici un ordre didactique et commençons par le contenu de la politique monétaire.

La stratégie de la BCE est présentée dans la REF numéro 65 sous la signature de deux spécialistes de la BCE, dont Philippe Moutot, second du département économique (Moutot et Jung, 2002). Elle est discutée par Pollin (2002) qui aborde, sur une base théorique clairement détaillée, ce qu'il nomme « la stratégie contestée de la BCE ». Ces deux articles retracent le débat qui se poursuit aujourd'hui autour de l'exposé structuré mais complexe des intentions affichées par la BCE. Celle-ci a-t-elle adopté un objectif d'inflation ou de quantité de monnaie ? L'existence du premier ne fait aucun doute, puisque le Conseil des gouverneurs a officiellement traduit la stabilité monétaire que le traité lui enjoint de préserver par une hausse des prix à la consommation d'au plus 2 % à moyen terme. Mais ce même Conseil a également chiffré la croissance de la masse monétaire, répondant au concept usuel de M3, qu'il jugeait optimale, en faisant donc une sorte d'objectif parallèle, peut-être pas sur le même pied, mais constituant un facteur, ou même une condition, de la stabilité des prix dans la durée, un élément de clarification de la manière d'atteindre l'objectif de non-inflation (Flouzat, 1999). Sa doctrine n'annonçait pas initialement ce qui se passerait en cas de conflit entre ces deux objectifs, dont on savait pourtant que la corrélation était devenue instable depuis plusieurs années. Une forte progression de M3 doit-elle être jugulée par un relèvement des taux d'intérêt, même en l'absence de perspective d'aggravation prochaine de la hausse des prix, au motif qu'elle porte en germe une inflation future ? En réalité, l'incertitude est levée par l'article même de Moutot et Young (2002), dans lequel on peut lire que, lorsque la croissance de M3 s'est accélérée en 2001, la BCE n'a pas pour autant relevé ses taux d'intervention, jugeant que les risques d'inflation étaient minimes. M3 ayant continué à dérapier postérieurement à la publication de cet article, la BCE a continué à baser son action sur des conclusions soigneusement argumentées en matière de risque d'inflation, et non sur le stock de monnaie. Néanmoins, elle ne manque pas de répéter qu'elle n'abandonnera pas sa référence privilégiée à un indicateur quantitatif, ce qui entretient l'ire de ses détracteurs moins monétaristes. À mesure que le temps passe, la présentation officielle de la politique suivie accorde une place grandissante à l'analyse globale de la situation économique en Europe et dans le monde,

donnant de plus en plus l'image d'une politique discrétionnaire quant aux sources utilisées, et orientée vers la stabilité des prix comme seul véritable but (Trichet, 2007).

Ce sont là des querelles de mots. Seule compte la fonction de réaction d'une banque centrale évaluée *ex post*. En ce qui concerne la zone euro, la BCE a tenu ses engagements sur les prix, elle a assis sa réputation et personne ne forme plus d'anticipation de dérapage significatif des prix, tant une réaction appropriée de la BCE apparaît crédible si les menaces d'inflation s'aggravaient. En même temps, la BCE a voulu, par son discours, apaiser les doutes que pourraient nourrir les tenants du monétarisme, notamment en Allemagne, pays où l'innovation financière était moins prononcée au début de l'Union monétaire et qui vit toujours dans le souvenir de l'hyperinflation de Weimar. D'ailleurs, il est maintenant des économistes de divers bords pour regretter que les banques centrales en général aient laissé la liquidité dans le monde filer à ce point, ou même aient contribué à l'alimenter lourdement, dans certains pays par l'expansion de leurs réserves de change, dans d'autres par un relâchement excessif de leur discipline. L'effet normalement inflationniste de cette vague de création monétaire a été annihilé par l'irruption dans le secteur productif mondial de la main-d'œuvre à bon marché des pays qui émergent, ces baisses de coûts ayant en somme fait le travail qui incombait d'habitude aux banques centrales. Avec le renchérissement des matières premières, l'hydre de l'inflation pourrait sortir la tête de l'eau. Personne ne contestera que le stock de monnaie, invalidé comme objectif, reste une variable porteuse d'informations utiles à la stratégie monétaire, comme l'est d'ailleurs le crédit bancaire.

La politique monétaire n'est pas la seule source d'action régaliennne sur l'économie. Elle coexiste, même si l'on se borne à apprécier les conditions de l'équilibre monétaire, avec la politique budgétaire. Le *policy-mix*, interaction des deux politiques, est un enjeu stratégique de première importance dans le réglage conjoint de la variation des prix et de la croissance. Cette question a fait l'objet de nombreux débats lors de la préparation de l'Union monétaire pour plusieurs raisons.

La première est que la situation budgétaire des pays membres était très hétérogène. Certains étaient si portés au déficit que le niveau de leur endettement public paraissait les promettre à une dégradation continue des finances publiques incompatible avec une entrée dans la zone euro. On ne peut en effet admettre que dans celle-ci un pays prélève outrageusement sur l'épargne globale de la zone pour financer une relance budgétaire solitaire, au risque de tendre les taux d'intérêt qui s'imposent à tous. La monnaie unique est un bien commun. Ainsi en est-il également de la courbe unique des taux d'intérêt. La seule

sanction imaginable que le marché pourrait infliger à un pays agissant isolément en franc-tireur serait de pénaliser le coût de ses emprunts obligataires en y incluant une prime de risque. De même, le déficit excessif dans un pays membre pourrait affaiblir le taux de change de l'euro. Tels sont les fondements du Pacte de stabilité qui fixera un plafond au déficit budgétaire annuel et un horizon uniforme optimal pour l'endettement public.

Or les pays membres les plus endettés, comme l'expérience le montrera vite, vont accomplir des efforts spectaculaires pour dégager des excédents primaires substantiels (hors intérêt de la dette) et rapprocher leur ratio dette publique/PIB du niveau requis par les critères de convergence. La REF s'inquiète d'ailleurs de l'impact du processus de convergence sur le niveau d'activité, pour constater que, si l'effet restrictif à court terme à la charge des pays ayant le plus gros effort à accomplir est visible, l'ensemble de la zone euro est appelé, par la suite, à bénéficier de la baisse des taux d'intérêt (Eyssartier et Nakamura, 1998). Celle-ci tient aux gains dus à la crédibilité de la nouvelle monnaie, mais se situe aussi dans un environnement mondial de taux d'inflation et d'intérêt bas. Au contraire, d'autres pays, bien placés au regard des critères de convergence, commencent à montrer un laxisme de mauvais augure qui leur vaudra des remontrances vers 2005 : la France en particulier.

32

Une deuxième raison tient au rôle propre du déficit budgétaire comme instrument de relance. Son efficacité est mise en question sur la base, pour la France, des résultats médiocres obtenus au lendemain des chocs pétroliers (Morin et Thibault, 1998 ; Cotis et *al.*, 1998). Peut-être faudrait-il distinguer entre la détérioration subie, passive, des finances publiques en cas de ralentissement de la croissance et d'aggravation du chômage, de l'action par un déficit discrétionnaire additionnel. Quoi qu'il en soit, le sujet méritait une attention particulière associant la réflexion théorique sur la combinaison, coopérative ou non, des deux instruments en cause (budget et monnaie) avec l'examen des particularités liées aux caractéristiques de la future zone euro, dotée d'une banque centrale unique et de gouvernements multiples agissant souverainement hors du champ monétaire.

Les incidences de la constitution de la zone euro sur l'environnement extérieur sont abordées sous divers angles. Les perspectives d'internationalisation sont réelles en raison de la taille et de l'ouverture de la zone monétaire, mais l'attraction que peut exercer l'euro est subordonnée à l'intégration du marché intérieur des capitaux (Le Quéré, 1999). La liaison avec la zone franc et les pays de l'Est, éventuellement par l'adoption d'une règle de *currency board*, est également examinée².

Les banques centrales face à l'instabilité des marchés

La naissance de la REF a été saluée par la crise obligataire du 16 octobre 1987. Or toutes les crises financières ont une relation avec la politique monétaire, soit que celle-ci ait failli à les prévenir, soit parce qu'elle risque d'être perturbée par la mise en jeu du rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale. Dès lors, s'engage le débat sur la question de savoir s'il faut donner une place au prix des actifs, surtout financiers mais éventuellement immobiliers, dans la stratégie des banques centrales, et donc dans leurs objectifs. Très tôt, Artus (1988) et Aglietta (1991) s'en déclarent partisans. La crise de 2007-2008 donne à cette question une nouvelle actualité.

Aux crises financières régionales (Mexique, Asie...) ou sectorielles (immobilières, Internet...) s'enchaînent des crises bancaires. De fréquents développements seront consacrés par la REF à la stabilité et à la supervision du système bancaire. L'implication des banques centrales et de leur politique monétaire dans le sauvetage des institutions financières est analysée en 1991 (Bordes, 1991) en prenant pour point de départ la doctrine de Bagehot, également mentionnée dans les articles précités. C'est cependant la crise dite des *subprimes* fin 2007, à l'origine d'une brutale récession en 2008 et, de ce fait, devenue une crise globale à la fois multisectorielle et mondiale, qui donnera à la REF l'occasion de rassembler un grand nombre d'articles dans un numéro hors-série consacré à cette situation inédite depuis 1929. La politique monétaire ne sera pas au cœur de cet ouvrage très riche, mais elle le nimbera d'un malaise non explicité en s'attachant à décrire les malheurs dus aux soubresauts de la liquidité, variable par excellence sous la coupe des banques centrales.

33

LA THÉMATIQUE

Au terme de ce voyage qui a fait découvrir les étapes de la réflexion et de l'action en matière de politique monétaire pendant vingt ans, il est intéressant d'examiner l'architecture actuelle de ce secteur de la vie économique, parfois éloignée des idées qui prévalaient antérieurement.

L'indépendance de la banque centrale

Peu de banques centrales jouissaient d'une véritable indépendance lorsque la REF a commencé à paraître. Il en était essentiellement ainsi, parmi les économies de grande taille, des États-Unis et de l'Allemagne. Encore la Federal Reserve n'intervient-elle sur le marché des changes que sur instructions du Trésor américain. D'une façon générale, le choix du régime de change reste une prérogative régalienn.

Ce sont les États qui sont membres du FMI et en désignent les administrateurs.

L'octroi de leur indépendance aux banques centrales s'est généralisé au début des années 1990. En Europe, ce fut plus qu'ailleurs une nécessité, car la future monnaie unique ne pouvait dépendre ni d'un gouvernement, ni du Conseil Ecofin, organe de délibération et de coordination, inapte à prendre des décisions sur le terrain au fil des événements. C'est pourquoi le Conseil des gouverneurs de la BCE a d'emblée été conçu comme une institution fédérale autonome dans les limites de sa compétence.

Une autre considération a joué en Europe un rôle déterminant en faveur du principe de l'indépendance de la banque centrale. La Bundesbank ne s'est pas montrée accommodante au lendemain du second choc pétrolier, évitant à son pays de sombrer dans un long épisode d'inflation. Au contraire, dans les pays où les gouvernements avaient la faculté de déterminer l'évolution des taux d'intérêt, ils ont retardé l'indispensable ajustement au point de le rendre d'autant plus douloureux qu'il était plus tardif. L'Allemagne s'est ainsi acquise une réputation méritée d'orthodoxie. Le deutsche mark s'est trouvé consolidé dans sa position de monnaie étalon pour les pays voisins, soumettant ceux-ci par la suite à une stricte contrainte de change.

34

La question étant fortement débattue au lendemain de la ratification du traité de Maastricht, la REF lui a consacré son numéro 22 en 1992. Le représentant de la Banque de France (Patat, 1992) souligne que les évolutions structurelles récentes rendent cette indépendance nécessaire : l'absence d'un étalon international comme repère incontesté (l'étalon-or), la disqualification des agrégats de monnaie comme objectif fiable laisseraient le champ libre à une manipulation des taux d'intérêt par la puissance publique à des fins politiques ; le choix de laisser au marché le soin de déterminer le rendement des financements, y compris celui du déficit public, pourrait être contourné par une pression du pouvoir exécutif à la baisse du taux d'intervention de la banque centrale. Le représentant de l'État (Noyer, 1992) émet bien quelques réserves en notant que la décision sage d'un gouvernement de renoncer au financement du déficit public par la banque centrale rend moins nécessaire l'autonomie des décisions sur les taux d'intérêt à court terme et que ceux-ci influent directement sur le taux de change, dont l'exécutif ne saurait se désintéresser. Il n'en juge pas moins cette indépendance inévitable dans le cas de l'Europe, comme dans tout environnement fédéral. Il note malicieusement que le Japon a bénéficié de prix stables sans se doter d'une banque centrale indépendante. Peut-être un observateur allemand

aurait-il pu faire remarquer que la discipline asiatique s'oppose à la propension à l'inflation des peuples latins (Lesourne, 1992).

Le débat se poursuit entre ceux qui jugent l'indépendance indispensable pour que l'objectif de stabilité des prix soit atteint (Aglietta, 1992 ; Jochimsen, 1992) et ceux qui doutent de son opportunité (Goodhart, 1992). En tout état de cause, l'indépendance ne se conçoit que dans des limites précises fixées par statut et elle doit s'accompagner de procédures qui obligent la banque centrale à rendre compte à l'opinion publique dans des démocraties (Petit, 1992). Malgré ce luxe de nuances et de précautions, l'idée a prévalu depuis lors, mais le débat n'est pas éteint. Un leader politique qui estime que tout ce qui concerne la nation dans son ensemble doit être traité politiquement n'est pas prédisposé à accepter que la fixation des taux d'intérêt soit dépolitisée.

Les objectifs de la politique monétaire

Les objectifs quantitatifs

L'instabilité des agrégats monétaires a été soulignée dès les débuts de la REF, comme indiqué au début de la première partie (Ullmo, 1987). La cause en est trouvée dans l'innovation financière qui met à la disposition du public des actifs facilement transmissibles ou remboursables, exonérés parfois de risque en capital grâce à des taux d'intérêt variables qui épousent le taux du marché à court terme, quelle que soit leur maturité (durée restant à courir), ou grâce à des produits dérivés. Il en résulte des transferts d'actifs d'un agrégat à l'autre selon les circonstances ou les commodités techniques, sans que ces mouvements influent sur la demande globale et aient un sens pour la politique monétaire à mener. Ils peuvent au contraire induire des décisions de changement ou de maintien de taux qui seront erronées et feront agir la banque centrale à contresens.

Des transferts d'actifs qui sont exogènes par rapport à la politique monétaire ou que celle-ci n'influence qu'indirectement par le jeu plus lent des changements d'anticipations affaiblissent la capacité de la banque centrale à maîtriser l'évolution d'un agrégat étroit. On constate alors divers phénomènes non exclusifs les uns des autres : les banques centrales n'atteignent pas leurs objectifs (Raymond, 1987), ou elles en modifient l'assise en élargissant son contenu (on passe de M2 à M3) ou en élaborant des agrégats composites dont les éléments sont pondérés suivant leur degré de liquidité, comme la monnaie de banque centrale en Allemagne (Kotz, 1987). Mais cette liquidité se révèle difficile à estimer. Elle a un aspect juridique, la maturité de l'actif financier, et un contenu pratique, la vitesse de circulation de celui-ci.

Ces problèmes sont mentionnés dans les nombreux articles par pays qui émaillent la série des numéros publiés à la fin des années 1980 et au début des années 1990.

L'affaiblissement de la relation, de l'interaction entre, d'une part, le volume et la structure des actifs monétaires et financiers en circulation et, d'autre part, la demande en volume, l'activité et l'inflation, a disqualifié les agrégats de monnaie pour guider la politique monétaire et a reporté l'attention sur les agrégats de financement (Pollin, 1988), sans que ceux-ci soient considérés comme de possibles objectifs exclusifs. La relative autonomie de la sphère financière devait en effet inviter les banques centrales à prendre leurs décisions sur une base plus large que l'observation d'un agrégat privilégié, qu'il soit de monnaie et de crédit, et à considérer le volume et la structure des patrimoines et des dettes des agents non financiers ; on ajouterait aujourd'hui : sans oublier les prix des actifs, ni l'impact trompeur d'une baisse des coûts d'origine non monétaire comme les bas salaires dans les pays émergents.

Les objectifs de prix : le taux d'inflation comme objectif direct de la politique monétaire

36

L'instabilité des agrégats quantitatifs devait logiquement conduire les banques centrales, de bon gré ou non, à se passer d'objectifs intermédiaires entre le taux du marché monétaire, leur seule variable sous contrôle en pratique depuis l'abandon de l'encadrement du crédit, et l'indice des prix de détail, censé mesurer la valeur de l'unité monétaire, qu'elles ont en fin de compte en charge de maintenir aussi constante que possible.

Le recours à un objectif direct de prix (*inflation targeting*) s'appuie sur d'autres arguments que l'on trouve à propos de la discussion critique des annonces relatives à la stratégie de la BCE (Pollin, 2002). Ils tournent essentiellement autour de la lisibilité de la ligne de conduite de la banque centrale, envisagée sous divers angles. Par exemple :

- la multiplicité d'objectifs qui ne pourraient pas être tous atteints en même temps obscurcirait la reddition de compte due par la banque centrale à l'opinion (*public accountability*) en dépit de son indépendance ou en contrepartie de celle-ci ; elle a un mandat qui la rend responsable d'une seule chose : la stabilité de la monnaie ; le reste relève de son savoir-faire artisanal pour y parvenir ;

- la place importante donnée maintenant par la théorie et l'observation aux anticipations des agents, axe de leur comportement, exige une communication transparente, claire, et conduit à l'abandon de l'ambiguïté constructive (Pollin, 2002) destinée à surprendre les opérateurs, en faveur antérieurement ; peut-être faut-il seulement

conserver cette ambiguïté en ce qui concerne le maniement des instruments pour faire face à une situation de spéculation intense ;
- la clarté et la transparence sont donc en règle générale la condition de l'efficacité de la politique suivie ;
- en conséquence, si le but ultime est la stabilité des prix, c'est celle-ci qui doit apparaître comme l'objectif unique.

Pour être complet, il faudrait ajouter que la crédibilité exige en plus, et c'est essentiel, que l'objectif d'inflation soit le plus souvent atteint, car c'est sur la base des réalisations que les observateurs se prononceront.

Les réserves obligatoires

L'obligation faite aux banques d'immobiliser en compte à la banque centrale un volume de monnaie centrale proportionnel à certains postes de leur passif, correspondant aux dettes les plus liquides, est un instrument encore en vigueur. Il en est ainsi en particulier auprès de l'Eurosystème, part du Système européen des banques centrales (SEBC) interne à la zone euro. À quoi est-ce dû, et les arguments analysés dans la REF numéro 2 (Ullmo, 1987) et dans la REF numéro 3 (Patat, 1987) sont-ils encore pertinents ?

Les réserves peuvent se révéler nécessaires pour obliger le système bancaire à s'endetter auprès de la banque centrale, si la structure de son bilan consolidé ne le lui impose pas spontanément. La banque centrale sauvegarde de la sorte son privilège de prêteur en dernier ressort qui lui donne la faculté d'imposer son taux d'intervention, guide du taux interbancaire au jour le jour et de tous les taux d'intérêt à court terme.

La situation n'était pas telle lors de l'entrée en activité de l'Eurosystème. Il a toutefois paru nécessaire de mettre cet instrument en service dès le premier jour pour plusieurs raisons pratiques : afin que tous les établissements concernés l'intègrent dans leurs opérations, à titre de précaution pour l'éventualité d'une contraction des bilans des banques, et pour que celles-ci disposent au total d'une réserve de trésorerie évitant à la BCE d'intervenir quotidiennement sur le marché monétaire en vue de compenser le jeu spontané des facteurs autonomes de variation de la liquidité bancaire, comme les variations de la circulation fiduciaire ou les opérations des États (Rey et Périlleux, 1996).

Si des circonstances particulières augmentent le besoin de refinancement des banques, la banque centrale a la faculté de réduire le taux des réserves au lieu d'accroître ses concours. Les banques trouvent là une ressource qui se substitue à des emprunts à l'institut d'émission. C'est ce qui s'est produit récemment lors de la crise

ouverte sur le marché interbancaire européen par les pertes liées aux crédits garantis aux États-Unis par des hypothèques de second rang (*subprime*). La montée brutale des taux interbancaires, due à la réticence des prêteurs à prêter à des contreparties qui pouvaient être exposées, a obligé l'Eurosystème à fournir de la liquidité aux emprunteurs à l'un de ses taux d'intervention. Cette action a été judicieusement complétée par la réduction de moitié du volume des réserves. D'autres exemples sont donnés dans l'article précité à propos du rôle inverse des réserves, leur augmentation servant, par exemple, à stériliser la contrepartie en monnaie centrale des achats de devises par la banque centrale. Ce rôle demeure potentiellement valide, mais aujourd'hui le flottement des grandes devises le rend théorique.

Diverses autres utilités étaient attribuées il y a vingt ans aux réserves. Les plus notables dérivait de la taxation des banques par l'immobilisation de fonds non rémunérés : accentuation du coût marginal de la distribution de nouveaux crédits, conduisant les banques à relever leur taux de base plus que les taux d'intervention officiels ; incitation pour les banques à réduire leur passif liquide, à vendre des titres et notamment à émettre des certificats de trésorerie, ou à placer des parts de Sicav. Ces raisonnements ne sont plus d'actualité. Tout d'abord, la sphère financière s'est globalisée, surtout en Europe. Si une banque centrale pénalise son système bancaire, elle réduit sa compétitivité vis-à-vis de ceux des autres pays. Aussi, la BCE a-t-elle décidé de rémunérer les réserves obligatoires à un taux d'intérêt proche de son taux d'appel d'offres. De ce fait, les réserves obligatoires ne pèsent pas sur le compte d'exploitation des banques dans la zone euro (Couderc, 2005). Ensuite, le choix a été fait de laisser le marché fixer librement le juste prix, juste n'ayant pas un sens moral, mais signifiant que le prix reflète l'équilibre entre l'offre et la demande de chaque produit, incluant les coûts d'intermédiation et une prime de risque. Le crédit bancaire se trouve donc en concurrence avec les autres sources de financement de l'économie sans immixtion du secteur public. L'idée d'une taxation indirecte du crédit s'est évanouie avec la disparition des refinancements à taux privilégié. Enfin, l'instabilité des agrégats monétaires, la possibilité de titriser les crédits, plus généralement la substituabilité entre les diverses formes de créances ont réduit le désir de peser sur un agrégat monétaire spécifique, sachant que son contenu pourrait se déverser dans une autre catégorie d'actifs assurant un degré équivalent de liquidité.

La thèse monétariste avait trouvé dans des réserves obligatoires assises sur les dépôts une variable opérationnelle, car elles pouvaient

être adoptées comme la base monétaire dont la maîtrise donnerait celle des prix. Tout ce qui a été rappelé ci-dessus indique suffisamment pourquoi ce lien n'est plus décelable.

Dès les débuts de la REF, des doutes étaient émis sur la portée du mécanisme des réserves obligatoires (Lacoue-Labarthe, 1987), recoupant nombre de ceux qui viennent d'être exposés. Restait alors, en France, une justification d'un ordre purement pratique. Les réserves pesaient principalement sur des dépôts non rémunérés. Or l'interdiction (réglementaire) de rémunérer les dépôts à vue était justifiée par la pratique (non réglementaire) de ne pas faire payer l'usage des chèques, moyen de paiement coûteux pour la collectivité mais entré dans les mœurs. C'était l'un de ces ni-ni dont la France a été friande et qui est difficilement traduisible en d'autres langages. La REF ne pouvait manquer d'y consacrer, sous les meilleures plumes (Kessler, Lavigne et Pardo, 1990 ; Pastré, 1990 ; Chiappori, 1992 ; Robert de Massy et Kleinpeter, 1992), des études qui ont naturellement perdu de leur actualité, puisqu'on a récemment supprimé cette double restriction qui était une forme particulière de contrôle des prix, sans qu'il en résulte d'ailleurs d'ébranlement de la profession... Au surplus, l'emploi des chèques a depuis peu été dépassé par celui des cartes de crédit. Mais ce sera une curiosité de l'histoire que d'avoir maintenu si tardivement des interdictions symétriques dans leur principe, bien que reposant sur des bases non corrélées.

Il ne faut pas confondre avec les réserves obligatoires la constitution volontaire, par les banques en excédent de trésorerie, de réserves libres auprès de leur banque centrale, comme il s'en est produit un peu partout à partir de 2007. Le refus de prêter à des correspondants à la situation précaire ou incertaine a incité à cette rétention de monnaie centrale. Il en est résulté pour les instituts d'émission la nécessité de refinancer en tant que besoin les établissements en déficit de trésorerie et de se substituer ainsi au marché interbancaire momentanément paralysé.

Le policy-mix dans une zone monétaire

Une réflexion sur le *policy-mix* s'impose dans tous les pays, mais le sujet est particulièrement délicat au sein de l'Union économique et monétaire dont l'architecture, qui figure dans le traité de Maastricht, fait coexister une politique monétaire centralisée entre les mains d'une institution fédérale autonome avec des politiques budgétaires relevant entièrement de la souveraineté de chaque État membre. Approfondi dans la REF numéro 45 en 1998, au lendemain de l'adoption du Pacte de stabilité et de croissance (PSC)³, ce thème sera repris dans d'autres livraisons.

La littérature a fait, à juste titre, de la combinaison des politiques monétaire et budgétaire un concept unique justifiant des analyses globales. Le *policy-mix* est au carrefour de deux voies de réflexion (Desquilbet et Villieu, 1998). L'une concerne l'affectation à des agents et à des objectifs distincts d'instruments respectifs dont dispose la puissance publique, à savoir les taux d'intérêt à court terme et le solde du budget ou plus généralement du secteur public. Cette question a été soulevée par Mundell en 1962 et abondamment explorée depuis. L'autre a trait à la coordination éventuelle des deux types d'action publique. Cette coordination paraissait naturelle aux keynésiens, partisans d'une réactivité forte des autorités aux variations de la conjoncture (Jaillet et Pollin, 1998). On en comprend la logique : par les taux d'intérêt, la banque centrale agit sur la demande globale et sur l'épargne ; par son déficit, l'État distribue des revenus financés soit par de la création monétaire (ce qu'exclut le traité de Maastricht dans la zone euro), soit par un recyclage de l'épargne mobilisée par emprunt ; d'où la nécessité pour les deux parties de collaborer, afin de trouver l'*optimal path* entre croissance et inflation cher à Franco Modigliani. Cela est important dans une perspective dynamique et en économie ouverte, les taux d'intérêt ayant une incidence directe sur le taux de change, canal de transmission essentiel. Or ce sujet a pris une acuité particulière en raison de l'indépendance accordée aux banques centrales. Celles-ci sont-elles invitées à ignorer le pôle de décision que représente l'État et à le considérer comme un simple agent économique, une source d'événements dans le paysage, à observer pour réagir ? La thèse monétariste marque le point extrême de cette thèse, puisque la banque centrale se satisfait de verrouiller le stock de monnaie.

40

La déclinaison de ces analyses dans le cadre de l'Union économique et monétaire a été conduite avec une certaine bonne volonté politique de deux manières, cependant toutes deux imparfaites comme le révèlent différents articles de la REF.

La première initiative a été dès l'origine la création, au Conseil européen de Luxembourg de décembre 1997, du Conseil de l'euro, plus tard nommé Eurogroupe, formation interne à l'Ecofin et qui regroupe les ministres des Finances des pays de la zone euro (Strauss-Kahn, 1998 ; Coeuré, 2002). Il s'agit d'un organe délibérant sans pouvoir propre de décision, encore que les participants peuvent s'entendre sur des actions communes pourvu qu'elles soient compatibles avec les règles convenues pour l'ensemble de l'Union. Il reste qu'un accord au sein de l'Eurogroupe exerce un puissant effet d'entraînement sur l'Ecofin au complet. La présidence de l'Eurogroupe est tournante, comme celle de l'Ecofin, jusqu'au

1^{er} janvier 2005, pour être ensuite régie par un mandat de deux ans renouvelable.

Le président du Conseil des gouverneurs de la BCE est invité à participer aux réunions de l'Eurogroupe. Celles-ci ne servent donc pas seulement à tenter de coordonner l'action des ministres, elle est aussi un lieu d'échange de points de vue entre eux et la banque centrale, ce qui peut influencer l'orientation des gouvernements ou permettre à la banque centrale indépendante de mieux connaître les perspectives budgétaires dans les pays membres. Il s'établit ainsi entre ces divers protagonistes un jeu (par référence à la théorie des jeux) encore plus complexe que le dialogue entre un gouvernement et sa banque centrale (Aubin, 1998), dès lors que le premier est en l'espèce multipolaire.

Il reste que si la politique monétaire a été centralisée et dépolitisée, le vote des dépenses relève, au sein de l'Union, de l'interaction entre le gouvernement et le parlement de chaque pays. Rien dans le traité ne vient borner le libre-arbitre de ces deux institutions démocratiques hautement politisées et sensibles aux conditions locales. Pour obvier au risque qu'un pays agisse en franc-tireur et se laisse aller à des déficits et à un endettement publics excessifs, de nature à susciter une réaction de la BCE dont souffriraient aussi les bons joueurs, les pays membres ont apporté par le PSC des limites au déficit annuel et à l'endettement brut du secteur public dans chaque État. Ces limites ont été transcrites dans des annexes du traité modifiables sans ratification. Si elles sont dépassées, des sanctions seront imposées aux contrevenants.

Même ce pas franchi, le système résultant du PSC est encore lacunaire. En effet, rien n'est dit de ce qu'il faut faire, selon l'évolution de la conjoncture, si les déficits et les endettements sont inférieurs à la limite. On voit bien cependant que pour ne pas dépasser les bornes lors d'une récession, il faut dégager un équilibre ou un surplus en période de croissance afin de laisser leur chance aux stabilisateurs automatiques (Trichet, 1998). Cela impliquerait le maintien des budgets à l'équilibre structurel, c'est-à-dire des soldes annuels à l'équilibre après correction des variations cycliques. Toutefois, cette correction, si elle est effectivement esquissée à l'heure actuelle par la Commission dans son appréciation des situations nationales, est difficile à réaliser de façon assez précise pour en faire le déclencheur de sanctions éventuelles. En outre, les points de départ sont très hétérogènes en ce qui concerne le niveau d'endettement public, d'où de grandes différences selon les pays dans le taux d'effort à accomplir en termes de restriction budgétaire pour atteindre un niveau optimal de dette publique (Biot, 2002). Enfin, il serait nécessaire de prévenir, par des réformes structurelles prises à temps, les détériorations rendues inévitables, à règles du jeu constantes, par les perspectives

démographiques qui diffèrent aussi d'un pays à l'autre (Saint-Etienne, 1999).

Artus identifie trois cas dans lesquels un accord du type du PSC est utile : sensibilité de la courbe des taux d'intérêt de la zone monétaire au déficit consolidé des secteurs publics, tendance d'un ou de plusieurs pays à entretenir des déficits structurels, conflit (ou non coopération) entre les gouvernements et une banque centrale indépendante. Cela corrobore les arguments de bon sens avancés à l'époque pour élaborer le PSC, dont le caractère rustique et simplificateur, lié aux difficultés de négociation d'un mécanisme plus élaboré, est par ailleurs non sans raison critiqué (Creel et Sterdyniak, 1998).

De fait, plus tardivement, Wyplosz (2003) établit un constat sévère : « Les déficiences du PSC sapent les disciplines qu'il était censé fournir ». On en voit bien les raisons, déjà signalées ci-dessus. Les gouvernements ont interprété la limite des 3 % comme une autorisation d'aller jusque-là, même quand la conjoncture s'améliore. En cas de récession, la limite ne peut alors plus être respectée. L'auteur propose de remettre la gestion des soldes à des comités de sages indépendants, mais le climat politique n'aura pas permis d'y souscrire. Saint-Etienne (2005) propose des méthodes moins radicales, mais allant dans la même direction. Et, en effet, le PSC sera en fin de compte réformé en vue de mieux adapter son application aux aléas conjoncturels.

Le panorama ne serait pas complet sans une référence au budget fédéral. Dans l'Union européenne telle qu'elle est à ce jour, il est de taille si réduite qu'on ne peut en attendre aucun rôle stabilisateur sur la situation budgétaire globale des secteurs publics de la zone euro (Llau, 1998).

La recherche d'une zone monétaire optimale pour l'euro

La conformité de la zone euro avec le concept de zone monétaire optimale ne pouvait échapper à l'attention. Si ce concept est bien évoqué à divers endroits, il n'est pas approfondi en soi, mais à plusieurs reprises des articles s'interrogent sur les disparités entre pays de la zone, leur évolution et les difficultés ou les incertitudes qu'elles peuvent occasionner (Jaillet et Pfister, 2002 ; Raymond, 2007).

Les critères de convergence constituent un filtre qui assure une compatibilité des situations conjoncturelles dans la zone au moment de l'entrée : prix, intérêts, change. Toutefois, ils n'éliminent pas les écarts de niveau d'endettement public cités précédemment, source d'hétérogénéité des canaux de transmission de la politique monétaire et d'asymétrie des chocs. Quant aux écarts structurels, l'expérience a montré que la plupart s'effaçaient rapidement après une phase de forte croissance dans les pays les plus pauvres, dans la mesure où ceux-ci

bénéficient rapidement des avantages du grand marché intérieur et de la faiblesse de leurs coûts. Cependant, ce rattrapage s'accompagne d'une hausse temporaire des prix qui peut gêner l'admission dans la zone euro et se prolonge parfois au-delà. Il existe aussi d'autres causes durables d'asymétrie des chocs, comme les différences d'ouverture au commerce international. Au total, malgré tout, les disparités à l'intérieur de la zone euro ne paraissent pas excéder, au vu des chiffres, celles que l'on observe entre États aux États-Unis, ensemble de taille et de richesse voisines. Les principales imperfections de l'Europe tiennent à la différence entre les langues et les cadres juridiques, qui morcellent le marché du travail et freinent la mobilité souhaitable de la main-d'œuvre.

La politique monétaire et les crises bancaires et financières

La question de savoir quelles sont les relations possibles entre la politique monétaire et les crises bancaires et financières comporte inévitablement deux aspects : d'une part, la première peut-elle faciliter les secondes par un trop grand libéralisme, ou peut-elle les prévoir et les prévenir ? d'autre part, est-elle apte à soutenir les institutions financières dont l'existence est menacée lorsque la crise éclate ? Sur ces réflexions pèsent le souvenir des écrits de Bagehot et le spectre de la crise de 1929 dont on redoute périodiquement la répétition (Bisciarì et Durré, 2005).

Sur le premier point, les développements parus dans la REF à propos de divers épisodes ont insisté sur le degré d'attention que les banques centrales devraient accorder au prix des actifs immobiliers ou financiers, lorsque des bulles concentrent la hausse des prix sur ceux-ci sans que l'on constate d'augmentation des prix de détail. L'intérêt du second point, identifié dès les premières analyses présentées par la REF (Artus, 1988 ; Aglietta, 1991 ; Bordes, 1991), tient à la contradiction entre les réponses aux deux questions suivantes :

- l'orientation de la politique monétaire doit-elle être assouplie pour atténuer l'impact d'une crise bancaire ? En principe non, sauf si cet événement conduit à réduire la vitesse de circulation de la monnaie et l'inflation anticipée, du fait du ralentissement de la croissance qu'il induit ;

- la banque centrale doit-elle au contraire adopter l'attitude du *benign neglect* ? Pas davantage : les dépôts en banque forment le noyau dur de la réalité monétaire et le support des paiements, ce qui implique que la banque centrale injecte les liquidités nécessaires pour éviter l'arrêt de l'activité économique.

La réconciliation ne peut provenir que de la stérilisation par la banque centrale du produit de ses interventions supplémentaires dans un délai

tel que le choc sur la liquidité de l'économie reste sans répercussion notable sur les prix.

Le sauvetage des institutions d'importance systémique appelle d'ailleurs éventuellement des actions publiques directes comme une garantie de l'État, une *defeasance* ou une nationalisation totale ou partielle, ce qui n'est pas du ressort des banques centrales.

Dans son article de 1991, Bordes examine de façon exhaustive tant le substrat théorique que les circonstances pratiques survenues antérieurement à la publication. Il note - en laissant de côté la thèse du *free banking* - que les banques centrales ne peuvent en réalité se désintéresser des crises bancaires. Non seulement une faillite aurait un coût direct pour les déposants de l'établissement concerné, mais une crise bancaire généralisée, qu'elle se manifeste par l'arrêt des transactions interbancaires ou par la fuite des déposants, aurait un effet récessif tenant à la frilosité des agents économiques (conversion en billets et thésaurisation, épargne de précaution), à la plus grande sélectivité des banques dans l'octroi de crédit et au relèvement des *spreads* et donc des taux d'intérêt.

Les interventions de la banque centrale peuvent entrer en conflit avec l'objectif de stabilité des prix. Friedman note une propension du Système fédéral à tenir compte de la fragilité des banques dans le réglage de la liquidité aux États-Unis. Quand cela est possible, il importe de distinguer entre crise de liquidité et crise de solvabilité car si la seconde n'est pas menacée, la banque centrale pourra plus facilement stériliser après coup les concours supplémentaires qu'elle a octroyés. Bordes évoque l'utilité du guichet de réescompte aux États-Unis, encore qu'en Europe l'ouverture d'appels d'offres *ad hoc* ait récemment constitué une source d'aide aussi efficace. Si une banque est insolvable, les autorités s'efforcent de susciter une reprise, à défaut de quoi l'argent public est le seul recours pour limiter les dégâts, et cela sous diverses formes, incluant une nationalisation temporaire (Suède), la garantie donnée par l'État à une *defeasance* (Japon, Crédit lyonnais)... Les dispositions à prendre dans des cas extrêmes, comme celui du Japon, sont examinées à l'occasion de la présentation du ratio prudentiel Bâle II (de Bandt et Pfister, 2003). La création d'un état de surliquidité de l'économie n'est pas forcément une panacée. C'est une thérapie qui comporte des risques et rencontre des limites.

La crise de 2007-2008 constitue une sorte d'archétype par son intensité, sa brutalité et son universalité. On trouve dans sa chronique toutes les phases habituelles : une bulle immobilière et boursière nourrie par l'expansion du crédit bancaire entretenue par de faibles taux d'intérêt, l'explosion de cette bulle sous l'effet du resserrement rapide de la politique monétaire américaine en 2005, la réaction en

chaîne due à une perte de vigilance sur les risques dans un climat d'innovation financière débridée et à la portée ignorée par les régulateurs et les superviseurs, puis les efforts de restauration de la liquidité par les banques centrales et de soutien des institutions financières en détresse par des fonds publics.

Le substantiel numéro hors-série déjà mentionné qui lui est consacré en 2008 est paradoxalement assez discret sur ses antécédents monétaires. L'objet de cet opuscule est plutôt lié au jeu des techniques de marché : les méfaits de la titrisation, le comportement des acteurs réglementés ou non, les actions de sauvetage. Cet enchaînement diabolique et fatal ne doit pas masquer la dimension monétaire du problème, qui n'est d'ailleurs pas ignorée. Elle est évoquée par des constats qui, en réalité, ouvrent pour les vingt années suivantes de la REF autant de pistes de recherche. On y lit en effet que les banques centrales ont baissé la garde (de Larosière, 2008 ; Chavagneux, 2008 ; Jamet, 2008 ; Marini, 2008), que les liquidités étaient surabondantes (Trichet, 2008). Cet excès est surtout incriminé comme reflétant un déséquilibre entre les taux d'épargne dans les pays émergents et aux États-Unis, ce qui est bien l'une des facettes de la difficulté. Mais peut-être y a-t-il aussi lieu de s'interroger sur la passivité antérieure des autorités monétaires et des observateurs devant la progression des agrégats de monnaie et de crédit qui furent jadis la base des objectifs intermédiaires de la politique monétaire.

45

L'injection de liquidités par les banques centrales apparaît comme une nécessité pour éviter la panique et assurer la continuité de l'offre de crédit (Pollin, 2008). En même temps, les risques de résurgence de l'inflation qui en découlent appelleront un jour une correction qui pourra être brutale. Le dosage du resserrement monétaire ne sera pas une mince affaire et l'incertitude est encore plus grande sur la manière dont se présentera le *policy-mix*, compte tenu de l'énormité de certaines dettes publiques. Ces questions pour les prochaines années restent à poser et préciser.

CONCLUSION

En vingt ans, la REF nous a fait explorer les domaines de la monnaie et de la finance en pleine mutation. Elle nous a rendus témoins du croisement de deux grands courants qui ont marqué l'évolution monétaire durant la deuxième moitié du vingtième siècle. Le premier est la transformation du comportement des banques centrales : des objectifs et des instruments plus simples au service d'une action indépendante pour maintenir la stabilité des prix de détail par le seul contrôle des taux d'intérêt à court terme, sachant que cette apparente

schématisation masque une complexité croissante, pour ne pas dire une relative obscurité, du mécanisme de transmission. Le second est la matérialisation de l'idée de monnaie européenne, qui trouve des racines lointaines et devient soudain l'une des réalisations les plus achevées de la construction européenne. Chacun de ces deux courants a fait l'objet, à un certain stade, dans la REF, d'une brillante synthèse (Flouzat, 1999 ; Trichet, 2007). Leur rencontre enfante l'euro, la BCE et le SEBC.

Le débat monétaire serait-il donc clos ? Pas du tout, même en Europe où se posent, par exemple aujourd'hui avec une acuité nouvelle, les questions du taux de change et du rôle international de l'euro. Mais surtout parce que la REF franchit le cap de ses vingt ans au moment où se rejoignent deux autres courants dont le télescopage cause un tremblement de terre. L'un est l'hyperfinanciarisation de l'économie mondiale : liquidité énorme, gonflement et éclatement de bulles spéculatives, mouvements de capitaux déterminants, innovation financière débridée. L'autre est l'essor spectaculaire de quelques grands pays émergents, BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine), Indonésie, producteurs de pétrole et autres, qui prennent de larges parts de marché, attirent sur leur sol les centres de production, financent la consommation américaine, investissent dans les pays riches en émoi, sauvent des firmes multinationales en difficulté. Cet essor aura empêché les excès de liquidités mondiales de se répercuter sur les prix pendant quelques années, mais il pourrait contribuer à l'inflation à venir. La crise actuelle est aussi une étape dans la modification des rapports de force entre les pays dits occidentaux et les pays émergents les plus dynamiques.

La rencontre de ces deux derniers courants, différents des précédents, crée dans le village mondial une turbulence nouvelle qui est à la fois un risque et une opportunité, qui appelle la recherche d'un nouvel équilibre et de nouveaux modes de régulation prudentielle, mais aussi monétaire. Tout cela ouvre à la REF de nombreuses pistes.

NOTES

1. Voir : *Revue d'économie financière*, hors-série 1992.
2. Voir : *Revue d'économie financière, Dix ans de transition en Europe de l'Est : bilan et perspectives*, hors-série 2001 ; et *Revue d'économie financière, Les systèmes de changes fixes : la zone franc*, 2004, n° 75.
3. « Stabilité » s'applique à la situation des finances publiques, vue comme une contribution à la stabilité des prix, et l'on a ajouté « croissance » pour signifier que ce but n'était pas dommageable à la croissance et même conditionnait la persistance de celle-ci, sans que l'accord comporte de mesure visant directement à la création de richesse.

BIBLIOGRAPHIE

- ABRAHAM J.-P. (1987), « Innovation financière et croissance économique », in *Revue d'économie financière*, n° 2.
- AGLIETTA M. (1989), « Union monétaire et banque centrale », in *Revue d'économie financière*, n° 8/9.
- AGLIETTA M. (1991), « Le risque de système », in *Revue d'économie financière*, n° 18.
- AGLIETTA M. (1992), « Leçons pour la Banque centrale européenne », in *Revue d'économie financière*, n° 22.
- AGLIETTA M. et PATAT J.-P. (1989), « Présentation », in *Revue d'économie financière*, n° 8/9.
- ALLERON M. et BOZZI J. (1989), « Dix ans de SME : bilan économique », in *Revue d'économie financière*, n° 8/9.
- ARTUS P. (1988), « Prix des actifs financiers et équilibre des portefeuilles mondiaux », in *Revue d'économie financière*, n° 5/6.
- ARTUS P. (1992), « Que retenir des thèses contre l'UEM ? », in *Revue d'économie financière*, hors-série 1992.
- AUBIN C. (1998), « Banque centrale et pouvoir politique dans une union monétaire », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- BIOT C. (2002), « Les politiques budgétaires au sein de l'UEM : entre convergence et asymétrie », in *Revue d'économie financière*, n° 69.
- BISCIARI P. et DURRÉ A. (2005), « La bulle Internet, un remake de la bulle de 1929 ? », in *Revue d'économie financière*, n° 81.
- BORDES C. (1991), « Faillites bancaires et politiques monétaires », in *Revue d'économie financière*, n° 19.
- BOURGUINAT H. (1989), « L'Europe du marché unique et l'écu », in *Revue d'économie financière*, n° 8/9.
- CHAVAGNEUX C. (2008), « Quatre pistes pour éviter la prochaine crise financière », in *Revue d'économie financière*, hors-série 2008.
- CHIAPPORI P.-A. (1992), « La rémunération des dépôts à vue », in *Revue d'économie financière*, n° 22.
- CŒURÉ B. (2002), « L'Eurogroupe : bilan et perspectives », in *Revue d'économie financière*, n° 65.
- COTIS J.-P. et al. (1998), « Les stabilisateurs automatiques sont-ils encore efficaces ? Le cas de la France dans les années quatre-vingt-dix », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- COUDERC N. (2005), « Réserves obligatoires : un état des lieux », in *Revue d'économie financière*, n° 78.
- COUDERT V. (1987), « Monnaie et finance en Allemagne fédérale », in *Revue d'économie financière*, n° 3.
- CREEL J. et STERDYNIAK H. (1998), « Du bon usage des politiques monétaire et budgétaire en Europe », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- DE BANDT O. et PFISTER C. (2003), « Politique monétaire, capital bancaire et liquidité des marchés », in *Revue d'économie financière*, n° 73.

- DE GRAUWE P. (1988), « Exchange Rate Variability and the Slowdown in Growth of International Trade », IMF, *Working Paper*, n° 22-05-1987, cité par Thierry Vissol.
- DE LAROSIÈRE J. (2008), « La crise financière actuelle. Pourquoi le système a-t-il déraillé ? Réflexions sur la titrisation », in *Revue d'économie financière*, hors-série 2008.
- DESQUILBET J.-B. et VILLIEU P. (1998), « La théorie du *policy-mix* : un bilan critique », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- EYSSARTIER D. et NAKAMURA J.-L. (1998), « L'impact macroéconomique du processus de convergence vers l'UEM et du Pacte de stabilité et de croissance », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- FLOUZAT D. (1999), « Le concept de banque centrale », in *Revue d'économie financière*, n° 55.
- GARRIGUES J. (1996), « Italie, Espagne : les bons choix récents de partenaires originaux », in *Revue d'économie financière*, n° 36.
- GOODHART C. (1992), « Entretien avec Charles Goodhart », in *Revue d'économie financière*, n° 22.
- GRJEBINE A. (1992), « Dix arguments pour réviser le traité de Maastricht », in *Revue d'économie financière*, hors-série 1992.
- HERRMANN H. (1989), « La coordination monétaire dans le SME vue d'outre-Rhin », in *Revue d'économie financière*, n° 8/9.
- JAILLET P. et PFISTER C. (2002), « Quelques questions sur la conduite d'une politique monétaire unique dans une zone économique et financière en voie d'intégration », in *Revue d'économie financière*, n° 65.
- JAILLET P. et POLLIN J.-P. (1998), « Éditorial », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- JAMET J.-F. (2008), « Quelle peut être la réponse européenne face à la crise financière ? », in *Revue d'économie financière*, hors-série 2008.
- JOCHIMSEN R. (1992), « Entretien », in *Revue d'économie financière*, n° 22.
- JOHNSON C. (1987a), « Royaume-Uni : la politique monétaire et bancaire depuis la victoire de Margaret Thatcher aux élections de juin », in *Revue d'économie financière*, n° 3.
- JOHNSON C. (1987b), « Royaume-Uni : l'après-monétarisme : croissance économique et crédit illimité », in *Revue d'économie financière*, n° 4.
- KESSLER D., LAVIGNE A. et PARDO C. (1990), « Rémunération des dépôts à vue et facturation des services bancaires en Europe », in *Revue d'économie financière*, n° 12/13.
- KÖHLER C. (1988), « L'environnement économique d'une banque centrale européenne », in *Revue d'économie financière*, n° 7.
- KOTZ H.-H. (1987), « RFA : la politique monétaire de la Bundesbank à la croisée des chemins ? », in *Revue d'économie financière*, n° 3.
- LACOUÉ-LABARTHE D. (1987), « Les réserves obligatoires ne sont plus ce qu'elles étaient », commentaire sur l'article de Patat J.-P. intitulé « Du bon usage des réserves obligatoires », in *Revue d'économie financière*, n° 3.
- LÉONARD J. (1990), « Stabilité de change, taux d'intérêt et espace financier unifié », in *Revue d'économie financière*, n° 12/13.
- LEPROUX L. (1989), « Bilan de la coopération européenne sur les taux de change », in *Revue d'économie financière*, n° 8/9.
- LE QUÉRÉ F. (1999), « Les sources de l'internationalisation de l'euro », in *Revue d'économie financière*, n° 52.
- LESOURNE J. (1992), « Entretien avec Jacques Lesourne », in *Revue d'économie financière*, hors-série 1992.
- LLAU P. (1998), « La coordination des dépenses publiques d'allocation et de redistribution face au fédéralisme budgétaire en UEM », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- MARINI P. (2008), « Une crise traditionnelle dans son processus et novatrice dans ses modalités de diffusion », in *Revue d'économie financière*, hors-série 2008.

- MORIN P. et THIBAUT F. (1998), « Performances macroéconomiques françaises et *policy-mix* : quelques interrogations sur les années quatre-vingt-dix », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- MOUTOT P. et JUNG A. (2002), « La politique monétaire européenne : un bilan après trois ans », in *Revue d'économie financière*, n° 65.
- NOYER C. (1992), « À propos du statut et de l'indépendance des banques centrales », in *Revue d'économie financière*, n° 22.
- PASTRÉ O. (1990), « Commentaire », sur l'article de Kessler D., Lavigne A. et Pardo C. intitulé « La rémunération des dépôts à vue et facturation des services bancaires en Europe », in *Revue d'économie financière*, n° 12/13.
- PATAT J.-P. (1987), « Du bon usage des réserves obligatoires », in *Revue d'économie financière*, n° 3.
- PATAT J.-P. (1992), « Quelques remarques sur la question de l'indépendance de la banque centrale », in *Revue d'économie financière*, n° 22.
- PERROT A. (1998), « La politique monétaire française à travers la règle de Taylor », in *Revue d'économie financière*, n° 49.
- PETTIT J.-P. (1992), « Contenu et critères de l'indépendance des banques centrales », in *Revue d'économie financière*, n° 22.
- POLLIN J.-P. (1987), « De l'intégration financière à l'unification monétaire européenne », in *Revue d'économie financière*, n° 2.
- POLLIN J.-P. (1988), « Turbulence financière et crise des politiques monétaires », in *Revue d'économie financière*, n° 5/6.
- POLLIN J.-P. (2002), « Pour une stratégie de cible d'inflation dans la zone euro », in *Revue d'économie financière*, n° 65.
- POLLIN J.-P. (2008), « De la crise financière à la récession : une lecture à la Bernanke », in *Revue d'économie financière*, hors-série 2008.
- RAYMOND R. (1987), « La régulation monétaire par les taux d'intérêt dans les principaux pays : justification et portée », in *Revue d'économie financière*, n° 1.
- RAYMOND R. (1989), « La création d'un marché unifié de capitaux dans la CEE », in *Revue d'économie financière*, n° 8/9.
- RAYMOND R. (2007), « Intégration et divergences : l'Europe devant ses disparités », in *Revue d'économie financière*, n° 88.
- REY J.-J. et PÉRIILLEUX V. (1996), « La politique monétaire du SEBC », in *Revue d'économie financière*, n° 36.
- ROBERT DE MASSY O. et KLEINPETER M.-A. (1992), « Commentaire », sur l'article de Chiappori P.-A. intitulé « La rémunération des dépôts à vue », in *Revue d'économie financière*, n° 22.
- SAINT-ÉTIENNE C. (1999), « Une stratégie européenne de *policy-mix* pour les années 2000 », in *Revue d'économie financière*, n° 55.
- SAINT-ÉTIENNE C. (2005), « Finances publiques européennes : une réforme politiquement acceptable du Pacte de stabilité et de croissance », in *Revue d'économie financière*, n° 79.
- STRAUSS-KAHN D. (1998), « Le conseil de l'euro : un forum pour la coordination des politiques économiques », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- TRICHET J.-C. (1998), « L'équilibre du *policy-mix* de l'UEM : une condition essentielle de réussite pour la politique monétaire unique », in *Revue d'économie financière*, n° 45.
- TRICHET J.-C. (2007), « L'Union monétaire en Europe : de Bretton Woods à nos jours », in *Revue d'économie financière*, n° 88.
- TRICHET J.-C. (2008), « Réflexions sur les turbulences récentes sur les marchés de capitaux mondiaux », in *Revue d'économie financière*, hors-série 2008.
- TRIFFIN R. (1987), « Une banque monétaire européenne dotée de fonctions de banque centrale », in *Revue d'économie financière*, n° 2.

ULLMO Y. (1987), « Innovations financières, agrégats monétaires, politique monétaire », in *Revue d'économie financière*, n° 2.

VISSOL T. (1989), « Le SME : socle de l'Union économique et monétaire », in *Revue d'économie financière*, n° 8/9.

WALRAFEN T. (1992), « Allemagne : la banque fédérale face à l'UEM », in *Revue d'économie financière*, hors-série 1992.

WYPLOSZ C. (2003), « Le Pacte de stabilité atteint ses limites », in *Revue d'économie financière*, n° 71.