

L'INTEGRATION MONETAIRE EUROPEENNE ET LA SUISSE

L'histoire de l'intégration monétaire européenne peut s'analyser en trois grandes étapes. Au début des années soixantes-dix, des considérations purement monétaires prévalent à la mise en oeuvre du "serpent", zone de stabilité dans un environnement perturbé. En 1978, la mise sur pied du Système Monétaire Européen (SME) répond à des considérations beaucoup plus politiques et les gouvernements imposent leurs vues aux banques centrales, jalouses de leur autonomie retrouvée grâce au flottement. Actuellement, l'élément monétaire constitue à nouveau le point central de la future Union européenne que veut instituer le Traité de Maastricht au risque d'en diminuer singulièrement la dimension.

Après quatorze années de fonctionnement, le SME a largement dépassé ses objectifs: il a permis une intégration monétaire européenne de plus en plus large et de plus en plus intense au prix de nettes contraintes sur les politiques monétaires nationales. Il a inspiré des produits dérivés qui connaissent le plus vif succès dans la sphère financière (I). Depuis ces dernières années, cette intégration s'accélère et les dispositions du Traité de Maastricht devraient conduire à une Union économique et monétaire avant le prochain millénaire. L'enjeu ne va pas sans susciter d'énormes controverses et il interpelle vivement notre pays (II).

1. La dynamique de l'intégration monétaire européenne

En décembre 1969, le Sommet européen de La Haye développa pour la première fois la notion d'une Union économique et monétaire, à la suite des premiers craquements survenus dans le système des taux de change fixes. Les banques centrales concernées conclurent un accord de soutien monétaire par le biais de crédits à court terme, puis à moyen terme supposant une coordination des politiques économiques.

A la suite de la suppression de la convertibilité-or du dollar, le 15 août 1971, les principaux pays industrialisés établirent un système de changes flexibles où chacune des monnaies pouvait varier de plus ou moins 2,25 % de part et d'autre de la nouvelle parité du dollar (accord du Smithsonian Institute). Au sein de la Communauté européenne (CE), les monnaies de deux membres pouvaient ainsi varier de 9 %, ce qui était considéré comme intolérable¹. Aussi l'idée que l'écart entre les cours de deux devises communautaires ne devait également pas dépasser 2,25% s'imposa-t-elle: le "serpent" était né (avril 1972). Dès 1973, les marges de fluctuation par rapport à la devise américaine s'avèrent impossibles à respecter et le serpent sortit du tunnel. Le flottement généralisé fut institutionnalisé par les accords de la Jamaïque en 1976 et cette même année, le franc français, la livre sterling et la lire quittèrent le serpent qui se réduisit à un groupe de devises rattachées au mark. Toutefois, l'interdépendance des économies européennes rendait nécessaire un renouveau de

¹ On notera en la matière que la tolérance a fait d'étranges progrès si l'on songe aux variations de plus de 20% enregistrées en une seule année par plusieurs grandes monnaies depuis dix ans.



stabilité monétaire dans la zone grâce à un système plus souple et qui tire les leçons des expériences passées. Le SME, conçu en décembre 1978, voulait répondre à cette ambition.

Le SME, entré en vigueur le 13 mars 1979, a subi dès ses débuts un nombre important d'ajustements au point que quatre ans après sa mise en oeuvre et sept réalignements, la stabilité qu'il était censé promouvoir restait à démontrer. Toutefois, les principaux mécanismes qui ont permis son succès étaient en place dès l'origine; ils ont pu jouer à plein dès qu'une convergence suffisante s'est faite jour et que son champ d'influence s'est progressivement étendu (I). Les contraintes du SME sur les politiques monétaires se sont alourdies au fur et à mesure de son approfondissement au point de provoquer des situations paradoxales ces dernières années (II). En dépit de ces difficultés, il a constitué un pôle européen d'attraction vis-à-vis des pays tiers (III) et a favorisé l'émergence de l'écu privé dont le succès a été remarquable (IV).

1.1. L'évolution du SME

1.1.1. Principes de fonctionnement

Le SME reflète le compromis entre les partisans de la fixation d'une simple grille de parités entre les monnaies participantes et les tenants de la création d'une monnaie commune.

L'élément central du système repose sur l'écu. Il représente l'élément de référence théorique du système et est constitué par la somme de montants déterminés des différentes monnaies² dont la révision est possible tous les cinq ans³. Sa valeur est égale au total de tous les montants des monnaies qui le composent. Elle varie ainsi tous les jours et est calculée par la Commission de la CE. Par ailleurs, chaque monnaie a un certain poids dans l'écu qui résulte de sa valeur et de sa quantité. Ce poids change ainsi à tout instant en principe. Le mark représente environ 30%, le franc français 19% et la drachme 0,70%. Dans la pratique, le poids représente la part du PIB et des échanges des pays concernés dans la Communauté. L'ensemble des monnaies du système est rattaché à l'écu par un cours-pivot⁴ qui exprime la valeur de référence de l'écu dans la monnaie concernée. La décision de modifier un ou plusieurs cours-pivots incombe à l'ensemble des pays concernés et à la Commission. Ces réajustements, très fréquents au début, se sont progressivement raréfiés au fur et à mesure de l'approfondissement du système.

Si toutes les monnaies des pays membres de la Communauté sont membres du SME, toutes ne participent pas nécessairement au mécanisme de change, bien qu'à l'heure actuelle seule la drachme en reste exclue. Le mécanisme de change repose sur l'établissement d'une grille

²Les quantités actuelles sont les suivantes:

| | |
|-------------------------|---------------------------|
| 0,6242 mark allemand | 0,008552 livre irlandaise |
| 1,332 franc français | 6,885 pesetas |
| 0,2198 florin | 0,08784 livre sterling |
| 151,8 liras | 1,393 escudo |
| 3,431 francs belges | 1,44 drachme |
| 0,1976 couronne danoise | |

³La première révision a eu lieu en septembre 1984 (introduction de la drachme), la deuxième en juin 1989 (entrées de la peseta et de l'escudo). On prévoit par ailleurs un gel de la composition en 1994.

⁴Actuellement, les cours-pivot sont les suivants: 1 écu = 2,05586 DEM; 6,89509 FRF; 2,31643 NLG; 1'538,24 ITL; 42,4032 BEF; 7,84195 DKK; 0,767417 IEP; 133,631 ESB; 0,696904 GBP; 178,735 PTE; 205,311 GRD.

de parités entre les différentes monnaies sur une base bilatérale à partir des cours-pivots respectifs en écus et de la marge spécifiquement autorisée. Les monnaies peuvent varier de plus ou moins 2,25% autour de ce cours-pivot bilatéral. Ainsi le mark à Paris ne saurait valoir moins de 3,2792 francs (cours plancher) et plus de 3,4305 francs (cours plafond). Quelques monnaies peuvent varier de plus ou moins 6%. Dès qu'un cours limite est atteint, il doit être défendu par tous les moyens possibles sauf à provoquer un réaligement. Pour savoir à qui incombe la charge des mesures à prendre (interventions sur les marchés de change ou modification de la politique monétaire interne), un indicateur de divergence est calculé en permanence. Dès qu'une monnaie s'éloigne de plus de 75% de son cours-pivot vis-à-vis de l'écu, elle est considérée comme divergente et la charge des interventions incombe à ses autorités. Ce mécanisme subtil n'a en fait pas fonctionné dans la pratique ses dernières années comme on le verra infra.

Une dernière remarque s'impose quant à la création d'écus et au rôle du Fonds Européen de Coopération Monétaire (FECOM). Les banques centrales du SME déposent, sous forme de swaps à trois mois renouvelables, 20% de leurs réserves en or et en dollars auprès du FECOM et reçoivent en contrepartie des écus. Les banques centrales d'Etats non membres peuvent également détenir des écus (statut de tiers détenteur) mais leurs crédits seront inscrits dans les livres d'une autre banque centrale et il n'y a pas de nouvelle création d'écus de la part du FECOM.

1.1.2. L'extension des mécanismes de financement des interventions

Le mécanisme de change comprenait à l'origine deux types d'interventions:

- les interventions à la limite qui supposent une intervention conjointe des deux banques centrales concernées dès qu'une monnaie s'écarte de 2,25 % (ou 6% le cas échéant) de son cours-pivot. Dans la pratique, dès que le cours plancher d'une monnaie vis-à-vis d'une autre est atteint, la banque centrale intervient pour des montants illimités et sans souci de contrepartie. L'institut d'émission dont la devise est corrélativement au plafond peut se voir également obligé d'intervenir sans limitation. Toutes ces interventions se font en monnaies de pays participant, généralement dans celles en opposition.
- les interventions diversifiées, qui sont possibles dès qu'une monnaie franchit son seuil de divergence par rapport à l'écu. Les devises d'intervention sont libres mais la charge de l'action incombe à la banque centrale dont la monnaie diverge. Ce mécanisme séduisant qui vise à contraindre les autorités monétaires à agir pour faire cesser la divergence a singulièrement perdu de son efficacité compte tenu du caractère facultatif des procédures.

Ces deux types d'interventions, prévus dès la mise en place du système sont assortis de différents mécanismes de crédit: le soutien monétaire à court terme, libellé en écus ou en monnaies nationales et le concours financier à moyen terme, débloqué sur décision du Conseil pour une durée de deux à cinq ans, libellé en écus et soumis à plafond.

En septembre 1987, les accords de Bâle-Nyborg ont étendu l'usage du financement à très court terme, peu utilisé jusqu'alors, à des interventions d'un troisième type qui n'étaient pas formalisées dans le système auparavant: les interventions intramarginales. Par ces dernières (de très loin les plus nombreuses) les banques centrales cherchent à influencer le cours d'une monnaie bien avant qu'elle n'ait épuisé sa marge de fluctuation. En agissant dès les premiers

signes de déséquilibre, les autorités monétaires essaient d'empêcher la naissance d'anticipations spéculatives au réalignement qui ne manquent pas de naître dès qu'un certain seuil est franchi. Ces pratiques ne sont théoriquement possibles qu'en cas d'accord de la banque centrale émettrice de la monnaie d'intervention et elles sont dans tous les cas soumises à un plafond⁵. Le financement à très court terme prend la forme d'achats et de ventes de monnaies communautaires au comptant contre débits ou crédits de comptes libellés en écus auprès du FECOM. Dans la pratique, ce dispositif est rarement utilisé (voir infra).

En plus du développement des mécanismes de financement, un mécanisme de mobilisation a été mis en place en 1985 pour convertir les écus qu'une banque centrale détient sur le FECOM en devises négociables⁶.

1.1.3. Les élargissements successifs du SME

En 1979, le système englobait 8 monnaies: le deutschmark, le franc français, la lire, le franc belge et luxembourgeois, le florin, la livre irlandaise, la couronne danoise et la livre britannique. A l'exception de cette dernière qui flottait, toutes ces devises faisaient partie du mécanisme de change. Jusqu'en 1985, le nombre de participants est resté inchangé, puis il s'est accru régulièrement en liaison avec les élargissements de la Communauté et le succès grandissant du système. Il convient de rappeler les entrées successives dans le SME et surtout celles dans le mécanisme de change.

La Grèce, entrée dans la Communauté au début de 1981, n'a rejoint le SME qu'en juillet 1985. Toutefois, lors de la première révision du panier formant l'écu en septembre 1984, la drachme avait été incorporée. Il s'est écoulé ainsi plus de quatre ans entre l'adhésion et l'entrée dans le premier cercle de liens du SME. Le calendrier a été plus serré concernant l'Espagne et le Portugal, qui ont adhéré à la CE en 1986. Dès mars 1987 la Banque d'Espagne rejoignait le système, suivie par la Banque du Portugal en novembre de la même année.

Bien plus significatifs ont été les rattachements au mécanisme de change qui impliquent une contrainte forte sur la conduite de la politique économique. Entre juin 1989 et nos jours, quatre modifications sont intervenues dans le sens d'un élargissement ou d'un approfondissement du système. La diversité des scénarios démontre qu'une certaine marge de manoeuvre demeure sur les modalités et le calendrier.

La peseta a adhéré au mécanisme de change le 19 juin 1989 avec une marge de fluctuation de plus ou moins 6% autour de son cours-pivot. Il faut noter que cette adhésion s'est

⁵La nécessité de demander l'autorisation à la banque centrale concernée peut facilement être contournée si un financement à très court terme n'y est pas lié. Supposons en effet qu'une banque centrale veuille limiter la progression du mark contre sa monnaie: elle vendra du mark mais pourra camoufler cette action en vendant postérieurement dans le marché des dollars contre marks ou des écus (privés) contre marks. Le résultat net de l'opération ne fera apparaître qu'une diminution des avoirs de change en dollars ou en écus, les cessions de marks contre monnaie nationale passant inaperçues.

⁶Ce mécanisme comporte deux phases: la banque centrale mobilisatrice peut convertir une partie de ses écus en dollars (lesquels sont fournis par les autres banques centrales du système et non par le FECOM); ces dollars peuvent ensuite être immédiatement convertis dans la monnaie d'une banque centrale participante, sous réserve de son accord (en pratique les dollars sont généralement convertis en marks que la Bundesbank fournit elle-même).

produite alors que la monnaie espagnole ne faisait pas partie du panier de l'écu (pour une courte période il est vrai) et cette situation pourrait parfaitement se reproduire à l'avenir si le panier est définitivement gelé en 1994. Pratiquement, le rôle de la monnaie d'ancrage du système, le deutschmark, a été mis en évidence puisque le pivot vis-à-vis de l'écu a été calculé de telle manière que le cours central mark/peseta dans la grille soit un chiffre rond⁷.

La lire, qui fluctuait depuis 1979 de plus ou moins 6% autour de son cours-pivot, a rejoint le dispositif à marges étroites le 8 janvier 1990. Les autorités italiennes ont renforcé l'ancrage de leur monnaie en procédant à une dévaluation du cours-pivot vis-à-vis de l'écu de telle manière que les cours plafonds vis-à-vis des autres monnaies de la grille restent inchangés. Ce scénario démontre que lors du resserrement des marges une possibilité d'ajustement des cours centraux demeure. Ce réaligement partiel a été le dernier qu'ait connu le SME jusqu'à ce jour.

L'entrée de la livre sterling dans le dispositif a été annoncée le 5 octobre 1990 dans un climat de très grande nervosité et dans un contexte de fort ralentissement économique au Royaume-Uni assorti d'une inflation supérieure à 10%. Là encore, le rôle de la monnaie d'ancrage a été démontré puisque la livre est entrée à 2,95 DEM, soit 0,696904 écus. La monnaie britannique qui était restée flottante dans le SME pendant onze ans peut encore évoluer dans les bandes larges de plus ou moins 6%.

Enfin, l'escudo a rejoint le mécanisme le 6 avril 1992 (assorti également de marges de plus ou moins 6%) soit plus de six ans après l'entrée du Portugal dans la Communauté et quatre ans et demi après l'établissement des premiers liens avec le SME.

L'état actuel du système est aujourd'hui le suivant:

- Tous les Etats membres de la Communauté font partie du SME et la monnaie de chacun d'eux est incluse dans le panier composant l'écu;
- Seule la drachme ne fait pas partie du dispositif de change;
- Trois monnaies bénéficient des marges élargies de plus ou moins 6% (ce sont les dernières entrées, à savoir la peseta, la livre sterling et l'escudo);
- Les sept autres monnaies ne peuvent fluctuer que dans le cadre des marges étroites (le deutschmark, le franc français, la lire, le florin, le franc belge et luxembourgeois, la couronne danoise et la livre irlandaise).

1.2. Le S.M.E. sous contrainte

1.2.1. La prédominance de la monnaie d'ancrage

Le deutschmark a dès le début du mécanisme de change constitué l'ancrage du système. Le poids économique de l'Allemagne (non réunifiée à l'époque) lui a permis de peser près du tiers de l'écu mais surtout sa grande sagesse dans les années quatre-vingt en matière d'évolution des prix, couplée à des excédents des paiements courants réguliers, a permis des

⁷Le cours central mark/peseta a été ainsi fixé à 65 ESB pour 1 DEM, ce qui correspondait assez bien au cours du marché. Le cours plafond du mark à Madrid est donc de 69,0170 ESB et le cours plancher de 61,2170 ESB.

réévaluations substantielles du deutschmark au sein de la grille⁸. Ces ajustements multiples ont conféré à la monnaie allemande un statut de référence difficilement contestable.

En mars 1983, le gouvernement français a procédé à un réexamen complet de sa politique économique afin de mettre fin aux dévaluations périodiques du franc vis-à-vis du mark et a par conséquent admis la nécessité de la convergence des fondamentaux vers les performances de l'économie dominante du système. L'expérience a ainsi démontré que seule la convergence en matière d'évolution des prix permettait d'éviter des réalignements en séries dont la fréquence pouvait miner la finalité même du SME. Des politiques de désinflation compétitive ont donc été mises en oeuvre dans l'ensemble des pays participant au mécanisme de change au point que l'objectif premier des politiques monétaires est devenu un objectif de taux de change⁹. L'arrimage au mark s'est alors concrétisé par une désinflation articulée autour d'une politique des revenus sévère et d'une augmentation des taux d'intérêts réels.

1.2.2. Les anticipations de fixité des parités

A partir de 1988, une relative convergence en matière d'inflation est donc apparue parmi les membres du dispositif de change à marges étroites. Parallèlement, les progrès des négociations sur la future Union économique et monétaire ont peu à peu convaincu les opérateurs et les autorités d'une intangibilité des cours-pivot, susceptible de garantir les investisseurs contre tout risque de change majeur. Le contexte tant politique que financier a donc conduit au développement d'anticipation de fixité des parités. Ce sont ces anticipations qui ont provoqué des rigidités: le taux d'intérêt nominal et non plus réel est devenu prédominant ne laissant d'alternative que l'alignement ou le développement d'une configuration paradoxale.

En cas d'anticipation de taux de change quasi fixes, les taux d'intérêts nominaux de la zone se rapprochent singulièrement sous réserve du différentiel d'inflation et de la situation des paiements courants qui peuvent laisser perdurer une légère prime ou décote sur une monnaie. Cet alignement s'est parfaitement illustré ces dernières années. Les monnaies les plus proches du mark, soit le florin et le franc belge et luxembourgeois ont systématiquement connu des taux d'intérêt à trois mois présentant une très légère prime. Toute modification des conditions monétaires allemandes a provoqué un alignement immédiat de la politique monétaire des pays concernés. La situation de la France à cet égard est très révélatrice. En 1991, ce pays a pratiquement équilibré sa balance des paiements courants et a affiché une inflation inférieure de près de 1% à celle de l'Allemagne. Les conditions paraissaient réunies pour que les taux français puissent marquer une légère décote sur les taux allemands. Dans la pratique, la baisse des taux directeurs de la Banque de France en octobre a entraîné des tensions sur le taux de change et l'institut d'émission a

⁸Le mark est la seule monnaie du système qui ait constamment été réévaluée de 1979 à 1986: +2% en septembre 1979; +5,5% en octobre 1981; + 4,25% en juin 1982; +5,5% en mars 1983; +3,5% en avril 1986.

⁹D'autres pays, bien que non membres du SME, ont depuis longtemps surveillé l'évolution de leur monnaie vis-à-vis du mark. Le cas le plus significatif est celui de l'Autriche où le schilling se maintient entre 7,03 et 7,04 ATS pour 1 DEM depuis de nombreuses années. La Suisse, dans une certaine mesure, a ajusté sa politique monétaire interne quand le franc a dépassé certains niveaux vis-à-vis du mark (voir infra). Par ailleurs, le mark constitue désormais la monnaie de référence dans de nombreux pays de l'Est, soit par l'intermédiaire d'une forte pondération dans un indice composite, soit par rattachement pur et simple. L'Estonie va entreprendre prochainement cette expérience. On notera en revanche que le cours du rouble convertible évolue en fonction du dollar.

dû immédiatement corriger le tir. En dépit de sa politique moins vertueuse, l'Allemagne demeure le pays du SME où les taux sont les plus bas¹⁰.

La convergence en matière de taux d'intérêt peut se heurter à des exigences internes incompatibles, notamment en matière de politique de lutte contre l'inflation, élément-clé du système. En 1990 et particulièrement en 1991, ce fut le cas pour l'Espagne et l'Italie qui ont maintenu des taux d'intérêt nominaux très sensiblement supérieurs à la moyenne communautaire. Cette situation a fait naître ce qu'on a appelé la configuration paradoxale: les monnaies les mieux rémunérées (qui sont celles des économies où les fondamentaux sont les moins bons) caracolent en tête du mécanisme de change et s'inscrivent en opposition avec des devises structurellement plus fortes. Ce fut le cas du mark et de la lire, du mark et de la peseta, du franc français et de la peseta etc... Dans ce dernier cas, les devises ibériques et françaises sont restées en opposition quasi constante pendant le deuxième trimestre 1991, contraignant les banques centrales concernées à intervenir à la limite pour des montants très importants¹¹. Il est significatif de constater que ces interventions n'ont pas été financées par les financements à très court terme mais par emprunts nets de la Banque de France à la Banque d'Espagne ou par cession définitive de francs à cette dernière en guise de remboursement. Les réserves de changes de l'Espagne comptent ainsi parmi les plus importantes de la Communauté.

1.2.3. Les difficultés actuelles de l'Allemagne

Les succès récents du SME, au prix des contraintes décrites ci-dessus, ne doivent pas être masqués par les difficultés actuelles de l'Allemagne. Toutefois, ces dernières ne manquent pas de préoccuper. La réunification a provoqué à l'origine une accélération de la croissance et une nette contraction des excédents des paiements courants. Les restructurations et l'union monétaire ont par la suite entraîné une hausse de l'inflation, les salariés voulant compenser la majoration des impôts par des augmentations de salaires et un dérapage de la progression de la masse monétaire, entretenu par l'octroi de crédits bonifiés. La Bundesbank, soucieuse de préserver la stabilité monétaire avant toute autre considération, dans un contexte d'accroissement massif des déficits publics, a drastiquement durci sa politique, notamment en décembre 1991 et en juillet 1992¹². En raison de la prédominance de la monnaie d'ancrage, les autres membres du SME ont dû ajuster leurs taux (du moins ceux du marché) dans un contexte de fort ralentissement conjoncturel. Des interrogations sont nées sur l'éventualité d'un futur réalignement, voire sur un abandon du système au Royaume-Uni. Dans ce pays en effet, la récession perdure et grande est la tentation d'abaisser les taux d'intérêt quitte à autoriser un décrochage sensible du sterling. Cette politique, qui a prévalu

¹⁰La chronologie des mouvements de taux en France et en Allemagne au cours du dernier trimestre 1991 a été la suivante: La Banque de France a réduit ses taux directeurs le 17 octobre. A la suite des tensions sur les marchés de changes, elle les a ramenés à ses niveaux antérieurs dès le 18 novembre. Le durcissement de la politique monétaire allemande le 19 décembre a provoqué un nouvel alignement vers le haut le 23 décembre en France.

¹¹Les montants des interventions sont confidentiels mais il s'agit de l'équivalent de plusieurs milliards de dollars

¹²Le taux d'escompte atteint désormais le record de 8,75% tandis que le lombard s'établit à 9,75%. Il faut noter que le processus de décision au sein de la Bundesbank est de plus en plus complexe. Les Présidents des Landeszentralbank sont en effet surreprésentés et semblent avoir pris le contrôle du Conseil, notamment depuis le départ de M. Poehl. Or, ces responsables régionaux paraissent entretenir une préoccupation particulière sur l'évolution des prix et de la masse monétaire, accompagnée d'une réticence parfois publique à l'égard de la future Union économique et monétaire.

dans le passé, n'a pourtant jamais été couronnée de succès¹³.

1.3. Le SME : pôle européen d'attraction

1.3.1. Les rattachements unilatéraux des pays tiers

Alors que par le passé, l'entrée dans la Communauté précédait une participation au SME puis au mécanisme de change, des rattachements unilatéraux à l'écu se sont produits dernièrement de la part d'Etats qui envisagent d'adhérer à la Communauté à terme. Il n'y a pas d'appartenance au système mais des liens plus ou moins lâches se sont développés entre banques centrales. En octobre 1990, la Norvège a décidé en liaison avec les pays membres du SME de rattacher la valeur externe de sa monnaie à un cours-pivot vis-à-vis de l'écu, assorti de marges de fluctuations de plus ou moins 2,25% (se sont les mêmes marges que le mécanisme de change). Afin de faciliter la gestion du nouveau dispositif, les autorités norvégiennes ont conclu des arrangements financiers avec les banques centrales du SME. Il s'agit essentiellement d'accords de swaps en monnaies communautaires contre écus afin de financer les interventions éventuelles. Par ailleurs, la volonté de concourir aux objectifs de stabilité du SME a été réaffirmée. Des consultations régulières ont lieu (notamment avec le Comité des changes) afin que les actions de la Norges Bank prennent en compte la situation prévalant dans les pays communautaires. Depuis la mise en place du mécanisme, la couronne a pu se maintenir dans les marges autorisées en raison notamment d'une balance courante nettement excédentaire¹⁴. Les autorités ont pu ainsi procéder à une décrue des taux d'intérêts à court terme qui se sont rapprochés de ceux du mark.

Suite aux succès de l'expérience norvégienne, la Suède a également fixé en mai 1991 unilatéralement le cours de sa monnaie contre écu, assorti d'une marge de fluctuation réduite à plus ou moins 1,5 %. Cette démarche ne s'était pas accompagnée à l'origine de consultations et d'accords de swaps avec les pays membres du SME. La gestion du dispositif s'est révélée plus difficile car la crédibilité d'un système sans filets est moindre. Dans les premiers temps, une réduction des taux d'intérêt a été possible mais l'accentuation de la récession en fin d'année due aux développements de la crise finlandaise (voir infra) et les incertitudes relatives à la politique économique du nouveau gouvernement ont conduit les autorités à relever les taux d'intérêt de 6% (à 17,5%) au début décembre 1991 afin de garantir le taux de change et d'endiguer la fuite des capitaux. Par la suite, les conditions monétaires ont pu être légèrement assouplies et la Riksbank a négocié avec ses consoeurs communautaires un arrangement similaire à celui de la Norvège.

Enfin, en juin 1991, la Finlande a procédé de la même manière que la Suède mais a assorti le taux-pivot du markka vis-à-vis de l'écu d'une marge de fluctuation de plus ou moins 3%. Cependant, peu après cette décision, la devise finlandaise a fait l'objet de vives pressions à la baisse en raison de la contraction du PIB en liaison avec l'effondrement des exportations vers l'ancienne URSS. A la mi-novembre 1991, le markka a dû être dévalué de

¹³On notera qu'un des arguments-clé de l'entrée du sterling dans le dispositif de change consistait en la possibilité de baisser les taux d'intérêt. Le 5 octobre 1990, immédiatement après l'annonce de la décision, la Banque d'Angleterre a d'ailleurs procédé à une baisse de 1% de son taux d'intervention qui est passé de 15 à 14%. Les circonstances présentes montrent les limites de cette politique mais l'alternative semble bien hasardeuse. On se souviendra des expériences françaises de juin 1981 à mars 1983.

¹⁴Le dynamisme du secteur pétrolier a considérablement contribué à l'excédent de 5,3 milliards de dollars de la balance courante en 1991.

12,3% mais il s'est stabilisé depuis. La Suomen Pankki a souscrit un engagement comparable à ceux de la Norvège et de la Suède. Toutefois, l'épisode finlandais n'est pas allé sans provoquer des remous au sein même du dispositif de change, certains opérateurs anticipant un réalignement généralisé. Ces développements ont fondé les réflexions actuelles sur une institutionnalisation des relations.

1.3.2. Le processus actuel d'institutionnalisation des relations

Les relations monétaires des pays tiers avec le SME font actuellement l'objet d'un débat qui devrait aboutir à la mise en place d'une collaboration institutionnalisée dans les mois à venir. Un rapport sur les options possibles devrait être soumis début septembre au Comité des Gouverneurs (travaux du groupe Saccomanni) et une réunion du Conseil des Ministres devrait examiner ce sujet fin septembre 1992. Cette collaboration (on ne parle plus guère d'association) devrait concerner les trois pays scandinaves ayant déjà rattaché leurs monnaies à l'écu et dans une moindre mesure l'Autriche qui a une politique de rattachement au mark. On remarquera que ces pays font tous partie de l'AELE et sont candidats à l'adhésion à la Communauté, à l'exception de la Norvège qui ne s'est pas encore déclarée. La Suisse se doit donc de suivre de très près ces développements et l'hypothèse d'une collaboration ne doit pas être écartée.

Cinq éléments nouveaux par rapport à la situation prévalant au début de la décennie expliquent l'intérêt soudain de la Communauté à rechercher cette collaboration: les perspectives d'union économique et monétaire, les liens unilatéraux déjà engagés; la recherche d'une plus grande convergence économique, les demandes d'adhésion à la Communauté et la signature du traité EEE. Toutefois, le souci principal des experts est d'éviter à tout prix que le comportement d'un Etat tiers puisse provoquer un réalignement au sein du SME. L'expérience finlandaise a, à cet égard, échaudé les esprits. C'est la raison pour laquelle la collaboration ne pourra être accentuée qu'avec les Etats qui recherchent une grande stabilité des prix et qui conduisent une politique visant à assurer également la stabilité des taux de change.

A l'heure actuelle, les experts sont convaincus qu'il faut favoriser un développement des consultations réciproques, comme cela se fait au sein du SME et consolider le système des facilités de financement (ces dernières devront en tout état de cause rester inférieures à ce qui existe dans le SME). Les points de vue divergent en revanche sur le point de savoir s'il faut introduire les monnaies tierces dans les grilles bilatérales de parités ou s'il faut faire perdurer la pratique de la fixation d'un cours-pivot vis-à-vis de l'écu. La première option, qui se rapproche singulièrement de l'appartenance au mécanisme de change, permet une mise en oeuvre des interventions automatiques plus simple et plus systématique que la seconde. Elle comporte néanmoins un risque plus important de provoquer un réalignement généralisé en cas de tensions.

1.4. Le développement de l'écu privé

1.4.1 La montée en puissance de l'écu privé

On ne saurait parler du SME sans mentionner le rôle particulier joué par l'écu privé, actif d'origine purement bancaire qui a connu un succès croissant. Dans le début des années

quatre-vingt, l'écu a connu une expansion rapide à la suite de la création de l'Unité de compte communautaire et de son introduction simultanée comme panier composite sur différents marchés financiers privés. Cette expansion a quelque peu marqué le pas à partir de 1985 notamment à cause des possibilités restreintes d'utilisation de l'écu comme unité de compte et surtout comme moyen de transaction. A la fin des années quatre-vingt une nette reprise s'est produite alors que l'on assistait à un accroissement significatif de la convergence entre taux d'inflation et taux d'intérêt des pays membres. De plus, les dirigeants des pays de la Communauté ont fait preuve d'un engagement de plus en plus marqué en faveur de l'Union monétaire. L'adoption du plan Delors en 1989 et les progrès sensibles des négociations qui allaient aboutir à la signature du Traité de Maastricht ont été à cet égard déterminants. Afin de développer le rôle de l'écu, certains gouvernements européens ont pris des mesures destinées à promouvoir son utilisation comme actif financier et ils ont très significativement accru le volume des titres de la dette publique souveraine libellés en écus¹⁵. Ce compartiment constitue désormais le troisième secteur des marchés obligataires internationaux après celui du dollar et celui du yen. Le marché interbancaire connaît également un progrès rapide: les banques faisant une déclaration à la Banque des Règlements Internationaux annonçaient des actifs de 7 milliards d'écus en 1982 contre plus de 100 milliards en 1991. Des contrats à terme et d'options en écus ont été créés sur la plupart des grands marchés de futurs.

Le rôle de l'écu est également décrit dans le Traité de Maastricht: le futur Institut Monétaire Européen se voit attribuer la tâche de promouvoir son utilisation et toutes les entraves existantes devront être levées.

1.4.2. Les difficultés actuelles du marché de l'écu privé

La dynamique d'intégration européenne a permis un essor remarquable de l'écu privé mais il va sans dire que toutes les péripéties qui entourent la ratification du Traité de Maastricht troublent la sérénité des marchés (voir infra). Toutefois, l'instrument lui-même se heurte à trois problèmes spécifiques.

En premier lieu, l'écu demeure un instrument privé dont l'émission n'est soumise à aucun contrôle de la part d'une autorité monétaire. En conséquence, un risque systémique pourrait naître en cas de défaillances sur ce segment du marché financier compte tenu de sa taille. Certaines banques centrales s'interrogent sur la possibilité éventuelle d'intervention en cas de difficultés. Cette approche se heurte à la plus vive opposition de la Bundesbank qui n'a jamais caché sa réticence à l'encontre de l'écu privé. Elle souligne par ailleurs que le Traité de Maastricht aurait dû utiliser un autre nom pour la future monnaie européenne car il n'y aura pas nécessairement coïncidence entre cette dernière et l'actuel panier. La réalisation de cette dichotomie n'irait d'ailleurs pas sans créer des troubles sur les marchés.

¹⁵Trois programmes gouvernementaux ont à cet égard revêtu une importance particulière. Le Royaume-Uni a dès 1988 émis des bons du Trésor à 1, 3 et 6 mois par adjudication de la Banque d'Angleterre. L'encours à la fin 1991 était de 3,6 milliards d'écus. La France a soutenu un autre programme important visant à stimuler le développement de l'écu et Elle a émis des obligations assimilables du Trésor (durée 8 à 10 ans) dans cette devise à hauteur de 15% de ses besoins d'emprunt à long terme. Enfin, l'Italie a eu le programme le plus important en émettant des certificats du Trésor de 4 à 8 ans. Outre leur volonté de promouvoir la devise européenne, les autorités transalpines ont vu dans cette possibilité la faculté d'emprunter des capitaux à plus long terme et à moindre coût.

En deuxième lieu, le système de compensation qui repose sur une voie multilatérale et privée n'est pas sans sous-tendre un risque systémique dû à l'illiquidité soudaine d'un ou plusieurs débiteurs. Les montants compensés actuellement sont devenus trop importants pour que perdure le système mis en place au début. Le système de règlement dans son ensemble sera une des tâches les plus épineuses que le futur Institut Monétaire Européen aura à régler. Dans cette attente, quelques banques centrales ont ouvert des facilités en écus aux participants à la compensation mais il ne s'agit pas de "prêts en dernier ressort"¹⁶.

Le troisième type de problème est apparu en juin 1989 en liaison avec la future modification de la composition du panier: une décote de l'écu privé s'est inscrite en terme de change et en terme de taux par rapport à l'écu officiel. La divergence entre le panier traité et sa valeur intrinsèque s'est révélée instable et n'a pas manqué de susciter les plus vives inquiétudes même si le phénomène se minimise à l'heure actuelle sur le change. L'absence de possibilité réelle d'arbitrage entre les deux instruments et la difficulté des techniques dites d'éclatement¹⁷ ont permis l'apparition de cette décote. Enfin, il faut admettre que les banques centrales qui détiennent une part de leurs réserves en écus privés ont parfois cédé celui-ci dans les marchés à des périodes troublées, accentuant le phénomène. Cette démarche se comprend car l'écu privé peut se révéler être la seule devise librement utilisable pour défendre sa monnaie.

2. L'accélération de l'intégration et ses conséquences pour la Suisse

En 1986, les dirigeants européens ont adopté l'Acte Unique Européen qui prévoit notamment la suppression des restrictions en matière de change et la création d'un marché financier européen à la fin de 1992. Par ailleurs la volonté de réaliser l'union monétaire à long terme a été réaffirmée. Toutefois, l'impulsion majeure dans ce domaine est venue de l'adoption par les chefs d'Etats et de gouvernements des pays de la Communauté du Rapport Delors en juin 1989. Trois phases doivent permettre d'aboutir à l'Union économique et monétaire. La première a commencé le 1er juillet 1990: elle vise à plus de convergence, à un accroissement des pouvoirs du Comité des gouverneurs et à faire entrer tous les pays de la Communauté dans le mécanisme de change à marges étroites. La deuxième phase doit commencer en principe le 1er janvier 1994. Elle est expressément reprise par le Traité de Maastricht.

Il apparaît désormais que la marche vers l'Union économique et monétaire des pays de la Communauté est entrée dans une phase cruciale et décisive, qui ne va pas sans soulever des débats parfois passionnels (I); cette volonté politique d'aboutir, au-delà des incertitudes de calendrier, interpelle vivement notre pays (II).

¹⁶La Banque d'Angleterre et la Banque de France ont les premières ouvert ce type de facilités, gagées généralement par des dépôts en écus, voire sur des titres en monnaie nationale pour la première.

¹⁷Les techniques dites d'éclatement consistent d'une part à vendre ou à acheter de l'écu et de prendre une position opposée dans l'ensemble des monnaies qui le composent au prorata de leurs poids. La banque devra ainsi financer ou placer une position en 11 devises différentes alors que les marchés monétaires de certaines d'entre elles sont inexistantes ou prohibitifs. Ces techniques très lourdes à gérer et requérant des spécialistes pointus sont coûteuses et leur rentabilité de loin pas garantie, d'où une certaine désaffection des établissements de crédit.

2.1. Les perspectives d'Union économique et monétaire (UEM)

2.1.1. Les progrès dans l'incertitude

La réalisation de l'UEM est suspendue à la ratification du Traité de Maastricht par les Etats membres. Le Traité prévoit le passage automatique à la fixité définitive des parités et à la monnaie commune. Seuls le Danemark, qui a obtenu qu'une consultation de son Parlement ait lieu avant cette dernière étape et le Royaume-Uni qui se réserve le droit de sortir du processus (clause d'opting out) pourraient le cas échéant rester en dehors de cette marche vers l'UEM. L'enjeu est donc majeur et le débat assez âpre. Six points méritent d'être relevés:

- Les contraintes de convergence en matière de déficits publics auront un impact déflationniste en 1993 dans les pays qui connaissent un fort déficit. Certains experts estiment que la croissance pourrait perdre 1,5 à 2 points en Italie par exemple. Ces analyses sont vivement contestées par la Commission. Il faut relever en tout état de cause qu'UEM ou pas, certains pays doivent absolument faire un effort de rationalisation des dépenses publiques, mais le débat économique est ouvert.
- Le vote négatif des électeurs danois au référendum du 2 juin 1992 sur la ratification du Traité laisse perdurer une grande incertitude juridique sur la validité du texte même s'il était ratifié par les Onze. Le gouvernement danois se propose de présenter un livre blanc à la rentrée pour sortir de l'impasse. Un nouveau vote n'est pas exclu et le fait nouveau pourrait se concrétiser dans une déclaration interprétative jointe au traité.
- Afin d'éviter un enlèvement de la procédure de modification de la Constitution, le Président français a décidé de soumettre la ratification du traité à référendum le 20 septembre prochain. Le "oui" semble pour l'instant être majoritaire mais l'incertitude demeure.
- L'Allemagne connaît pour sa part des tensions inflationnistes en nette diminution que la Bundesbank ne veut pas tolérer. Au risque de mettre à mal le mécanisme de change, la Banque centrale allemande continue de resserrer considérablement sa politique monétaire et certains membres du directoire, relayés par des experts économiques, critiquent de plus en plus ouvertement les projets d'UEM, embarrassant ainsi le gouvernement.
- Le Royaume-Uni, toujours en récession, se voit contraint de maintenir des taux d'intérêts élevés pour défendre la parité de la livre sterling et des voix de plus en plus nombreuses plaident pour un abandon provisoire des contraintes du SME. La réalisation d'un tel scénario aurait un effet dilatoire ou restrictif sur la mise en oeuvre des phases de l'Union.
- L'Italie enfin connaît un déficit des finances publiques supérieur à 10% du PIB et un endettement égal à 106% de celui-ci. Elle est donc très loin de remplir les critères de convergence et risque de rater la mise en place de l'UEM à défaut d'ajustements drastiques.

Le débat et la controverse vont donc bon train. Les avantages économiques de l'UEM sont discutés et la valeur juridique du traité incertaine. En outre, de sérieuses inquiétudes se font

jour notamment dans les quatre principaux pays de la Communauté. Toutefois, à la veille d'échéances aussi importantes, l'absence de polémiques eût été peut-être plus inquiétante. Ce climat d'interrogations légitimes n'a pas empêché les banques centrales des pays de la Communauté de s'atteler à l'examen de problèmes techniques. Le Comité des Gouverneurs a créé un sous-comité chargé de la surveillance des établissements de crédit il y a quelques temps. Il complète ainsi le dispositif principal¹⁸. Par ailleurs, cinq groupes de travail ont été mis sur pied. Ils s'occupent des domaines suivants: statistiques, système des paiements, impression et émission des billets de banque, comptabilité, informatique. Ces institutions préfigurent d'ores et déjà les domaines de compétences du futur Institut Monétaire Européen (voir infra). Les travaux de ces groupes sont ouverts aux douze candidats déclarés à l'UEM. La Commission participe à la plupart d'entre eux. La question d'une association des pays candidats à la Communauté n'a pas encore été officiellement traitée mais elle devra l'être prochainement. On ne saurait assez souligner à cet égard la nécessité pour la Suisse d'essayer d'obtenir le droit à une participation active car ce sont dans ces enceintes que se dessineront les caractéristiques techniques de la future UEM.

2.1.2. La deuxième étape

La deuxième étape, qui est une période de transition vers l'UEM, débutera le 1er janvier 1994. A cette date, le Conseil évaluera les progrès réalisés. Les Etats auront dû adopter les mesures nécessaires à éliminer toutes les restrictions aux mouvements de capitaux (tant à l'égard des membres de la CE qu'à l'égard des Etats tiers) et avoir interdit tout financement monétaire du déficit budgétaire (art. 109C du traité). Au cours de cette deuxième étape, les Etats devront mener à terme le processus d'indépendance de leurs banques centrales respectives. Ce point concerne surtout le Royaume-Uni et la France. Outre ces éléments, cette deuxième étape comprend des dispositions de nature économique et des dispositions de nature monétaire.

2.1.2.1. Dispositions de nature économique

L'article 103 du traité prévoit la coordination des politiques économiques. Sur proposition de la Commission, le Conseil élaborera un projet relatif aux grandes orientations des politiques économiques des Etats membres et le Conseil Européen¹⁹, statuant sur la base de ce rapport formulera ses conclusions. Sur la base de ces dernières, le Conseil adoptera une recommandation qui sera communiquée au Parlement. Une surveillance multilatérale des politiques économiques des Etats membres sera de surcroît instituée. Enfin, le Conseil pourra adresser des recommandations à un Etat membre si sa politique n'est pas compatible avec les grandes orientations ou si elle risque de compromettre la réalisation de l'UEM.

A côté de la coordination, l'article 104 règle les principes de discipline budgétaire. La prohibition du financement des déficits directement par les banques centrales est réaffirmée mais surtout des règles strictes et objectives de bonne gestion budgétaire sont expressément prévues car les Etats doivent éviter les déficits excessifs. La Commission assure le suivi de ces questions et peut préparer un rapport pour le Conseil si un des deux éléments ci-dessous n'est pas respecté:

¹⁸A côté de ce sous-comité de surveillance, les deux autres sous-comités existants (politique monétaire et changes) voient leurs compétences renforcées.

¹⁹On entend par Conseil, le Conseil des Ministres et par Conseil Européen, le Conseil des chefs d'Etats et de gouvernements.

- ratio déficit / PIB: le déficit est excessif si ce ratio dépasse 3% et s'il n'a pas diminué régulièrement pour atteindre un niveau proche du niveau de référence.
- ratio dette publique / PIB: une action est nécessaire si ce ratio est supérieur à 60% et qu'il n'y a pas de processus d'ajustement en cours.

2.1.2.2. Dispositions de nature monétaire

L'Institut Monétaire Européen (IME) sera créé le 1er janvier 1994. Sa tâche première consistera à faciliter l'usage de l'Ecu (dont la composition sera gelée à l'entrée en vigueur du Traité), à veiller au bon fonctionnement de la compensation et à superviser la préparation technique de l'émission future de billets libellés en écus. Par ailleurs, l'IME veillera à renforcer la coopération et la coordination des politiques monétaires en vue d'assurer la stabilité des prix. Il surveillera le fonctionnement du SME et reprendra à son compte les activités du FECOM. Il préparera les instruments et les procédures nécessaires à la mise en place d'une politique monétaire unique.

A côté de ces missions prioritaires, il pourra faire des recommandations ou formuler des avis sur les politiques des Etats membres susceptibles d'affecter la situation monétaire interne ou externe de la Communauté. Enfin, l'IME pourra détenir et gérer des réserves de change en tant qu'agent et à la requête des banques centrales nationales. C'est lui qui sera compétent pour accorder aux autorités monétaires de pays tiers le statut de tiers-détenteurs d'Ecus.

L'essentiel des pouvoirs de l'IME sera aux mains d'un Conseil qui comprendra un Président extérieur et les Gouverneurs des banques centrales nationales. L'indépendance des membres sera garantie. Le Président sera désigné par le Conseil Européen pour trois ans, sur proposition des Gouverneurs. Il présidera les réunions du Conseil, sera le responsable de l'administration interne de l'IME et représentera ce dernier à l'extérieur. Tout membre du Conseil aura une voix et les décisions seront prises à la majorité. Toutefois, l'unanimité sera requise pour tout ce qui touche à la préparation matérielle de la troisième étape et la création d'écus. L'adoption de directives relatives à la mise en place, le moment venu, de la politique monétaire unique requerra la majorité des deux-tiers.

2.1.3. La troisième étape

2.1.3.1. Les conditions de passage: critères économiques

L'article 109 J du Traité prévoit les conditions de passage à l'UEM dont le caractère irréversible est réaffirmé. Des critères économiques précis devront être remplis pour déterminer quels Etats entreront dans l'Union. La Commission et l'IME examineront les critères de convergence des économies pour en faire rapport au Conseil. Ces critères objectifs sont les suivants:

- la stabilité des prix (taux d'inflation sur un an n'excédant pas plus de 1,5% la performance en la matière de la moyenne des trois meilleures économies de la CE).
- l'absence de déficit excessif (on se souvient des deux ratios dès la deuxième étape: déficit /

PIB inférieur à 3% et dettes / PIB inférieur à 60%).

- le respect de la marge étroite de fluctuation dans le SME sans dévaluation pendant au moins deux ans.
- convergence des taux à long terme (ils ne doivent pas excéder sur un an plus de 2% de la moyenne des taux des trois pays les plus performants en matière d'inflation).

Un examen de la situation des cinq grands pays de la Communauté montre que seule la France remplirait les conditions à ce jour. L'Allemagne pourrait s'en rapprocher une fois le choc budgétaire de la réunification passé²⁰.

2.1.3.2. L'échéancier contraignant

La procédure prévoit deux possibilités:

- La décision sur le démarrage de l'UEM peut être prise avant le 31 décembre 1996 par le Conseil Européen à la majorité qualifiée si, sur la base des recommandations du Conseil des Ministres, une majorité d'Etats membres remplit les conditions objectives évoquées plus haut et s'il paraît opportun de constituer l'UEM. Dans l'affirmative, le Conseil Européen détermine la date du début de la troisième étape.
- Si au 31 décembre 1997 la date du début de la troisième étape n'a pas été fixée, une règle s'impose à tous les Etats n'ayant pas de clause "d'opting out": la dernière étape débute le 1er janvier 1999. La procédure est différente: il n'y a plus d'examen de l'opportunité mais détermination des Etats qui entrent dans l'Union. Cette détermination des élus a lieu au plus tard le 1er juillet 1998. Pour ceux qui ont un statut dérogatoire et ne font pas partie de l'Union, une procédure d'examen de leur degré de convergence est prévue au minimum tous les deux ans. Ils participent néanmoins par l'intermédiaire de leurs Gouverneurs au Conseil Général de la Banque Centrale Européenne.

²⁰On peut par curiosité examiner si la Suisse serait en mesure de remplir les conditions à ce jour.

- Stabilité des prix: Avec un indice de 3,8% sur 12 mois en juillet 1992, la Suisse s'est sensiblement rapprochée de la moyenne basse communautaire et entre dans l'épure. Toutefois cet acquis est très fragile. La légère détente des taux à court terme a permis d'éviter une nouvelle hausse des taux hypothécaires pour le moment mais rien ne dit que la situation du franc permettra à la Banque nationale de maintenir cette politique. En deuxième lieu, les projets d'assainissement des finances fédérales prévoient une nette hausse du prix de l'essence. Enfin et surtout, si notre pays adhérerait à la CE, il lui faudrait introduire la TVA dont l'impact sur les prix est loin d'être négligeable;

-L'absence de déficit excessif: la Commission entend qu'on cumule les déficits fédéraux, cantonaux et communaux. L'excédent des comptes sociaux peut être pris en compte. Sur ce point, la Suisse remplit les conditions des deux ratios;

-Respects de la marge étroite du SME. Au cours des deux dernières années notre monnaie a fluctué un peu plus largement mais ne faisant pas partie du système, il est difficile d'extrapoler son comportement;

-Convergence des taux d'intérêt à long terme: dans ce domaine, la Suisse a fait mieux que chaque pays de la Communauté.

Mis à part la réserve nécessaire concernant le SME, on peut considérer que la Suisse remplirait à ce jour les critères de convergence prévus par le Traité mais que l'acquis en matière de stabilité des prix est fragile et susceptible d'être soumis à des chocs (introduction de la TVA, alignement de taux d'intérêts, etc...).

2.1.3.3. Le volet économique de l'UEM

Les principes de coordination des politiques économiques et de prohibition d'un déficit budgétaire excessif, posés dès la deuxième étape, demeurent. La procédure de "déficit budgétaire excessif" est complétée et devient contraignante. Si les recommandations n'entraînent pas une modification du comportement de l'Etat défaillant, le Conseil peut décider d'appliquer une ou plusieurs mesures suivantes: l'obliger à informer le public de la situation des finances publiques à chaque émission d'emprunt d'Etat; inviter la Banque Européenne d'Investissement à reconsidérer sa politique de prêts; le contraindre à déposer un certain montant non rémunéré auprès de la Communauté; fixer des amendes.

A ce dispositif extrêmement contraignant correspond toutefois une contrepartie: la création d'un mécanisme d'assistance financière. Celle-ci, prévue à l'article 103 A du Traité, est accordée par le Conseil statuant à l'unanimité lorsqu'un Etat membre est en difficulté (ou proche de l'être) du fait de catastrophes naturelles ou de circonstances exceptionnelles.

2.1.3.4. Le volet monétaire de l'UEM

Dès le premier jour de la troisième étape, le Conseil des Ministres à l'unanimité (sauf les Etats disposant d'un droit de dérogation) adoptera les taux de conversion auxquels les monnaies seront fixées irrévocablement entre elles ainsi que les taux irrévocables auxquels leur sera substitué l'Ecu. Les pays qui ne seront pas entrés dans l'Union conserveront un rapport de change avec cet écu dont la valeur externe ne devra pas être modifiée par le fait du passage à l'UEM par certains pays seulement. Par la même procédure, le Conseil prendra les mesures nécessaires à l'introduction rapide de l'Ecu comme monnaie unique. Pendant une période transitoire, plusieurs signes monétaires pourront circuler conjointement²¹.

La politique monétaire interne devra être axée sur la stabilité des prix. A cette fin une institution sera créée: la Banque Centrale Européenne (BCE). Elle sera instituée dès que la date du début de la troisième étape sera fixée. Cette BCE et les Banques centrales des Etats membres formeront le Système Européen de Banques Centrales (SEBC). Cinq principes sous-tendent le fonctionnement de ce futur SEBC:

- L'obligation statutaire d'assurer la stabilité des prix. Par ailleurs, le SEBC apportera son soutien à la politique économique de la Communauté;
- L'unicité de la politique monétaire: la définition de cette dernière et sa mise en oeuvre ne dépend que du Conseil des Gouverneurs (et du Directoire);
- Le fédéralisme et la subsidiarité: chaque Gouverneur participe au Conseil et a une voix. Par ailleurs, les banques centrales nationales continuent d'exercer des tâches opérationnelles de politique monétaire. C'est ici qu'apparaît le principe de subsidiarité: seul ce qui est strictement nécessaire est centralisé; les compétences centrales doivent rester aussi restreintes que possible;
- L'indépendance: les membres du Conseil et du Directoire sont indépendants et le mandat des Gouverneurs nationaux ne peut être inférieur à cinq ans. Ces mesures sont directement inspirées des règles régissant l'actuelle Bundesbank;

²¹Les signataires ont fait ici peu de cas de la loi de Gresham "la mauvaise monnaie chasse la bonne".

- La responsabilité: le Président de la BCE peut participer aux réunions du Conseil si celui-ci traite de questions touchant aux objectifs du SEBC²².

Le SEBC, outre son objectif de définition et de mise en oeuvre de la politique monétaire, sera chargé de veiller au bon fonctionnement des systèmes de paiement et de contribuer à la mise en place de politiques relatives à la surveillance des établissements de crédit et à la stabilité du système financier.

Enfin, en matière de politique monétaire externe, les responsabilités seront partagées entre le Conseil des Ministres et le Conseil des Gouverneurs. En l'absence de système de change, le Conseil des Ministres formulera des orientations sur la politique de change vis-à-vis des devises non communautaires mais ces orientations ne devront pas porter atteinte à l'objectif de stabilité des prix. Dans l'hypothèse d'un système de change entre l'Ecu et les devises non communautaires, l'adoption, l'abandon ou la modification des cours centraux dépendra du Conseil des Ministres. La conduite de la politique de change devra rester compatible avec l'objectif de stabilité.

2.2. L'intégration et la Suisse

2.2.1. Les limites de l'indépendance actuelle

2.2.1.1. La politique monétaire de ces dernières années

Depuis l'avènement de l'ère des taux de change flottants, la politique monétaire de la Banque Nationale Suisse (BNS) a retrouvé une certaine autonomie. La BNS s'est assigné la tâche prioritaire de garantir la stabilité de la monnaie, donc des prix, et considère que l'accomplissement de cet objectif représente sa contribution la plus efficace au maintien d'une croissance régulière et durable. Traditionnellement, la politique monétaire ne s'écarte de sa régularité que si l'évolution du PIB devient par trop éloignée d'une croissance stable, sous réserve de la stabilité des prix. Cette remarque prend tout son sens dans les circonstances présentes où en dépit d'une conjoncture assez morose, la BNS maintient une politique restrictive. Une autre inflexion peut provenir de l'évolution du taux de change (voir infra).

²²L'organisation de la BCE sera la suivante:

Elle comprendra trois organes:

- Le Conseil des Gouverneurs, composé des Gouverneurs des banques centrales des pays membres, un Président et un Vice-Président. Le Conseil définira la politique monétaire de la Communauté, y compris les objectifs monétaires intermédiaires, les taux directeurs et le niveau des réserves dans l'ensemble du SEBC;
- Le Directoire, composé du Président et du Vice-Président de la BCE ainsi que 4 autres membres, nommés pour huit ans par les chefs d'Etats et de gouvernement; il mettra en oeuvre la politique monétaire et donnera à cette fin des instructions aux banques centrales nationales;
- Le Conseil Général, qui regroupera l'ensemble des Gouverneurs des pays membres de la Communauté qu'ils participent ou non à l'Union. Ce Conseil Général remplira les fonctions de l'IME.

La BCE disposera d'un capital de 5 milliards d'Ecus, souscrit par l'ensemble des banques centrales de la Communauté selon une clé de répartition prenant en compte la part de chaque membre dans le PIB et dans la population de la Communauté.

C'est le SEBC qui aura pour mission de détenir et de gérer les réserves de changes. Parmi l'ensemble de celles-ci, 50 milliards d'Ecus seront transférés, dans un premier temps, à la BCE. La localisation du siège social sera décidée par le Conseil Européen à la fin 1992.

Afin de réaliser ses objectifs, la BNS a un recours quasi exclusif à un indicateur quantitativiste: la base monétaire (MO). Dans la mesure où MO connaît une évolution régulière, compte tenu de la stabilité de la demande, il devient instrument de politique monétaire, de préférence à d'autres agrégats plus larges tels que la masse monétaire. Ce choix repose sur l'existence d'un lien entre MO et les autres agrégats. MO correspond ainsi à la monnaie centrale que la BNS émet elle-même: billets de banques et comptes de virement. La première composante est de loin la plus importante (90% du total). La deuxième peut s'ajuster quotidiennement. Pour ce faire, la BNS pratique des swaps de francs contre dollars avec les banques commerciales, ce qui affecte le solde des comptes de virement et présente l'avantage d'une grande souplesse. En 1988, l'indicateur MO perdit provisoirement de sa signification compte tenu d'un assouplissement des règles de liquidité imposées aux banques et de la mise en vigueur d'un système électronique de règlements interbancaires. Cette situation a incontestablement perturbé la gestion fine de la politique monétaire²³.

La priorité donnée aux objectifs quantitatifs devrait permettre aux taux d'intérêt de remplir une fonction complémentaire mais aussi d'instrument de la politique monétaire externe et de surveillance du taux de change. Le taux d'escompte n'exerce qu'une influence limitée car la BNS conserve un pouvoir discrétionnaire dans la fixation du volume de l'escompte. Le taux lombard, lui, est flottant depuis 1989 et fixé à deux points au dessus du taux du marché au jour le jour pour éviter un refinancement durable des banques par ce canal. Il n'est destiné à servir qu'en cas d'illiquidité soudaine du système.

Il y a une interaction très nette entre le niveau des taux d'intérêt et le taux de change, mais l'influence du taux d'intérêt sur la situation économique interne est déterminante ce qui rend l'utilisation de cet instrument parfois délicate. Compte tenu du lien entre les taux courts de refinancement des banques et la fixation des taux hypothécaires, toute augmentation des premiers entraîne à terme un relèvement des seconds. Cette situation s'est présentée depuis 1989. Cependant, la hausse de ces taux hypothécaires a un impact direct sur le niveau des loyers, donc sur l'indice des prix, outre son effet sur la conjoncture. L'objectif premier de la politique monétaire, à savoir la stabilité des prix, peut ainsi se voir altéré.

2.2.1.2. Les inflexions nées de la contrainte extérieure

La conduite de la politique monétaire a été profondément affectée depuis 1988 par la contrainte extérieure et le niveau du taux de change. La BNS a dû recourir de manière systématique à l'utilisation des taux d'intérêt pour contenir l'affaiblissement du franc suisse et tout relâchement s'est traduit assez directement par un accès de faiblesse de la monnaie.

Entre le début 1988 et la fin 1989, le franc a perdu environ 7% de sa valeur effective en terme nominal et près de 10% en termes réels. Il s'est affaibli vis-à-vis des principales monnaies: dollar, yen et deutschmark. Pendant toute cette période, les taux d'intérêt à court terme se sont accrus régulièrement passant d'environ 2% à plus de 7%. Cette évolution, parallèle aux taux allemands, faisait suite aux relâchements significatifs des politiques monétaires à la suite du crash boursier d'octobre 1987. Il est toutefois significatif de noter

²³ Depuis 1991, la BNS n'affiche plus d'objectif annuel de croissance pour MO compte tenu de la variation de cet indicateur sur le court terme. Désormais, sur une durée de quelques années, l'évolution de MO devrait être de 1% par an en moyenne. Cet objectif, inférieur à la progression du PIB, veut tenir compte des nouveaux moyens de paiements qui ne manqueront pas d'alléger la demande des billets.

que les taux suisses se sont ponctuellement inscrits au dessus des taux allemands sans empêcher un affaiblissement du franc vis-à-vis du mark.

Au début 1990, les tensions inflationnistes en Suisse sont devenues plus vives et le franc a subi un brusque accès de faiblesse, ce qui a contraint la BNS à laisser les taux faire une prime de plus de 100 points de base vis-à-vis des taux allemands. Cette situation, couplée aux développements de la crise du Golfe a permis une réappréciation temporaire de la monnaie qui a retrouvé partiellement son rôle de valeur refuge. Dès la fin des hostilités, une stabilité relative de l'indice s'est produite jusqu'à la fin 1991. Toutefois, si le franc a retrouvé quelques couleurs vis-à-vis du yen et du dollar, son érosion à l'égard des devises membres du SME s'est confirmée. Cet affaiblissement a très exactement correspondu à la réapparition d'une décote entre les taux suisses et les taux allemands, laquelle s'est accentuée au point d'atteindre plus de 150 points de base.

Cette situation a provoqué au début de 1992 une accélération inquiétante du mouvement de baisse du franc qui a contraint la BNS à intervenir massivement sur les marchés de changes afin de défendre la parité de sa monnaie, pour la première fois dans ce sens depuis l'instauration des taux de change flottants. Cette action a par ailleurs provoqué un net redressement des taux d'intérêt. Dans ce contexte, la valeur du franc suisse s'est quelque peu redressée.

La moins bonne tenue relative du franc suisse sur les marchés de changes est indéniablement à mettre en parallèle avec l'attrait croissant que représentent des monnaies autrefois galvaudées mais qui ont pu s'intégrer dans une zone monétaire stable. Le succès du SME a provoqué un moindre intérêt pour le franc compte tenu des écarts de rémunérations qui l'affectent. Si la dynamique visant l'Union monétaire devait se confirmer, elle devrait accentuer ce phénomène ne laissant à la Banque Nationale que le choix entre l'alignement des taux courts sur ceux de la monnaie d'ancrage du système (où convergeront les taux de tous les pays de la zone) ou l'acceptation d'une dépréciation du franc²⁴. Dans ce contexte de dépendance de facto, un examen des scénarios d'intégration monétaire de la Suisse au processus communautaire s'impose.

2.2.2. Les scénarios d'intégration monétaire

2.2.2.1. Le rattachement unilatéral

Le Traité sur l'Espace Economique Européen (EEE) n'a pas d'implications monétaires. Tout au plus, son entrée en vigueur permettait-elle d'accélérer le processus de dynamisation de la concurrence, avec pour effet de diminuer les facteurs structurels de l'augmentation des prix par les coûts. La création d'un grand marché où circuleront librement les capitaux, les biens, les services et les personnes semble toutefois mal s'accomoder à terme de variations

²⁴Les anticipations à l'égard des chances de voir ratifié le traité de Maastricht sont à cet égard riches d'enseignement. En juin 1992, les marchés ont vivement réagi au rejet danois par un désengagement à l'encontre de l'écu. En juillet, la décision de la Bundesbank d'augmenter son taux d'escompte a fait craindre un éclatement du SME lui-même. Ces anticipations ont entraîné un regain de vigueur du franc suisse qui est repassé sous la barre des 90 centimes pour 1 mark. Les gains de notre monnaie sont toutefois restés limités, la BNS ayant profité de la circonstance pour permettre une détente du loyer de l'argent. D'après certaines analyses (voir le Wall Street Journal des 7 et 8 août 1992) le franc suisse pourrait à contrario subir une baisse importante une fois le processus de l'UEM relancé à la suite d'un résultat positif du référendum français.

importantes de taux de change. En outre la Suisse serait le seul pays de l'EEE (à l'exception de l'Islande) à ne pas avoir de lien institutionnel avec le SME. Notre pays est dans ce sens dans une situation différente car on peut craindre qu'un verrouillage de la parité du franc ne provoque une tendance à l'harmonisation des taux, en l'occurrence par le haut. Il n'est toutefois pas certain que cette hypothèse se réalise car la Suisse conserve quatre avantages structurels qui, bien qu'en voie d'érosion, devraient lui permettre de conserver un différentiel en sa faveur un certain temps:

- la balance courante est traditionnellement excédentaire. Cet excédent équivaut environ à 4,5% du PIB, ce qui représente une performance bien supérieure actuellement aux autres pays de la zone SME,
- les déficits publics restent limités et l'endettement relativement faible en dépit d'une nette dégradation depuis 1991. Il n'y a pas à ce stade d'éviction du secteur privé sur le marché interne des capitaux. Toutefois, on assiste à un début de pression à la hausse des taux longs,
- les organismes de prévoyance professionnelle disposent de surplus importants qui doivent être placés en francs suisses, en l'état actuel de la législation,
- le système financier suisse reste solide et attractif en dépit de la montée de mauvais risques dans le domaine immobilier notamment.

De surcroît, la désinflation en cours devrait permettre à la Suisse de rejoindre les pays les plus performants en la matière. Quant au verrouillage de la parité, il est assorti de précautions. Les marges de fluctuations actuelles dans le SME sont de plus ou moins 2,25% mais elles pourraient être plus larges dans l'hypothèse d'un rattachement unilatéral. Elles ne sont pas suffisantes pour dissuader les investisseurs quand l'écart de taux d'intérêt est important (environ 400 points de base entre la lire et le mark) mais le différentiel entre les taux allemands et les taux suisses ont très rarement atteint plus de 150 points de base par le passé.

Il faut constater enfin que rien ne garantit aujourd'hui à la Suisse de pouvoir continuer à bénéficier d'une situation privilégiée en matière de taux d'intérêt si elle ne se rattache pas au SME. Comme on l'a vu plus haut, l'existence même d'une zone de stabilité en Europe enlève une grande partie de sa spécificité à notre monnaie. La faculté de pouvoir adapter les cours de change plutôt que d'ajuster les conditions monétaires internes ne constitue pas une marque d'indépendance de la politique monétaire alors que les objectifs de cette dernière, la stabilité des prix, coïncident avec les objectifs européens.

2.2.2.2. Autres formes de coopération et participation au SME

A défaut de rattachement unilatéral (soit en fixant un cours pivot du franc vis-à-vis de l'écu, soit en insérant le franc dans une grille de parités bilatérales), la coopération pourrait prendre une forme plus souple. En faisant converger les données économiques fondamentales de notre pays avec celles des membres les plus vertueux du SME, on s'assurerait d'une stabilité du taux de change sur le long terme. Par ailleurs, afin d'éviter les turbulences dans le court terme, nées d'anticipations spéculatives à la variation de la monnaie, un signe clair devrait être donné au marché. Il s'agirait de s'intégrer dans le

processus de consultation régulière et de coopération qui prévaut dans le SME et de signifier clairement l'attachement des autorités à une stabilité du taux de change. Cette coopération aurait en outre le mérite de nous permettre de nous insérer dans la consultation en cours sur le façonnage de la future union monétaire.

Une adhésion de la Suisse à la Communauté européenne aurait des implications plus directes sur la politique monétaire. Alors qu'avec l'EEE, le rattachement unilatéral reste une simple faculté, l'entrée dans le SME constitue un pas quasi-inévitable pour une adhésion à la CE. On peut noter toutefois, qu'à titre transitoire, une entrée dans le mécanisme de change pourrait être différée (la Grèce en constitue l'exemple), mais il s'agit plutôt d'examiner les conséquences d'une participation pleine et entière au mécanisme puis éventuellement à l'UEM.

Les implications d'une adhésion au SME se rapprochent de celles du rattachement unilatéral avec une différence toutefois: l'objectif premier de la politique monétaire nationale serait de maintenir le franc dans ses marges de fluctuations autorisées. Le meilleur moyen pour y parvenir consisterait à assurer, au-delà des manèges des taux d'intérêts, un effort de convergence avec les autres économies, effort aujourd'hui largement entamé. Par ailleurs, il convient de souligner combien une adhésion à la CE est une démarche globale. Il est difficile de séparer la politique de l'économique tout comme il est stérile d'assurer l'intégration de l'économie sans se soucier du monétaire.

2.2.2.3. Les perspectives de l'UEM

Dans le cas de la réalisation de l'UEM et d'une participation de la Suisse, le franc disparaîtrait au profit de la monnaie commune. Les taux d'intérêt s'imposeraient dans toute la zone et leur niveau serait dicté par la BCE. La marge de manoeuvre de la BNS sur ce point se verrait réduite à la seule faculté d'influencer les décisions de l'organe central par une action au Conseil des Gouverneurs. Certes, la disparition de l'autonomie de la politique monétaire peut paraître à première vue préjudiciable. Cet argument doit toutefois être combattu par la prise en compte de quatre éléments:

- rester à l'écart se résume en la seule faculté de tolérer une grande volatilité des taux de change comme contrepartie d'une politique monétaire différente. Or, le passé nous enseigne qu'une telle volatilité peut se révéler insupportable pour l'économie nationale au point de conduire à une modification drastique de la politique monétaire,
- l'union monétaire, en abaissant les coûts de transaction et en éliminant le risque de change, aurait un effet bénéfique sur la croissance. La non participation ferait peser l'essentiel du fardeau de ces coûts sur la seule économie suisse et fausserait ainsi la concurrence en sa défaveur,
- la disparition de la possibilité de se protéger par manipulation du taux de change contraindrait notre économie à procéder de manière continue aux ajustements structurels qui s'imposent et à favoriser une politique de l'offre libérée d'entraves,
- le but essentiel de la politique monétaire suisse, la stabilité des prix, pourra aussi bien être garanti par la BCE dont c'est le devoir principal. Les inadaptations structurelles et les variations de taux de change qui risquent d'être l'apanage d'une voie solitaire font peser un

risque sérieux sur la future stabilité des prix. On se souviendra à cet égard que l'Allemagne, membre du serpent monétaire, puis du SME, a fait mieux depuis 20 ans en matière de stabilité que la Suisse dont la liberté de manoeuvre était plus grande.

Pour conclure, deux remarques s'imposent. La réalisation de l'UEM ferait disparaître le franc suisse qui sert encore de monnaie spécifique des activités de la place financière suisse. Toutefois, il convient de souligner que la spécialisation de plus en plus poussée des établissements bancaires de notre pays dans la gestion de fortune et la gestion institutionnelle, couplée à l'utilisation systématique des nouveaux instruments financiers, diminue l'impact d'une disparition à terme de la monnaie nationale. Une renonciation de la monnaie propre pourrait s'avérer négative si celle-ci continuait à jouir d'un statut spécifique. Force est de constater qu'une rupture significative est intervenue depuis 1988 car le franc suisse a perdu sa propension à l'appréciation systématique sur le moyen terme vis-à-vis des autres devises, amoindrissant ainsi son attrait pour les investisseurs. La réduction en trois zones monétaires des relations financières internationales (dollar, euro-monnaie, yen) pénalisera une monnaie dont l'assise nationale est aussi réduite vis-à-vis des autres. Il est particulièrement significatif de constater que le pays qui a le plus dynamisé sa place financière ces dernières années est le Luxembourg qui connaît déjà une union monétaire. L'établissement de conditions-cadres favorables a été déterminant et c'est en agissant sur ce plan que la place financière suisse pourra préserver son attrait.

Le dernier point touche à la perception politique de la Suisse de la part du reste du monde en cas d'isolement. Pour conserver son attrait, notre pays devrait se montrer plus vertueux que ses concurrents de la Communauté et aucun manquement ne lui serait pardonné. Or, il ne paraît pas certain qu'un contexte dépourvu de contrainte extérieure permette une remise en cause rapide des situations acquises alors que l'on assiste à une accélération de l'Histoire.

Y. Ulmann

Berne, le 18 août 1992

s.C.41.765.19.3. - ULY/REM