



EU ÉGARD À L'EURO, PAR QUELS ÉLÉMENTS POSITIFS ET NÉGATIFS LES DERNIÈRES ANNÉES ONT-ELLES ÉTÉ MARQUÉES ?

ALEXANDRE LAMFALUSSY *

La réunion de demain sera consacrée à un échange de vues sur le rôle international de l'euro. Ce soir, je vous propose de prendre un peu de recul et de prendre le risque de nous pencher sur une question beaucoup plus vaste, à savoir : eu égard à l'euro, par quels éléments positifs et négatifs les dernières années ont-elles été marquées ?

Dans un peu plus d'un mois, la mise en circulation des espèces en euros montrera à des millions de personnes, en Europe et ailleurs, que la monnaie unique existe réellement. Il importe de se souvenir que l'euro est devenu une réalité le 1^{er} janvier 1999. On peut même considérer que le processus préparatoire de l'organisation de l'UEM et la constitution de la Banque centrale européenne (ce processus, lancé en 1992 après la signature du Traité de Maastricht, a atteint sa pleine dynamique début 1994) avaient déjà commencé à exercer une influence notable sur l'économie européenne avant janvier 1999.

Permettez-moi de commencer par rappeler à votre souvenir des dates et événements déterminants :

- les mouvements de capitaux intra-européens ont été totalement déréglementés en 1992-1993 ;
- au cours de cette période, le Comité des Gouverneurs de la Banque centrale des États membres de la Communauté européenne, la Commission européenne et le Conseil des Ministres des Finances ont entrepris leurs travaux préparatoires ;
- les crises monétaires de 1992-1993 menacent de renverser le Mécanisme de taux de change européen (ERM) en entraînant l'échec des plans UEM, danger qui ne se concrétisera pas. Ces crises seront

* Professeur à l'Université catholique de Louvain. Intervention d'Alexandre Lamfalussy à l'occasion du dîner organisé par l'Euro 50 group à Washington le 29 novembre 2001.



cependant un puissant rappel des répercussions néfastes potentielles des importantes disparités de taux de change sur les affaires intra-européennes, apportant ainsi de l'eau au moulin de ceux d'entre nous pour qui la mise en œuvre totale du marché unique exigeait la disparition des incertitudes relatives aux taux de change, l'une des principales barrières ne relevant pas des tarifs douaniers ;

- l'Institut monétaire européen (IME), qui a remplacé le Comité des Gouverneurs de Banque centrale au début de 1999, est chargé de constituer « clef en main » une Banque centrale européenne, prête à fonctionner le 1^{er} janvier 1999 au plus tard ;

- parallèlement, l'IME et la Commission européenne commencent à surveiller la conformité des États membres aux critères de convergence (définis par le Traité de Maastricht), qui constituaient la base sur laquelle les États membres seraient jugés aptes à entrer dans l'UEM ;

- l'année 1995 est le théâtre d'une avancée majeure avec l'accord sur le « scénario de transition », qui établit la chronologie de l'introduction de l'euro. Le choix des dates - et des événements associés à chacune d'entre elles - a induit une évolution notable dans le comportement des acteurs du marché, qui ont entrepris d'augmenter les chances de concrétisation de l'UEM ;

2

- le processus de convergence lui-même a connu une accélération lorsque les gouvernements des États membres ont compris qu'il ne restait plus que deux ans pour satisfaire aux critères de convergence ;

- le 3 mai 1998, le Conseil de l'Europe a statué qu'onze pays avaient satisfait aux conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique le 1^{er} janvier 1999. Le même jour, un accord était atteint quant aux taux centraux « ERM » qui établiraient les parités fixes et irrévocables des onze monnaies, entre elles et vis-à-vis de l'euro, à compter du dernier jour de 1998 ;

- cette parité fixe est effectivement intervenue à la date annoncée. L'euro est ainsi devenu la monnaie de l'UEM, les monnaies nationales temporairement subsistantes devenant ses composantes non décimales. Début 1999, la BCE a commencé à appliquer sa politique de monnaie unique en utilisant immédiatement l'euro. Sans y être contraint par un décret, le marché interbancaire est passé à l'euro pour d'évidentes raisons pratiques. Tous les gouvernements des États membres ont entrepris de formuler les nouvelles dettes en titres exprimés en euros ; les dettes en souffrance ont été converties en euros et les places boursières sont passées à la cotation en euros ;

- la dernière étape est à présent toute proche. Les pièces et billets nationaux vont être remplacés par des euros, tous les comptes en banque seront convertis en euros et les monnaies nationales cesseront d'avoir cours.



EU ÉGARD À L'EURO, PAR QUELS ÉLÉMENTS POSITIFS OU NÉGATIFS
LES DERNIÈRES ANNÉES ONT-ELLES ÉTÉ MARQUÉES ?

Après cet historique très succinct, permettez-moi d'aborder l'exercice plus périlleux annoncé au début de mon intervention.

1. Le processus conduisant à l'UEM a joué un rôle déterminant dans l'orientation des politiques des gouvernements des États membres candidats et des Banques centrales.

En effet, les pays concernés ont été contraints d'observer des critères de convergence, fort décriés comme étant grossiers ou reposant sur des bases douteuses (pourquoi 3 % du PIB en tant que déficit maximum du secteur public, ou pire encore : pourquoi 60 % du PIB comme tolérance maximale d'endettement de ce secteur ?), mais qui se sont révélés éminemment efficaces au vu des résultats obtenus.

Deux considérations s'imposent. En premier lieu, la pression exercée pour la mise en conformité, quoique très puissante, n'était pas la seule force orientant les politiques dans la bonne direction. Examinons par exemple la spectaculaire baisse convergente des taux d'inflation : la reconnaissance de l'inefficacité du compromis inflation/chômage (expérience des crises pétrolières) a, au cours des années 1980, donné naissance à un consensus selon lequel la lutte contre l'inflation devait devenir un objectif politique majeur. Les politiques monétaires « restrictives » sont devenues respectables et ont déclenché le processus de la baisse convergente des taux d'inflation bien avant 1994. Ceci étant, je ne pense pas que ce processus pouvait aller aussi loin, et aussi vite, pour tous les États membres de l'UEM, sans la contrainte que les critères de convergence imposaient à leurs politiques.

Deuxièmement, tout en réduisant les déficits du secteur public, beaucoup trop élevés, et en endiguant une montée des taux d'endettement qui semblait inexorable, les politiques adoptées par la plupart des gouvernements ne faisaient pas appel à des outils appropriés, avec pour conséquence des taux d'imposition et une part du secteur public dans le PIB intolérables. Il n'en reste pas moins qu'en examinant les niveaux de déficit et d'endettement pendant la première moitié de la décennie 1990, force est de constater que ces valeurs exigeaient un traitement prioritaire.

2. Les taux de change fixes et le passage à la monnaie unique ont été un succès retentissant ; je me pense autorisé à formuler une telle affirmation puisque cette constatation est postérieure de dix-huit mois à la fin de mon mandat de président de l'IME.

Voyons en premier lieu la parité des taux de change. Prenez un peu de recul et rappelez-vous l'état d'esprit des nombreux détracteurs de l'aventure de l'UEM, dont un grand nombre appartenait à ce pays, en 1997 par exemple. À cette époque, la plupart des critiques admettaient à contrecœur que les gouvernements européens, les Banques centrales et la Commission n'entendaient pas reconsidérer leur effort vis-à-vis du



rendez-vous fixé pour la fin 1998, ceci même si ces instances étaient considérées inconséquentes à ce sujet. Selon elles, les acteurs du marché disposeraient, en tout état de cause, de nombreuses opportunités pour faire capoter tout le processus, à commencer par les mois à courir jusqu'au printemps 1998, moment choisi pour la sélection des États membres. L'incertitude quant aux pays qui seraient jugés aptes à se joindre à l'UEM était susceptible d'engendrer, sur le marché des changes, des désordres comparables à ceux de 1992/1993, mais d'une ampleur et d'une nature propres à forcer les politiques à différer le processus dans une certaine mesure, voire à le suspendre. D'autre part, entre la publication des taux fixes et leur mise en œuvre (de mai 1998 au 31 décembre de la même année), les doutes quant à la validité du choix des pays et aux risques de chocs externes pouvaient entraîner des conséquences identiques à celles envisagées pour la première période. Enfin, après la mise en œuvre des taux fixes, les marchés chercheraient rapidement à tester la réalité de leur « irrévocabilité ». Finalement, rien de tout cela ne s'est produit, ce qui est d'autant plus remarquable que la deuxième phase coïncidait avec la crise de 1998 déclenchée par la défaillance de la Russie, doublée de la débâcle de LTCM. La troisième phase, qui n'est pas achevée, dure néanmoins depuis près de trois années sans rencontrer de tentatives de test.

4

Le début des opérations de politique monétaire engagées par le Système européen des Banques centrales (SEBC) constitue la deuxième réussite. J'ai déjà dit, il y a une dizaine de minutes, que l'IME avait reçu mandat d'entreprendre un type d'investissement entièrement nouveau sous la forme d'un projet « clefs en main » impliquant la constitution d'une nouvelle Banque centrale. En dépit de son bien-fondé, ce mandat de création institutionnelle était clairement défini sous un aspect important. En effet, la BCE devait certes être créée *ex nihilo* aussi bien matériellement qu'institutionnellement, mais l'établissement du Système européen des Banques centrales, dont la BCE constituait le noyau, revenait à opter pour la fusion partielle des quinze Banques centrales potentiellement concernées. Il s'agissait de Banques centrales travaillant dans des pays éminemment avancés en termes financiers et se réclamant d'une longue histoire. La fusion impliquait le choix d'une stratégie de politique monétaire et la sélection d'outils et techniques efficaces dans ce domaine, ce qui exigeait de définir un accord admissible quant à ce que nous entendons par la pluralité des cumuls monétaires, l'établissement d'interconnexions fiables entre les systèmes de paiement nationaux, qui étaient auparavant harmonisés, et de nombreux autres points.

Comme on pouvait s'y attendre, chacune des Banques centrales pensait posséder le meilleur système et ne voyait aucune raison impé-



rieuse de l'abandonner. N'oubliez pas que pour la quasi-totalité des choix de construction institutionnelle de cet ordre, le Conseil de l'IME était censé parvenir à des décisions unanimes. De plus, la combinaison des dispositions du Traité et des expédients politiques imposait une construction dans laquelle les décisions de politique monétaire dûment centralisées devaient être principalement mises en œuvre par les Banques centrales nationales. *A priori*, un tel système ne semblait pas facile à gérer.

Pourtant, contre toute attente, la fusion a réussi son test de fonctionnement au cours des premières semaines de janvier 1999. Le processus de fusion était certes favorisé par une sorte de convergence spontanée, entreprise pendant la décennie 1980, entre les Banques centrales européennes quant à certains des principes et techniques de fonctionnement déterminants tels que, par exemple, les opérations du marché au sens large ainsi que le recours aux rachats d'obligations et aux rachats inverses en particulier. Ceci était cependant loin de suffire au succès sans l'engagement total et la capacité novatrice des professionnels des Banques centrales concernées, auxquels on peut, sans risque d'erreur, ajouter le dynamisme et l'enthousiasme de tous ceux qui, jeunes ou vieux, appréhendaient la participation à cette entreprise sans précédent comme un privilège et un défi à relever.

3. Bien que la plupart d'entre vous ne contrediraient probablement pas ce que j'ai dit jusqu'ici (je me suis, après tout, contenté de décrire les faits), je m'attends à certains désaccords, ou au moins à des questions, en ce qui concerne les développements plus récents. Je vous propose d'évoquer trois questions : le principe selon lequel *one size does not fit all*, les doutes quant à la crédibilité de la BCE et les questions relatives à la pertinence de la poursuite de sa stratégie monétaire des « deux piliers ».

Permettez-moi de résumer ma position sur le premier point : je ne nie pas que les pays de la zone euro soient différents les uns des autres sous de nombreux aspects ; en revanche, je crois que ni l'ampleur, ni la nature, de ces différences ne sont susceptibles de nuire à la pertinence et à la faisabilité de la politique de la monnaie unique. Deux exemples. Pour le Portugal, la perspective de l'association à l'UEM, suivie de sa concrétisation, ont induit une baisse radicale des taux d'intérêts (un véritable choc) qui s'est traduite par un puissant boom national sur les investissements dans le logement et les produits durables. Aucune politique monétaire ne permettait de contrer les effets inflationnistes des goulots d'étranglement et des pénuries de main-d'œuvre, mais le Portugal pouvait resserrer sa politique fiscale. Lorsque l'Irlande s'est jointe à l'UEM, son économie était en plein essor depuis plusieurs années. Comme on pouvait s'y attendre, cette croissance a continué mais,



encore une fois, une politique fiscale existait. De plus, l'Irlande était destinataire d'importants transferts émanant du budget communautaire. La récente crise mondiale qui a frappé les secteurs des technologies de l'information et des communications a, pour l'heure, mis fin à l'exception irlandaise. De fait, les exceptions ne sont pas nécessairement appelées à être durables et, d'autre part, certains outils de politique monétaire permettent de gérer les exceptions. Ma dernière remarque portera sur les éventualités de disparité dans l'exploitation de ces outils.

On entend fréquemment dire que la BCE est affectée d'un double problème de crédibilité, qui déforme ses jugements sur ce que devrait être la position sur la politique monétaire. En premier lieu, la BCE doit convaincre les marchés qu'elle agit conformément à son mandat principal : maintenir la stabilité des prix. Pour y parvenir, et en cas de doute, elle favorisera toujours une politique monétaire stricte. En second lieu, elle doit prouver aux marchés l'authenticité de son indépendance, particulièrement vis-à-vis des ingérences gouvernementales. Or, sachant que les gouvernements sont généralement favorables à la déréglementation monétaire, elle pourrait être amenée à marquer son opposition. Je n'ai jamais compris ces arguments, qui ignorent tout simplement le fait que les Banques centrales à présent intégrées à l'eurosystème ont mené, avant 1999, des politiques résolument anti-inflationnistes couronnées de succès et que, dans le cadre de ces actions, se sont fréquemment trouvées en conflit avec leurs gouvernements respectifs, presque sans exception à leur avantage. Si ces Banques centrales ont réussi de la sorte en agissant individuellement, pourquoi obtiendraient-elles soudain moins de succès une fois réunies et soutenues par un Traité extraordinairement clair quant à leur mandat et leur indépendance ?

Vous n'êtes pas sans savoir qu'en termes de politique monétaire, la stratégie de la BCE repose sur deux piliers : le parti pris d'un taux de croissance explicite de M_3 comme valeur de référence et non comme objectif officiel et l'examen d'un faisceau de faits et de chiffres, autres que les cumuls monétaires, susceptible de signaler par anticipation les évolutions ultérieures des prix. Cette stratégie n'est prise ni des analystes, ni des acteurs du marché. Selon les détracteurs, elle manque de clarté et permet à la BCE de passer d'une option à l'autre. Plus important : cette stratégie ne permet pas au Comité directeur de la BCE de produire des réponses totalement prévisibles au flot d'informations rendues publiques, ce qui est indéniable. Je ne comprends cependant pas comment il est aujourd'hui possible de croire que dans le monde actuel, des modèles robustes puissent permettre de synthétiser avec fiabilité les meilleures informations à notre disposition quant aux interactions complexes au sein de notre économie mondiale. Il est inutile d'évoquer le 11 septembre ; il suffit de se souvenir des événements de l'automne



EU ÉGARD À L'EURO, PAR QUELS ÉLÉMENTS POSITIFS OU NÉGATIFS
LES DERNIÈRES ANNÉES ONT-ELLES ÉTÉ MARQUÉES ?

1998 ou, plus récemment, du violent effondrement des investissements engagés dans les technologies de l'information et des communications, sans parler des nouveaux canaux de transmission des impulsions économiques d'une région du monde à une autre. Les jugements *ad hoc* ne peuvent ni ne doivent être écartés. Si elles promettaient des réponses clairement prévisibles à des événements observables, les instances monétaires feraient preuve, au mieux, de naïveté et au pire de malhonnêteté intellectuelle. Bien sûr, je reconnais que cette stratégie à deux bases impose à la BCE le devoir d'expliquer clairement les motivations de ses actions ; la banque s'est d'ailleurs comportée plutôt honorablement dans cet exercice de transparence. Je recommande aux sceptiques la lecture du Bulletin mensuel de la BCE, curieusement délaissé des médias.

4. L'influence stimulante de l'euro sur le développement du marché unique des biens, services et capitaux - qui était après tout l'une des principales raisons de sa mise en place - est une question intéressante.

Il faudra plusieurs années avant de disposer d'indicateurs statistiques fiables couvrant une durée suffisamment étendue pour apporter une réponse, aussi provisoire soit-elle, à cette vaste question. Voici cependant mes prévisions personnelles, fondées sur des éléments anecdotiques.

La certitude des taux de change existant depuis le début 1999 a notablement contribué à la refonte des stratégies institutionnelles dans la zone euro tout entière. Les investissements sont à présent décidés au vu des coûts réels et de la transparence des prix. Le résultat est que l'évaluation des fondements sur le long terme, tels que les infrastructures appropriées, la disponibilité de la main-d'œuvre qualifiée, le degré d'éducation, la connaissance des technologies de l'information, les bonnes relations de travail, la fiabilité de l'administration publique, la qualité des relations commerciales..., n'est plus déformée par le risque particulièrement réel de mauvais alignement des taux de change. Je pense qu'à mesure que le cycle se déroule, cette situation améliorera les affectations d'investissement dans la région et, de même, stimulera une concurrence constructive entre les pays afin d'améliorer leurs propres fondements.

Dans certains des principaux secteurs de services, la concurrence a augmenté. Les investissements, reprises et fusions transfrontaliers lancés par des grands magasins et des détaillants de toutes catégories se traduisent par une amélioration du service et une concurrence acharnée sur les prix. Les télécommunications sont également touchées par ce phénomène puisque les clients, tant commerciaux que privés, voient les prix baisser sans relâche alors que la couverture des services s'étend. Il s'agit là de l'un des rares domaines dans lesquels l'Europe est peut-être nettement en avance sur les États-Unis.



Les services financiers sont particulièrement agités. Bien que la grande majorité des fusions et regroupements du secteur bancaire ait jusqu'à présent eu lieu à l'intérieur des frontières nationales, je suis certain qu'il ne s'agit là que du point de départ d'initiatives transfrontalières à grande échelle. Les banques grand public seront peut-être plus lentes en raison de l'inertie des consommateurs, mais les activités telles que la gestion de biens et les services bancaires d'investissement sont en passe de franchir les frontières, quand ils ne l'ont pas déjà fait !

L'avènement de l'euro n'a pas été sans répercussions sur certaines activités du marché financier. Le marché inter-banques non garanti a réellement été unifié, tandis que celui des rachats d'obligations tend à traîner. Le marché des obligations d'État secondaires en euros croît, aussi bien en profondeur qu'en liquidités et en transparence, principalement grâce aux systèmes de transactions électroniques. Après quelques tentatives de regroupement infructueuses et la réussite d'une importante fusion intervenue il y a quelque temps, la consolidation des marchés boursiers semblait s'être arrêtée, mais ce processus a très récemment repris.

Aucun de ces développements favorables ne peut cependant cacher un élément macroéconomique indiscutable : l'Europe n'a pas été, pour l'heure, le théâtre d'une croissance de productivité de la main-d'œuvre et des capitaux comparable à ce qu'ont connu les États-Unis pendant la seconde moitié de la décennie 1990. En d'autres termes, le taux de progression du potentiel de croissance européen a commencé à prendre du retard sur les États-Unis au cours de la seconde moitié des années 1990. Bien que l'introduction de la monnaie unique soit susceptible d'apporter un palliatif à cette situation, une politique monétaire, aussi judicieuse soit-elle, est impuissante en la matière.

5. Ces considérations m'amènent à ma dernière remarque. Le sigle UEM signifie « Union économique et monétaire ». Tout ce que je viens de dire repose sur le fait que le volet monétaire de cette union a plutôt bien fonctionné jusqu'à présent, comportement que je pense voir perdurer. La structure institutionnelle est robuste et gérée par des professionnels éminemment qualifiés.

À l'instar de tout décideur, les cadres des Banques centrales européennes peuvent commettre des erreurs, mais ils savent également apprendre. Contrairement à certaines opinions, ils sont particulièrement aptes à orienter leur politique dans une période confuse et à traverser l'incertitude qui prévaut actuellement.

Ma principale préoccupation concerne le volet économique de l'UEM, qui est confronté à au moins trois défis. Premièrement, gérer les mécanismes de transfert à l'intérieur de l'Union : je ne suis pas particulièrement inquiet en ce qui concerne les problèmes actuels dans ce domaine,



EU ÉGARD À L'EURO, PAR QUELS ÉLÉMENTS POSITIFS OU NÉGATIFS
LES DERNIÈRES ANNÉES ONT-ELLES ÉTÉ MARQUÉES ?

qui peuvent être gérés, mais, comme tout analyste des phénomènes monétaires le sait, des situations impossibles à gérer sans une politique de transfert intra-zone relativement souple peuvent se présenter. Deuxièmement, ni la position fiscale de l'UEM, ni celle de chacun des membres ne peuvent être confiées à la direction exclusive d'un système prédéterminé fondé sur la réglementation. Tout système de cette nature peut fournir une structure utile mais, dans le type d'environnement mondial qui est le nôtre, ledit système doit être maîtrisé. Dernier point, et non des moindres, l'Europe a grand besoin de politiques réformistes plus imaginatives et courageuses dans le domaine de la fourniture afin d'améliorer le taux de progression de son potentiel de croissance. Une grande partie de ces orientations peut être confiée aux initiatives nationales (une mesure de concurrence entre les pays peut se révéler saine à cet égard), mais nous ne parviendrons pas à exploiter pleinement le marché unique sans une action commune et concertée. J'ai récemment pris conscience de ces éléments, alors que je travaillais au processus de réglementation des marchés de valeurs mobilières.

L'organisation actuelle du volet économique ne me semble pas capable de relever ces défis. Je ne plaide pas pour un gouvernement européen, mais un vaste éventail de possibilités existe certainement entre cette option et les accords de coopération actuels, qui peuvent être considérés au mieux comme lents et excessivement compliqués et au pire comme fondamentalement inefficaces.

Pour conclure, je vous prie de considérer mon intervention comme un compte rendu d'avancement d'un projet en cours. Les progrès sont certes indéniables, mais la tâche n'est pas achevée. Je suis convaincu qu'elle le sera graduellement, une étape conduisant à la suivante sous la pression des circonstances, comme pour l'établissement du volet monétaire de l'UEM.

