

Studenten van het  
Federalisme Instituut

Centre d'Études  
Federalistes

Alain de Grandbrügge

Doctorat en Sciences  
Économiques, Harvard  
University

# 4 L'Union monétaire-belge Une approche stratégique

Rapport de synthèse remis au  
Prof. Henry Aukers, directeur des Études du Federalisme



**REEDS VERSCHENEN - DÉJÀ PARUS**

1. Bicaméralisme et Etat fédéral - La réforme du Sénat belge,  
Jérôme Sohier, juin 1990 ;
2. Un aspect du Fédéralisme coopératif horizontal :  
les accords de coopération entre entités fédérées,  
Pierre Klein, juin 1990 ;
3. Executive Federalism in Canada,  
Liesbet Hooghe, maart 1991 ;
4. L'Union monétaire belge - Une approche stratégique,  
Alain de Crombrughe, mars 1991.

**ANDERE PUBLICATIES - AUTRES PUBLICATIONS :**

Tijdschrift - Revue **FEDERALISME**

INFO : 02/517.95.96



Alain DE CROMBRUGGHE

L'UNION MONETAIRE BELGE  
UNE APPROCHE STRATEGIQUE

Mars 1991

L'auteur est doctorand en Sciences Economiques à Harvard University, il remercie les Professeurs Gonzales d'Alcantara et Henry Tulkens de leurs suggestions et commentaires, et le CORE à Louvain-la Neuve de son hospitalité.



## **0. INTRODUCTION**

### **0.1. LA QUESTION MONETAIRE**

Depuis longtemps déjà, la Belgique est prise dans un double mouvement. Il y a au niveau international, l'intégration européenne, et au niveau local, une demande croissante d'autonomie.

La monnaie, n'est entrée dans le débat que plus récemment. Une monnaie européenne est longtemps apparue comme irréaliste et contraire à la souveraineté nationale des pays membres. Le Franc Belge, par contre, jouit d'un large consensus parce qu'il favorise le commerce et l'investissement entre communautés et régions belges et luxembourgeoises.

Poser la question de la monnaie, à quelque niveau que ce soit, permet d'éclairer les objectifs poursuivis par l'instrument monétaire et les autres instruments de politique économique. L'union monétaire n'est pas un objectif en soi, elle est recherchée comme condition favorable au développement de l'activité économique et du bien-être de la population. Tout argument en faveur d'une union monétaire comprend deux aspects. Le premier montre les inconvénients des systèmes alternatifs : des taux de change fixes ou flottants entre monnaies locales. Le second examine le fonctionnement de l'union monétaire préconisée : les conditions qui accroissent l'efficacité des actes de l'émetteur de monnaie, des autorités locales et des agents économiques privés.

### **0.2. L'APPROCHE STRATEGIQUE**

Quiconque envisage d'user du pouvoir d'émettre une monnaie n'échappe pas à la question "Pourquoi faire ?". Pour y répondre, l'approche stratégique étudie précisément les motivations des agents économiques : objectifs, contraintes et réactions aux actions les uns des autres. Il s'agit, en fait, de comprendre le comportement des autorités qui émettent de la monnaie, et aussi des agents qui utilisent de la monnaie : autorités fiscales, fournisseurs de facteurs de production (travail, capital, ...), entreprises, consommateurs.

Cette étude aborde d'abord la concurrence entre autorités monétaires, c'est-à-dire entre zones monétaires (pays) (section 1). Ensuite vient le problème de la crédibilité de chaque autorité monétaire aux yeux des agents économiques de sa zone (pays) (section 2). A chacun de ces deux niveaux, les interactions peuvent être décrites comme des jeux où les parties en présence tentent de s'influencer, en tenant compte des objectifs et contraintes les unes des autres. Ces jeux ont généralement un point d'équilibre. L'efficacité économique de l'équilibre atteint varie d'après les conditions de jeu. L'intérêt stratégique d'une union monétaire est d'améliorer les conditions de jeu.

Malgré les problèmes de concurrence et de crédibilité, une entité économique peut avancer deux raisons de garder sa propre monnaie : la maîtrise du taux d'inflation et la maîtrise du taux de change. Pour l'inflation, il faut étudier pourquoi une région peut rechercher un taux de hausse des prix différent de celui qu'offrirait une union monétaire (section 3). Pour le taux de change, il faut voir pourquoi une région peut rechercher une modification du prix des biens échangés entre zones monétaires. Il faut reconnaître également les implications de cette modification pour la politique monétaire et pour les prix domestiques. Il faut aussi en peser les coûts : les échanges internationaux souffrent de coûts de transactions et de distorsions des décisions de production (section 4). Pour répondre aux chocs économiques locaux et développer une politique de croissance, il existe d'autres moyens que le taux de change. Cette étude suggère qu'ils peuvent être plus efficaces aussi (section 5).

L'objectif d'une union monétaire est, en fait, d'offrir des signaux de prix plus stables et plus fiables que ceux de monnaies régionales. Ces signaux augmentent alors la qualité des autres décisions économiques publiques et privées. Le libre-échange est une condition nécessaire à l'union monétaire, mais celle-ci permet d'en exploiter toutes les possibilités. De plus, l'union monétaire facilite le développement de politiques communes si ses membres le désirent (section 6).

# 1. LA CONCURRENCE ENTRE MONNAIES

## 1.1. FORMES DE CONCURRENCE

La concurrence entre monnaies peut être comparée à d'autres domaines de concurrence plus connus, comme celui du marché d'un produit.

Deux types de concurrence retiennent l'attention : la concurrence atomistique et la concurrence monopolistique. Les concurrents atomistiques considèrent les signaux du marché comme donnés et insensibles à une décision individuelle d'un participant au marché. Les concurrents monopolistiques, par contre, savent que le comportement individuel de chacun d'entre eux peut affecter l'équilibre du marché, ils prévoient donc une réponse optimale à chaque action des autres participants.

La concurrence atomistique, quand elle est possible, est généralement efficace, puisqu'il serait vain pour un concurrent de consacrer des ressources à modifier le comportement des autres. Elle est cependant peu applicable aux monnaies : en matière monétaire, la concurrence atomistique signifierait le retour au troc, à une monnaie pour chaque bien, alors que tout le bénéfice d'une monnaie vient de son pouvoir d'évaluer, échanger, ou acquérir le plus grand nombre possible de biens (1).

La concurrence monopolistique est nécessairement inefficace : les participants gaspillent une partie de leurs ressources à tenter d'affecter les décisions les uns des autres. Ils n'ont cependant pas le choix, car il suffit que l'un d'eux se lance dans cet exercice pour que tous aient intérêt à le faire. C'est ce que la théorie des jeux a appelé le "dilemme du prisonnier".

---

(1) La théorie monétaire classique donne trois fonctions à la monnaie : étalon de valeur (évaluer), moyen de transaction (échanger), réserve de valeur (acquérir). D'autres approches traitent la monnaie comme un bien, substitut de certains biens, complément d'autres.

## 1.2. LE DILEMME DU PRISONNIER

Il y a différentes façons de présenter le dilemme du prisonnier. Un exemple peut être éclairant. Quand une salle de cinéma brûle, tous les spectateurs veulent en sortir. Si tous se précipitent en désordre vers la porte, un bouchon se crée et personne n'en sort. Si tous se mettent en file, tous ont de bonnes chances d'en sortir. Mais dans ce cas, il devient extrêmement tentant pour un individu de dépasser les autres : il ne rencontrera pas de bouchon et se mettra sûrement à l'abri. Cette tentation touchant tous les spectateurs, l'équilibre de ce "jeu" est le bouchon. La situation efficace est la sortie en file, une situation où, par rapport à l'équilibre, tout le monde gagne et personne ne perd (2).

La différence entre équilibre et solution efficace apparaît clairement dans le tableau ci-dessous. Deux joueurs ont chacun le choix entre tricher et coopérer. Les quatre cases du tableau présentent les combinaisons possibles. Les gains y sont donnés, d'abord pour le joueur I puis pour le joueur II. On trouve l'équilibre de ce jeu en cherchant, pour chaque action d'un joueur, la meilleure réponse de l'autre joueur. Ici, l'équilibre est à la case 1, où les deux joueurs trichent. La solution efficace est à la case 4, où les deux joueurs coopèrent. Vu la structure des gains du tableau ci-dessous, la solution efficace ne peut être atteinte que si chaque joueur a la garantie que l'autre s'y tiendra.

---

(2) Les économistes appellent cette efficacité "efficacité au sens de Pareto". Elle est définie formellement comme une situation où il n'y a pas moyen d'améliorer la situation d'un agent sans détériorer celle d'un autre.

Tableau : Le dilemme du prisonnier à deux joueurs

		Joueur I	
		Triche	Coopère
Joueur II	Triche	1 0 , 0	2 10 , -10
	Coopère	3 -10 , 10	4 5 , 5

Un des objectifs majeurs de la politique économique est de développer des règles et institutions qui permettent d'atteindre l'état efficace. Cela se fait, entre autres, en réduisant les incitants à dévier de cet état, c'est-à-dire en réduisant les occasions de faire des gains aux dépens d'autres joueurs (3).

### 1.3. EXEMPLES DE CONCURRENCE MONETAIRE

L'approche stratégique révèle une inévitable inefficacité des interactions entre pays basées sur la monnaie. Cette inefficacité est particulièrement présente quand plusieurs pays poursuivent simultanément des objectifs semblables aux dépens les uns des autres.

Un premier exemple bien connu de concurrence monétaire est celui des dévaluations compétitives : chaque pays tente d'exporter plus et d'importer moins en dévaluant sa monnaie. Si tous les pays poursuivent cette même politique, une spirale de dévaluations s'enclenche. L'inefficacité de cette politique est une réduction dramatique du commerce international. La crise des années 1930 est un exemple de dévaluations compétitives : les taux de change des monnaies se sont retrouvés en 1938 à peu près à leur niveau de 1928, mais l'activité économique et les échanges internationaux ont fortement baissé. Chaque pays craignait de perdre de l'or ou de

---

(3) Gonzales d'Alcantara (1988) a appliqué ce raisonnement au financement des communautés et des régions en Belgique.

s'endetter chez ses concurrents. Cela a empêché la coopération dans le redressement, sous forme soit de stimulation de la demande globale (suggestion de Keynes), soit de croissance prudente de la masse monétaire (suggestion des monétaristes, Friedman et Schwartz) (Kindleberger 1986).

Un second exemple de concurrence monétaire a été trouvé par certains dans la lutte contre l'inflation au début des années 1980. Bien des banques centrales auraient été tentées de recourir à des appréciations compétitives de leur monnaie pour faire baisser le prix des biens importés, et ainsi l'indice des prix. L'inefficacité de cette politique aurait été une réduction excessive de l'offre de monnaie et de l'activité économique (Bruno et Sachs 1985, Sachs 1985).

La poursuite d'objectifs nationaux totalement indépendants, réduit le risque de concurrence monétaire. Un glissement continu du taux de change reflète alors ces choix de politique économique sans les affecter. Il semble, cependant, que les pays industrialisés poursuivent des objectifs de plus en plus liés et semblables. Les raisons en apparaîtront dans les sections sur l'inflation et le taux de change. Elles proviennent du désir de développer le commerce international, dont tous profitent et par lequel le monde s'intègre de plus en plus. Il devient alors désirable que les objectifs poursuivis soient communs ou compatibles et que les occasions d'exploiter ses partenaires soient réduites.

#### **1.4. SOLUTIONS : TAUX FIXES OU MONNAIE COMMUNE ?**

En théorie, des taux de change fixes peuvent éliminer l'incitant principal à la concurrence monétaire. En fait, ils n'offrent pas la même garantie de fixité qu'une monnaie commune. Des politiques économiques incompatibles avec la fixité des taux de change peuvent être poursuivies jusqu'à ce que des changements considérables s'imposent quand-même. Par contre, des taux de change fixes s'obtiennent naturellement entre entités qui poursuivent toutes un seul et même objectif (ou chacune un objectif compatible avec celui des autres). Par exemple, la poursuite de la stabilité du prix de l'or ou d'un même panier de biens peut être un objectif domestique commun compatible avec la fixité du taux de change. Une monnaie commune permet la stabilité des prix, sans les incertitudes des taux de change fixes.

Les effets de la concurrence monétaire sont particulièrement coûteux pour des régions très liées économiquement et poursuivant des politiques économiques fort semblables. L'union monétaire se justifie d'abord entre de telles régions.

Cependant, la théorie économique enseigne aussi qu'une distorsion peut en compenser une autre. Cela peut être vrai de la concurrence entre autorités monétaires, quand celles-ci sont aussi prises dans un jeu avec leur économie domestique. C'est ce jeu que décrit la section suivante.

## **2. LE PROBLEME DE CREDIBILITE**

### **2.1. INCITANTS A RENIER UN ENGAGEMENT**

Le problème de la crédibilité d'une politique monétaire est celui des relations entre l'autorité monétaire et les autres agents économiques d'une zone monétaire. Il se pose aussi bien au niveau de la création de monnaie que de la détermination du taux de change.

Il est dans l'intérêt de tous que l'autorité monétaire s'engage à suivre une politique de prix et de taux de change qui minimise les distorsions dans l'économie, compte tenu de la structure de l'économie. Les agents économiques peuvent ensuite se baser sur ce programme monétaire pour prendre leurs décisions de prix, production, emploi, investissement.

Cependant, une fois les décisions du secteur privé prises, l'autorité monétaire peut être tentée par une modification surprise de son programme. Si cette action n'est pas anticipée, elle donne à l'autorité monétaire un avantage sur les structures de l'économie. Une surprise monétaire peut permettre une réduction du chômage, ou la collecte d'impôts supplémentaires. Une surprise de change peut stimuler des exportations (4).

---

(4) Les avantages mentionnés ici sont pris comme donnés. Cette section étudie le problème de crédibilité que la recherche de tels avantages pose. Les sections 3 (inflation) et 4 (taux de change) étudient leur importance économique.

## 2.2. INEFFICACITE DU MANQUE DE CREDIBILITE

Le secteur privé peut être capable de comprendre les objectifs de l'autorité monétaire : d'une part ses efforts pour minimiser les distorsions des prix et d'autre part sa tentation de créer un effet de surprise. En augmentant ses prix, le secteur privé peut prévenir l'effet de surprise d'une inflation ou d'une dévaluation. Il se prémunit ainsi jusqu'au point où il sait que l'émetteur de monnaie ne recherche plus l'effet de surprise par crainte de créer des distorsions trop élevées (5).

Au point d'équilibre, ce manque de crédibilité est inefficace puisqu'il crée des distorsions sur les marchés, sans produire les bénéfices de l'effet de surprise (Barro et Gordon 1983).

Le problème de crédibilité peut encore être accru par la dispersion des responsabilités monétaires. Dans de nombreux pays, dont la Belgique et les Etats-Unis, la politique monétaire est confiée à la banque centrale (la Banque Nationale de Belgique, la Federal Reserve), mais la politique de change appartient au ministre des finances, qui peut charger la banque centrale de son exécution.

Politique de change et politique monétaire ne sont pas indépendantes, les agents économiques scruteront donc les intentions des deux autorités (6).

---

(5) Par exemple, une quantité de monnaie  $M$  permet d'acheter une quantité  $Y$  de biens à un prix  $P$ . L'autorité monétaire peut vouloir augmenter  $M$  pour augmenter  $Y$ , mais le secteur privé peut préférer augmenter  $P$ . L'augmentation de  $P$  cause des distorsions dans les revenus et les prix : elle appauvrit certains, enrichit d'autres et stimule la production de biens dont le prix monte facilement. Le secteur privé peut savoir pour quelle augmentation de  $P$ , l'autorité monétaire préférera la lutte contre ces distorsions à la stimulation de  $Y$ .

(6) La section 4 discute le lien entre taux de change et politique monétaire. Malgré l'autonomie de la Réserve Fédérale américaine, les pressions du trésor pour faire baisser le dollar sont un des thèmes de mon analyse du mini-crash boursier d'octobre 1989 dans *La Libre Belgique* (Le jeu monétaire et les marchés, 21 octobre 1989).

### 2.3. EXEMPLES

Des analystes du système monétaire européen, souvent italiens, suggèrent que les membres à haut taux d'inflation sont en proie à un problème de crédibilité. En Italie, une tradition d'inflation élevée et un déficit public atteignant encore 10 % du produit national par an peuvent justifier la crainte d'une surprise inflationniste. Ceci expliquerait la difficulté pour l'Italie de réduire son taux d'inflation par la seule politique monétaire.

La dévaluation belge de 1982, et les réticences de la Banque Nationale et du Grand-Duché de Luxembourg peuvent s'expliquer dans le même cadre. La Banque Nationale tentait de limiter la création de monnaie et de maintenir ainsi un taux d'inflation relativement bas. Cependant, à la suite du choc pétrolier de 1973, le gouvernement et les partenaires sociaux suivaient une politique d'endettement et de salaires (élevés et indexés) incompatible avec la discipline monétaire que la Banque Nationale tentait de leur imposer. Ils savaient probablement qu'à défaut d'un financement monétaire, ils auraient l'issue d'une dévaluation. Tandis que la liaison du Franc belge au Deutsche Mark était présentée comme un élément de discipline et de maintien du pouvoir d'achat, elle causait, en fait, une perte de compétitivité pour l'économie belge et un déficit extérieur. La Banque Nationale était alors forcée de substituer des fonds d'état aux devises dans ses actifs (7). La politique monétaire de la Banque Nationale était contournée, et la dévaluation inévitable. La dévaluation n'a pu restaurer la compétitivité que grâce à des mesures d'accompagnement (contrôle des salaires et des dépenses publiques, et encouragement du capital à risque) et à une conjoncture mondiale favorable. Le Grand-Duché de Luxembourg, qui ne possédait pas le pouvoir d'enclencher une dévaluation, avait suivi une politique de salaires et d'endettement plus prudente (8).

---

(7) Pour clarifier ce point, l'annexe 1 présente la structure du bilan de la Banque Nationale, et en fait de toute banque émettrice de monnaie.

(8) A la prudence peut s'être ajouté le désir de développer ses services financiers, ce qui s'accompagne souvent d'une monnaie forte (Suisse) à défaut de très répandue (Etats-Unis, Angleterre).

## 2.4. SOLUTIONS PARADOXALES

Deux remèdes ont été proposés à l'inefficacité du manque de crédibilité : la concurrence monétaire, et l'acquisition d'une réputation anti-inflationniste.

La concurrence monétaire permet aux banques centrales de lutter contre l'inflation par des appréciations compétitives. Cet effet du taux de change augmente le coût de la création surprise de monnaie et compense, aux yeux des agents économiques, un manque de crédibilité domestique. Cette compensation d'effets est très connue en finances publiques (9), mais elle apparaît ici comme quelque peu théorique. L'idée peut être applicable aux grands pays, en particulier aux Etats-Unis (Rogoff 1985).

Une réputation anti-inflationniste peut s'acquérir auprès d'un pays voisin par la fixation du taux de change (Giavazzi et Pagano 1988). L'idée est de bénéficier de la crédibilité d'une banque centrale qui ne crée pas de surprises, comme la banque fédérale allemande (Bundesbank). Cependant, il n'est pas facile de choisir la monnaie de référence qui convient en termes de taux d'inflation et en termes de taux de change avec le reste du monde.

La fixation du taux de change n'est jamais irrévocable. Elle déplace seulement le problème de crédibilité. Si la politique monétaire reste inflationniste, la perte de compétitivité ne sera pas une sanction sévère si une dévaluation peut l'effacer. Un gain direct procuré à l'Etat peut rendre la fixation du taux de change plus crédible. La récente décision belge de limiter les fluctuations du franc par rapport au mark est basée sur le désir d'abaisser le taux d'intérêt en francs belges aussi près que possible du taux d'intérêt en marks. Cela réduit la charge d'intérêt de la dette publique belge. Peu de pays, cependant, recherchent un endettement élevé, et son effet bénéfique de stabilité monétaire est paradoxal et variable.

---

(9) C'est la théorie de l'optimum de second rang (second best) par rapport à l'optimum de premier rang (first best) : effets externes, taxes et subsides se compensent : supprimer l'un peut aggraver les distorsions causées par les autres.

Une réputation anti-inflationniste peut encore s'acquérir d'une autre manière : en acceptant une forte et rapide récession pour arrêter l'inflation. Cette méthode semble avoir été suivie par les Etats-Unis et la Grande-Bretagne au début des années 1980. Elle a donné à ces pays une reprise économique plus rapide que celle du groupe qui suivait l'Allemagne. Cependant la tolérance par ces pays d'un regain d'inflation, dès 1988, a jeté un doute sur leur crédibilité récemment acquise, tandis que l'autre groupe commençait à combiner croissance et bas taux d'inflation.

## **2.5. SOLUTION PAR ELIMINATION**

Il semble que la perspective d'une monnaie commune rend les pays européens plus soucieux de maintenir leur position compétitive. Un nouveau choc pétrolier peut cependant raviver la tentation de laisser monter les salaires indexés et l'endettement de l'Etat, ceci dans la mesure où on peut recourir à une dévaluation au moment où des problèmes de compétitivités apparaissent. Cette faiblesse serait encore plus coûteuse que de renoncer tout de suite à suivre une monnaie forte.

Le caractère irréversible d'une union monétaire reporte le problème de crédibilité au niveau de l'union. La division d'unions monétaires existant aujourd'hui amènerait inévitablement une baisse de crédibilité pour la plupart de leurs composantes, ne fut-ce que pour une question d'inexpérience et de réduction de taille. C'est un supplément d'autonomie économique que peu désirent. Centrer la politique monétaire sur la seule stabilité des prix est plus crédible, le faire en commun est plus facile.

### **3. LE CHOIX D'UN TAUX D'INFLATION LOCAL**

#### **3.1. TAUX D'INFLATION MONETAIRE**

La section précédente a montré qu'une autorité monétaire, tentée de créer des surprises, peut avoir de la peine à maintenir un taux d'inflation optimal. Il faut maintenant aborder les raisons qui poussent une autorité monétaire à manipuler son taux d'inflation. Ce sont le revenu de la création de monnaie, la stimulation du marché des capitaux et la stimulation de la demande globale.

Le taux d'inflation discuté dans cette section est le taux d'inflation monétaire qui, à terme, entraîne nécessairement une hausse de tous les prix, tant à la consommation qu'à la production. Le choix d'un taux d'inflation monétaire propre est incompatible avec le maintien de taux de change fixes avec d'autres monnaies. Certaines variations dans les indices locaux des prix à la consommation sont, elles, compatibles avec une union monétaire à politique constante (10). Ces variations reflètent la demande pour des biens locaux et font partie du processus d'ajustement régional discuté à la section 5.

#### **3.2. SEIGNEURIAGE**

L'émission de monnaie procure un revenu à l'Etat. Les citoyens sont prêts à payer un prix pour les services rendus par la monnaie. L'inflation est comme une taxe sur ces services. La théorie de la taxation optimale suggère de taxer les biens en fonction de l'élasticité de la demande. Un important marché noir ou un système financier peu développé peuvent rendre la demande de monnaie peu élastique. Un taux d'inflation monétaire élevé est alors une source appréciable de revenus pour l'Etat. Aussi, certains pays européens du Sud financent dix pourcents de leurs dépenses publiques par l'émission de billets et l'imposition de réserves obligatoires aux banques (passif de la banque centrale) (Drazen 1989).

---

(10) En août 1990, le taux de hausse des prix à la consommation en Espagne et en Italie était de 7 %. En Italie, la hausse des prix à la production était de 6 %; en Espagne, de 3 %. L'inflation monétaire est plus élevée en Italie qu'en Espagne, mais la demande de biens locaux par les investisseurs étrangers est plus élevée en Espagne.

Cependant, ces pays ne désirent maintenir ni le marché noir, ni la faiblesse du système financier. Ils désirent renoncer dès que possible à une création monétaire qui n'est pas optimale à terme et qui peut même retarder leur développement.

Quand l'inflation monétaire gonfle les prix et les revenus nominaux, la non-indexation des barèmes fiscaux progressifs augmente la taxation. Pour augmenter la taxation, une révision directe des barèmes est, toutefois, plus appropriée que l'inflation des revenus nominaux.

### **3.3. INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS**

Le rôle de l'inflation sur le marché des capitaux est principalement fonction de la relation de substituts ou compléments de la monnaie et du capital. Tobin et Mundell ont développé dans les années 1960 un argument basé sur une relation de substituts : une légère inflation rend la détention de monnaie moins attrayante et encourage les prêts à intérêts ou l'acquisition de capital à risque. McKinnon (1973) a montré cependant que, dans la plupart des pays en développement, la monnaie et le capital sont complémentaires. En effet, le paiement d'avance de stocks et de biens d'équipement requièrent l'accumulation de liquidités. De même, l'intermédiation financière entre épargnants et investisseurs requiert que la monnaie garde sa valeur.

Au niveau des entreprises, l'inflation réduit les dettes libellées en unités monétaires, mais aussi les créances. L'inflation rend les amortissements pour investissements, sur base de leur valeur historique, insuffisants pour en assurer le renouvellement.

De toutes façons, il n'y aura jamais sur le marché des capitaux un argument pour un taux d'inflation élevé, mais seulement pour un taux non négatif empêchant l'accumulation d'actifs monétaires non productifs.

### **3.4. STIMULATION DE LA DEMANDE FINALE**

Enfin le rôle de l'inflation comme stimulant de la demande globale a été largement remis en question par les récentes expériences de stagnation et inflation. La courbe de Phillips - où quelques points de chômage en moins s'échangeaient contre quelques points d'inflation en plus - ne tenait pas assez compte des réponses de l'offre de travail et de capital. En fait, l'indexation des revenus ou les attentes rationnelles des agents privés et des syndicats rendent le taux de chômage insensible au taux d'inflation (courbe verticale, à long terme). De plus, le prix de l'énergie ou un effet négatif de l'inflation sur l'investissement productif augmentent, simultanément, et le chômage et l'inflation (déplacement de la courbe). Face à une telle réduction des possibilités de production (choc de l'offre), l'inflation ne peut maintenir l'emploi que si elle érode les salaires réels (11) (Bruno et Sachs, 1985).

En stimulant la demande, l'inflation ne permet pas de juger exactement la rentabilité des activités économiques. Toute activité peut survivre en augmentant son prix. La sélection des productions ne se fait plus en fonction de leur potentiel de croissance et de profit, mais en fonction de la facilité avec laquelle la clientèle acceptera une hausse de prix.

### **3.5. CONSENSUS**

Cet aperçu des trois arguments traditionnels pour l'inflation suggère qu'un consensus se dégage de plus en plus pour un taux d'inflation bas. L'inflation amène trop de distorsions dans les prix et les revenus, et donc dans le comportement économique, pour se justifier comme source de revenus fiscaux et de stimulation des investissements ou de la demande.

---

(11) La hausse du coût de facteurs importés réduit les possibilités de production des facteurs locaux. A prix réel donné, la demande pour ces facteurs baisse. L'inflation peut réduire leur coût réel si leur prix nominal reste constant, sinon leur sous-emploi réduit encore les possibilités de production.

Il y a donc peu de raisons pour un pays de s'opposer à une monnaie commune capable de réaliser un bas taux d'inflation. Ceci est encore plus vrai pour les pays où un problème de crédibilité maintient un taux d'inflation plus élevé que celui qu'ils préféreraient atteindre. Par contre, on voit mal des entités à bas taux d'inflation rejoindre une union monétaire qui risquerait d'en produire un plus élevé.

La section 6 étudiera comment l'union monétaire peut s'en tenir à un taux d'inflation bas. Il faut d'abord voir si d'autres raisons qu'un taux d'inflation monétaire propre ne demandent pas de garder la liberté d'ajuster le taux de change local.

## 4. LE CHOIX D'UN TAUX DE CHANGE LOCAL

### 4.1. OFFRE ET DEMANDE DE MONNAIE

Le taux de change est un prix, le prix auquel s'échangent les services d'une monnaie contre ceux d'une autre. C'est pourquoi le taux de change entre deux monnaies (devises) est fondamentalement déterminé par l'offre et la demande pour chacune de ces monnaies. L'offre est le fruit de la politique monétaire de l'autorité émettrice. La demande dépend des besoins des agents économiques pour le service monétaire dans sa zone de circulation.

A offre donnée, la demande pour une devise dépend de la quantité de biens qu'elle permet d'acquérir. Si cette quantité augmente, la devise devient relativement rare et donc chère. Sur le marché domestique, cette rareté cause une hausse des taux d'intérêt à court terme. Cette hausse incite les agents économiques (locaux) à limiter leur détention de monnaie. Sur le marché des changes, la devise s'apprécie car, par rapport aux autres devises, elle donne accès à relativement plus de biens et à des rendements d'intérêt plus élevés. Progressivement, le prix des biens exprimé en cette devise doit baisser, reflétant la relative abondance des biens par rapport à l'offre du service (monnaie) qui permet de les échanger. Ensuite, les taux d'intérêt à court terme, en cette devise, peuvent baisser aussi (12).

Certains exemples de hausse de la demande de monnaie, à offre constante, sont bien connus. Le Mark allemand s'apprécie, depuis la dernière guerre, suite à la faible croissance monétaire voulue par la Bundesbank combinée avec la forte hausse de la productivité (et de la production) allemande. La Livre Sterling s'apprécia, au début du gouvernement Thatcher (1979-80), suite à un contrôle strict de l'offre de monnaie tandis que l'exploitation du pétrole en Mer du Nord en augmentait la demande par l'étranger. La Peseta espagnole s'est appréciée, à la fin des années 1980, suite à l'influx d'investissements étrangers en Espagne.

---

(12) On reconnaît une équation de demande de monnaie du type  $M/P=(Y/V)-hi$ . M est la masse monétaire, P l'indice des prix, Y le flux de transactions d'une année, V le nombre de fois que M circule en une année (vélocité), h un coefficient de sensibilité de la demande de monnaie au taux d'intérêt à court terme i.

A demande constante, une hausse de l'offre de la devise la rend relativement abondante. Elle se déprécie sur le marché des changes. Sur le marché domestique, les taux d'intérêt à court terme tendent à baisser, induisant les agents économiques à détenir plus de liquidité. Le prix des biens augmente, absorbant la quantité de monnaie excédentaire. Les taux d'intérêt à long terme, eux, montent pour compenser la perte de valeur de la monnaie par rapport aux biens qu'elle permettra d'acheter à l'avenir (13). Cette situation a longtemps été celle de l'Italie (14).

#### 4.2. TAUX DE CHANGE FIXES

La banque émettrice peut décider de maintenir des taux de change fixes. Ces taux sont les prix auxquels elle accepte d'échanger chaque devise étrangère contre sa propre devise (et inversement).

En cas de forte demande pour sa devise, la banque centrale ne peut en maintenir l'offre constante, que tant qu'elle peut réduire le crédit à l'économie locale (bilan, annexe 1). Progressivement, elle est forcée d'augmenter l'offre de monnaie. Cela peut causer des hausses de prix, spécialement pour les biens qui ne peuvent être importés facilement ni produits rapidement. Ainsi, aux Pays-Bas, l'exportation de gaz naturel, dès les années 1960, en régime de taux de change fixes, a forcé la banque centrale à répondre à la hausse de la demande de florins par une hausse de l'offre. Le prix, puis la production, des services locaux ont alors augmenté, au détriment des exportations traditionnelles (non-gazières). Les difficultés sociales liées à la réallocation des ressources entre secteurs d'activité ont été appelées "malaise néerlandais", en fait il s'est agi d'un enrichissement.

---

(13) Les taux d'intérêt nominaux se composent de deux éléments. Le premier est le taux réel, il équilibre l'offre (épargne) et de la demande (investissement) de fonds. Le second est l'inflation attendue, il anticipe et couvre la hausse des prix à la consommation (perte de pouvoir d'achat).

(14) L'Italie, cependant, maintenait jusqu'à juillet 1990 des contrôles sur les mouvements de capitaux, limitant la transformation de lires en devises étrangères. Au cours de la libéralisation, elle a, cependant, plutôt connu une entrée de capitaux.

Si elle veut qu'offre et demande de monnaie s'équilibrent, l'autorité monétaire ne peut pas longtemps manipuler le taux de change (prix) dans un sens et l'offre de monnaie (quantité) dans le sens contraire, à moins de rationner les échanges de devises. Le rationnement est souvent moins souhaitable que l'équilibre du marché : il nuit à la part de commerce et d'investissement qui est rationnée et envoie aux agents économiques un signal contraire au signal de prix, faussant leurs décisions. De plus, le rationnement ne peut être que temporaire. A défaut de changement de politique monétaire ou fiscale, un changement de taux de change devient inévitable, et souvent, prévisible. Ceux qui le peuvent, font alors un profit certain en vendant la devise qui va être dévaluée. Pendant les efforts de retardement d'un inévitable changement de taux de changes, un marché parallèle s'établit et les problèmes économiques qui justifient le changement prennent, eux, des proportions dramatiques.

Accompagnés d'une politique cohérente et d'une crédibilité suffisante, par contre, des taux de change fixes facilitent les transactions internationales, améliorent les signaux de prix, et stabilisent la demande pour chaque devise. Les points suivants montrent que les taux de change flottants n'ont pas ces avantages.

#### **4.3. TAUX DE CHANGE ET PRIX DES BIENS**

La discussion de l'offre et de la demande de monnaie a introduit trois prix du service monétaire domestique : les prix des biens (indice des prix), des devises étrangères (taux de change) et du temps (taux d'intérêt). Il faut maintenant clarifier la relation entre l'indice des prix et le taux de change. La relation entre le taux d'intérêt et le taux de change fait l'objet du point suivant (4.4.).

La devise d'un pays est le service qui permet d'acheter les biens et services mis en vente dans ce pays. L'évolution de l'indice des prix à la consommation représente l'évolution du nombre d'unités de monnaie qu'il faut pour acquérir un panier prédéterminé de biens de consommation. Ce panier comprend des biens importés, des biens exportés et des biens et services de consommation locale. Les biens importés et exportés constituent, ensemble, les biens échangés entre pays, par opposition aux biens non échangés (ou de consommation locale), qu'il est

impossible de transporter d'un pays à l'autre : une coupe de cheveux, un trajet en bus (15).

Pour des biens identiques échangés entre pays, le prix (net de frais de commercialisation et transport) ne peut différer longtemps d'un pays à l'autre. L'égalité des prix est assurée par le commerce international, soit via le taux de change soit directement via un ajustement de prix. On appelle cette égalité la "parité des pouvoirs d'achat" ou la "loi du prix unique".

Chaque pays tend à exporter certains types de biens et à en importer d'autres. Une hausse du prix des biens importés par rapport à celui des biens exportés est appelée détérioration des termes de l'échange. Cette baisse de pouvoir d'achat sur le marché mondial peut aussi apparaître dans une dépréciation de la monnaie nationale. Elle signale que le pays doit réduire sa consommation de biens importés et augmenter sa production de biens exportables, dans des secteurs d'exportation nouveaux, ou traditionnels mais plus efficaces.

Le prix des biens échangés entre pays par rapport aux biens non échangés peut aussi se modifier. Une augmentation du prix des biens échangés se fait par une dévaluation de la monnaie nationale, ou par une hausse du prix des biens échangés, ou par une baisse du prix des biens non échangés. Elle signale que le pays doit réduire sa consommation et augmenter sa production de biens échangés. Il doit réallouer des ressources du secteur des biens non échangés vers le secteur des biens échangés.

Dans un pays où la plupart des prix sont fixés dans la devise nationale, un changement de taux de change n'est donc qu'un moyen de changer, en une fois, les prix relatifs de toute une série de biens, plutôt que de changer ces prix un à un. Ainsi, une dévaluation n'a d'effet qu'en modifiant les prix relatifs et ne réussit que si ces prix causent un changement de comportement économique (consommation et production). Ce changement doit

---

(15) Les producteurs de biens échangés forment le secteur "exposé" (au commerce international) : les producteurs de biens non échangés, le secteur "abrité" (ce dernier comprend aussi la plupart des services publics).

rééquilibrer la balance commerciale, c'est-à-dire augmenter les exportations par rapport aux importations. Si les ressources ne se réallouent pas bien et si la productivité n'augmente pas, le pays s'appauvrit. Il est alors forcé de réduire ses importations, au lieu d'accroître ses exportations pour pouvoir ainsi maintenir ses importations.

La hausse de l'indice des prix à la consommation suite à une dévaluation vient de la hausse de prix des importations. Une baisse serait tout aussi imaginable si le prix des biens locaux était moins résistant à toute baisse. Ce qui compte est le changement de prix relatif entre les composantes de l'indice. Dans une économie où prix et salaires sont indexés, une dévaluation entraîne une hausse de tous les prix indexés avant d'atteindre son but (16).

Loi du prix unique, modification des termes de l'échange et équilibre de la balance commerciale ne sont pas les seules raisons de mouvements du taux de change. L'investissement international en est une autre. Son importance est considérable car il permet aux pays emprunteurs d'importer temporairement plus qu'il n'exportent, tandis que les pays prêteurs exportent plus qu'ils n'importent (17). Les flux de capitaux expliquent aussi une part de la volatilité des taux de change flottants.

- 
- (16) Pour augmenter le prix des biens étrangers de 1 % par rapport aux biens domestiques, la dévaluation devra alors être supérieure à 1 %. Si l'indexation est complète, les prix relatifs ne changent pas : 1 % d'augmentation d'un prix augmente tous les autres prix d'1 %. Si l'indexation est limitée aux salaires, ils sont protégés de la dévaluation qui touche uniquement le revenu des autres services (épargne), et ensuite l'emploi (dans la mesure où il dépend des autres facteurs de production).
- (17) L'annexe 2 présente la structure de la balance des paiements d'un pays. Ce point y apparaît clairement.

#### 4.4. TAUX DE CHANGE TAUX D'INTERET

Si une monnaie est très demandée en prévision d'une forte croissance économique dans un pays, elle peut s'apprécier au-delà de la valeur justifiée par cette croissance (18). Le taux d'intérêt à court terme monte, poussé par la rareté relative de la monnaie. Le taux d'intérêt réel à long terme monte aussi, suite à la demande de fonds pour les investissements. Ces taux d'intérêt élevés augmentent l'attrait de la devise, et un supplément de demande étrangère cause un supplément d'appréciation. Pour arrêter l'engouement, il faut qu'une dépréciation soit attendue, d'un montant égal à la différence de taux d'intérêt entre cette devise et les autres (19). L'attente de dépréciation peut avoir deux origines. D'une part, la rareté relative de la monnaie peut baisser : les prix en cette monnaie baissent (ou montent moins vite qu'ailleurs) et les banques développent des moyens d'utiliser moins de liquidités. D'autre part, les investisseurs se rendent compte que l'appréciation nuit aux exportations et mène à un endettement international insoutenable.

Un exemple de ce scénario d'appréciation rapide suivie d'une dépréciation partielle peut être la Livre Sterling en 1979-80. Le même raisonnement peut s'appliquer au dollar au début des années 1980 : l'offre en fut fortement réduite par la Réserve Fédérale, tandis que les déficits du gouvernement en augmentaient la demande. De 1985 à 1990, la dépréciation du dollar a été complète plutôt que partielle, vu l'absence d'amélioration de la productivité ou des termes de l'échange et vu une certaine crainte de l'inflation et des déficits publics.

---

(18) Ce scénario d'appréciation rapide suivie d'une dépréciation partielle (ou l'inverse) est connu sous le nom de "overshooting". C'est un phénomène très général : ajustement excessif de la variable la plus mobile (ici, le taux de change) en attendant que les autres variables (prix, production) s'ajustent (Dornbusch, 1980).

(19) Cette condition s'appelle parité "ouverte" des taux d'intérêt : égalité du rendement attendu de deux monnaies. En pourcentages elle s'écrit  $i - E(e) = i^*$  (taux d'intérêt domestique,  $i$ , moins dépréciation attendue,  $E(e)$ , égale taux d'intérêt étranger,  $i^*$ ). Sur le marché des changes à terme, la parité "couverte" des taux d'intérêt est toujours vérifiée :  $i - f = i^*$  ( $f$  est la décote de la devise à terme, net de frais).

Ce scénario d'une appréciation rapide suivie d'une dépréciation partielle (ou l'inverse) est un phénomène purement monétaire et tout-à-fait rationnel, mais qui engendre facilement un dérapage spéculatif. Des taux de change fixes ou une union monétaire permettent d'éviter l'élément monétaire rationnel et l'élément spéculatif. De plus, l'absence de précipitation sur la monnaie peut aussi ralentir la précipitation sur les biens locaux. Des taux de changes fixes obligent cependant l'émetteur de monnaie à répondre à la demande mais facilitent sa tâche en stabilisant cette demande. Il n'y a pas de raison (attente d'appréciation, attrait de taux d'intérêt) d'acquiescer précipitamment la devise. L'ajustement de l'offre de monnaie et la hausse des prix intérieurs sont graduels, du type Pays-Bas 1960.

#### **4.5. COUT DES VARIATIONS DE CHANGE**

Les variations de change ne sont utiles que si elles facilitent un changement de prix relatifs reflétant la différence d'évolution économique de pays différents. Or on vient de voir que ce but est rarement atteint, parce que les variations de change ne touchent pas exactement les prix qu'elles doivent toucher et parce que leur ampleur est souvent disproportionnée.

Même si elles atteignent leur but, les fluctuations des taux de change sont toujours source de coûts de transactions. En régime de taux de change flottants ou fixes mais ajustables, il existe des possibilités de couvrir les risques de change pour des périodes relativement courtes et des délais de livraison fixes. Cela occasionne des frais mais ne cause pas de décisions inappropriées.

Le problème est plus important dans le cas de décisions de production ou de contrats d'approvisionnement. Les données des études de marché peuvent être contredites par la politique de change (ou les répercussions de la politique économique sur le taux de change). Une assurance complète de la production n'est généralement pas disponible. Les raisons de cette impossibilité sont principalement le "hasard moral" (20), ou une information imparfaite ou asymétrique (McKinnon 1988).

---

(20) Le "hasard moral" est le problème d'engagement de l'assuré vis-à-vis de l'assureur: une fois ses risques couverts par l'assureur, l'assuré peut avoir tendance à choisir un comportement plus dangereux que celui prévu par le contrat, sans que l'assureur puisse le vérifier.

Un coût élevé d'entrée ou de sortie de marchés locaux peut maintenir la structure d'importations et exportations provoquée par un choc de taux de change même après la dissipation du choc. Il faut alors un choc inverse pour ramener les rapports commerciaux à leur situation première. Cet argument est avancé par certains économistes américains à propos du commerce avec le Japon. La surévaluation du dollar de 1981 à 1985 aurait permis aux Japonais d'envahir le marché américain et d'y créer un réseau de vente. Pour rendre ce réseau non profitable le dollar devrait descendre bien en-dessous de sa valeur de 1980 (Krugman 1989).

En fait, le taux de change est le prix du service monétaire, et seulement indirectement des importations et exportations. Il affecte le commerce dans la mesure où les prix sont fixés dans l'unité monétaire du pays d'origine. De là viennent la volatilité du taux de change ainsi que son imprécision comme instrument de politique de prix.

#### **4.6. GAINS DES ECHANGES INTERNATIONAUX**

La volatilité des taux de change flottants désoriente et inhibe l'activité économique internationale. Elle avive même les tentations protectionnistes. La défense de taux de change fixes à l'aide de restrictions aux mouvements de biens et de capitaux nuit tout autant au commerce et à l'investissement. Ces effets sont regrettables, car on reconnaît de plus en plus que les échanges internationaux sont une source de richesse et de développement pour toutes les nations.

L'exploitation de l'avantage comparatif est le premier bienfait du commerce international. Chaque pays et même chaque entreprise peut développer ce qu'il fait le mieux et acquérir ce qu'il désire aux meilleures conditions. Le commerce peut s'affiner ensuite au point qu'on échange entre pays de plus en plus de biens classifiés comme "semblables" mais différenciés par leurs producteurs. L'exploitation d'économies d'échelle par ces producteurs est un second bienfait du commerce international.

Les bénéfices du libre-échange s'étendent à l'investissement. Celui-ci permet l'exploitation d'un savoir-faire dans un grand marché. L'investissement international est surtout une forme d'échange dans le temps. Pour un pays dont la population vieillit ou dont les ressources naturelles vont s'épuiser, investir à l'étranger peut être une source de revenus futurs.

Un pays jeune peut emprunter pour se développer. Les Etats-Unis, par exemple, ont drainé le marché des capitaux britanniques pendant tout le 19<sup>e</sup> siècle. Le taux de change entre le dollar et la livre n'en a pas été affecté, il restait fixé par rapport à l'or. La Belgique aussi a connu des mouvements importants de capitaux industriels au cours de son histoire.

Le recours au commerce international l'emporte sur les efforts de substitution d'importations et sur la stimulation de la demande intérieure comme source de développement. Les pays de l'Est et du Sud ont souffert de conflits sociaux et de fermeture au commerce. Les pays asiatiques ont, eux, connu le succès, grâce à un haut taux d'exportation et d'épargne.

Un système de prix souple et fiable favorise la libre circulation des biens et des capitaux, et leur permet de répondre efficacement aux besoins de chaque pays. C'est l'objectif premier d'une union monétaire; il entraîne le renoncement à la manipulation du taux de change et à la recherche d'une égalité permanente entre importations et exportations régionales. Une politique de concurrence est alors nécessaire pour empêcher les abus de pouvoir de monopole, tout en favorisant l'ouverture au commerce international (21).

Des politiques économiques régionales restent nécessaires. En particulier les régions doivent être capables de répondre à des chocs qui les affectent spécifiquement, différemment les unes des autres. La section suivante montre qu'il est toujours possible et souvent nécessaire de recourir à d'autres instruments économiques que le taux de change.

---

(21) Dans un état fédéral (Allemagne, Etats-Unis) ou une communauté de libre échange (CEE), le droit de la concurrence prend une importance particulière. Il permet de réduire les passions régionales autour d'un problème industriel local, en assurant à tous le respect de règles du jeu.

## **5. AJUSTEMENT REGIONAL**

### **5.1. TYPES DE CHOCS**

Dans une union monétaire, diverses régions peuvent être soumises à divers chocs, dus soit à la demande pour leurs produits soit à l'offre de ressources.

Si le choc est temporaire, il peut donner lieu à un emprunt ou un prêt du reste du monde. Si le choc est permanent, un ajustement de la consommation et de la production est nécessaire.

Dans une union monétaire, les régions peuvent se prêter et s'emprunter sans contrainte immédiate de balance commerciale ou de taux de change. Seule la rentabilité des activités détermine les mouvements de ressources. Les régions doivent donc veiller en permanence à maintenir leur compétitivité. Celle-ci est le fruit de la qualité de leur tissus économiques (infrastructure, éducation, épargne, flexibilité, partenaires commerciaux) bien plus que d'efforts pour maintenir des prix et salaires anormalement bas.

### **5.2. AJUSTEMENT A UN DEFICIT EXTERIEUR**

Pour une région endettée vis-à-vis du reste du monde, une dévaluation peut être la conclusion d'une politique de prix et de revenus irréaliste. Par contre, une région qui sait qu'une dévaluation est impossible ne peut pas laisser dévier dépenses publiques, prix et revenus au point d'avoir un déficit insoutenable. En fait, elle doit en encourager la souplesse, pour modérer la croissance du secteur abrité de la concurrence internationale et pour stimuler à temps les exportations.

Dans le cas d'un choc de la demande (baisse des exportations traditionnelles), il convient de réorienter l'activité économique vers des produits plus demandés. Rendre les exportations traditionnelles moins chères à l'étranger peut n'être qu'une stratégie appauvrissante et avoir ainsi un effet négatif sur la demande mondiale globale. L'épargne domestique et l'investissement étranger, par contre, peuvent être sources d'activités exportables à long terme. C'est ainsi que des investisseurs étrangers participent à la reconversion du Limbourg, par exemple.

Le secteur public participe au processus d'ajustement par sa politique d'emprunt et d'emploi. Sa capacité d'emprunt, suite à un déficit extérieur, est importante. Une hausse des rendements locaux peut attirer du capital. Les salaires payés par le secteur public doivent refléter les conditions économiques locales. Dans une région en déclin, un coût de la vie moins élevé justifie une modération salariale par rapport aux régions en croissance. Sans cette modération, les travailleurs seront plus attirés par le secteur public que par les autres activités productives, alors que ce sont celles-ci qui pourraient être exportées et source de richesse.

Un choc de l'offre réduit les possibilités de production et donc de consommation d'un pays. C'est le cas d'une hausse du prix du pétrole pour un pays qui en importe. Une réallocation de ressources est nécessaire. Il faut permettre à une nouvelle structure de prix de décourager l'usage de la ressource chère (pétrole) et d'encourager des substituts et des investissements de remplacement. Le gouvernement lui-même doit réduire ses dépenses, ou au moins libérer des ressources (humaines et financières) pour le développement d'activités capables d'augmenter l'offre agrégée.

En cas de choc de l'offre, l'indexation des salaires est capable de réduire encore l'offre agrégée : elle cause un deuxième choc aux entreprises. Le premier est direct, le deuxième est salarial. L'investissement nécessaire à l'économie de pétrole peut en être inhibé ou s'orienter également vers l'économie de travail. Si on veut maintenir l'indexation, la négociation salariale doit alors retirer l'effet du pétrole du salaire de base. Par contre, en augmentant leur épargne, les travailleurs peuvent favoriser le redéploiement de l'économie et augmenter leurs revenus futurs.

### **5.3. AJUSTEMENT A UN SURPLUS EXTERIEUR**

Le problème d'ajustement est semblable dans les régions en croissance. Mais ce sont les biens et services régionaux (non échangés entre pays) dont la demande et le prix relatif augmentent. Pendant la période d'ajustement, il peut y avoir surchauffe, comme pour la monnaie. On a vu, en effet, (point 4.4.) que la monnaie locale peut subir un excès de demande, et s'apprécier au-delà de sa valeur d'équilibre, si l'offre de monnaie n'augmente pas. Si elle augmente trop, elle peut causer de l'inflation.

Le renchérissement des biens et services locaux stimule leur production. Le Japon et l'Allemagne ont connu une forte croissance basée sur les exportations. L'Allemagne a choisi, dès 1961, une faible croissance monétaire et une appréciation du Mark. Le Japon a permis plus d'inflation. Il semble que l'Allemagne a réussi un meilleur développement des biens et services locaux que le Japon. L'Allemagne a aussi évité les mouvements excessifs de prix immobiliers et boursiers du Japon.

Un premier cas de croissance est l'exploitation d'un avantage nouveau (découverte de matière première, entrée dans la communauté européenne, ...). Dans ce cas, l'investissement étranger se précipite pour en profiter le plus tôt possible, avant le renchérissement de la devise locale ou des biens et services locaux. Ces renchérissements transmettent à toute l'économie une chute de profitabilité renforcée par les distorsions monétaires (inflation ou appréciation). L'investissement peut être mal orienté et des entreprises existantes peuvent être incapables de résister aux effets monétaires même temporaires.

Aux Etats-Unis, les banques et les promoteurs immobiliers du Texas ont ainsi bénéficié de la hausse des prix du pétrole. Quand le prix du pétrole a chuté, la profitabilité de bien des investissements immobiliers a été mise en doute, entraînant le début des faillites de caisses d'épargne. Le Mexique, qui avait aussi bénéficié du pétrole, a connu des problèmes encore plus graves, car son gouvernement garantissait la plupart des dettes et ne pouvait maintenir la confiance dans la monnaie.

Un second cas de croissance est celui de gains constants de productivité de la main d'oeuvre dans des secteurs qui font face à une forte demande internationale (22). Le travail est alors typiquement une des ressources locales qui s'apprécient. Sa mobilité affecte les mécanismes d'ajustement. A offre de travail donnée, les entreprises de pointe proposent de fortes hausses de salaires pour garder et attirer du personnel de qualité. Les autres entreprises ont le choix entre maintenir de bas salaires ou fermer,

---

(22) L'accent peut tomber ici soit sur la hausse de productivité, soit sur la hausse de demande, ou une combinaison des deux.

causant une forte dispersion des rémunérations et/ou un important sous-emploi. Ces différences entre entreprises peuvent toucher des postes de travail quasi identiques. En particulier, elles peuvent être géographiques, comme entre l'Allemagne de l'Ouest et de l'Est ou entre l'Italie du Nord et du Sud. Incapable de réduire ses coûts, la région pauvre subit sous-emploi, exode de population et absence d'investissement. Le rôle des gouvernements régionaux et du gouvernement de l'union est de faciliter la mobilité des travailleurs entre secteurs et des investissements entre régions. Il faut faire apparaître la totalité de l'offre de travail disponible au moment des décisions d'investissement et des négociations salariales, et empêcher l'abus de pouvoir de monopole des travailleurs en place (23).

Si la mobilité géographique des travailleurs est grande, l'accent devrait tomber sur la modération salariale dans la région en croissance. Si elle est faible l'accent devrait tomber sur un climat social favorable aux investissements productifs dans la région relativement plus pauvre. Pour ce faire, un état fédéral dispose de plus de moyens (budgétaires et réglementaires) qu'une simple union monétaire. Il dispose également de la volonté des gouvernements fédérés de réussir, appui dont ne dispose pas un état centralisé.

---

(23) En Allemagne, les négociations salariales du printemps 1990 ont accru les difficultés de l'Est. En augmentant les salaires et réduisant le temps de travail à l'Ouest, on a découragé l'emploi partout. Ceci augmente le coût de la réunification. Si la croissance de l'activité économique taxable n'est pas suffisante, l'inflation (peu probable en Allemagne) et de nouvelles taxes feront supporter ce coût à qui elle toucheront. Les termes généreux de l'union monétaire (juillet 1990) favorisent, eux, l'épargne et l'investissement des Allemands de l'Est et donc le redéveloppement de leur région.

#### 5.4. LA FLEXIBILITE D'UNE MONNAIE UNIQUE

Un ajustement de prix relatifs, en réponse à un choc, requiert un flux de monnaie des régions où elle est moins demandée vers les régions où elle est plus demandée. Une union monétaire laisse libre cours à ce flux, à l'intérieur de l'union. Il n'est plus nécessaire de déterminer dans quelle proportion chaque région de l'union doit laisser fluctuer son taux de change et sa masse monétaire (24). Suite à un choc régional, les marchés ajustent les prix et font circuler les ressources dans toute l'union.

La politique économique de l'union monétaire doit veiller à favoriser la flexibilité des prix et la mobilité des ressources dans un sens favorable à toute l'union. Les instruments pour y parvenir sont une politique monétaire crédible, des contraintes de budget fermes, une politique de concurrence commune, et le contrôle des effets interrégionaux. Ces points font l'objet de la section suivante.

---

(24) En régime de taux de change fixes ou flottants, l'ajustement se fait (en théorie) respectivement par la masse monétaire ou le taux de change, mais la distribution des parts d'ajustement entre les banques centrales reste indéterminée.

## **6. POLITIQUE ECONOMIQUE**

### **6.1. GAINS D'UNE POLITIQUE MONETAIRE COMMUNE**

Dans une union monétaire, la concurrence monétaire est reportée des membres de l'union entre eux à l'union vis-à-vis du reste du monde. Les membres de l'union poursuivant généralement des objectifs plus semblables, ayant plus de relations économiques, et étant plus sensibles aux mêmes chocs, c'est à leur niveau que le bénéfice est le plus grand. Forte d'avoir résolu ses problèmes internes de concurrence monétaire, l'union peut s'efforcer de les résoudre ensuite avec le reste du monde.

Le problème de crédibilité de la politique monétaire est également reporté au niveau de l'union. Un ensemble plus vaste et plus diversifié peut jouir d'une plus grande crédibilité. La politique monétaire n'est plus directement responsable des ajustements régionaux. Les réserves de changes sont moins sensibles à des chocs locaux. Dans une union monétaire, l'indépendance de la banque centrale est le seul statut pouvant satisfaire toutes les différentes autorités économiques (centrales et régionales). Elles veilleront donc à maintenir cette indépendance, qui leur garantit la stabilité monétaire.

L'expérience de la Banque Fédérale Allemande (Bundesbank) semble confirmer ces idées. En maintenant la stabilité des prix, elle a acquis une réputation de crédibilité et satisfait les différents niveaux de pouvoir en Allemagne. Elle entraîne maintenant de plus en plus de pays européens dans son sillage.

### **6.2. CHOIX D'UNE POLITIQUE MONETAIRE COMMUNE**

Le rôle d'une banque centrale est de créer la confiance dans la monnaie. Pour ce faire, elle a le monopole de l'émission de monnaie. Il en découle deux fonctions : prêter en dernier ressort et garantir la stabilité des prix. Le rôle de prêteur en dernier ressort est nécessaire à la confiance dans le système financier, en particulier dans les banques qui, par leurs prêts et dépôts, font circuler la monnaie. Le rôle de garant de la stabilité des prix est nécessaire à la confiance dans les signaux de prix et dans le pouvoir d'achat de la monnaie. La banque centrale est responsable devant le

pouvoir politique, donc devant la chambre (des représentants du peuple) et le sénat (des composantes de l'union) (ou toute variante de ceux-ci, par exemple dans les organisations internationales). Mais elle ne doit pas nécessairement être aux ordres d'un parlement ou d'un exécutif.

En fait, la Banque Nationale de Belgique - dont la crédibilité est connue et s'améliore encore - est un acquis précieux pour l'union monétaire belgo-luxembourgeoise. La récente législation renforçant l'indépendance de la Banque Nationale accroît sa crédibilité. Un marché des fonds d'Etat belges à court terme (projet de marché monétaire) donnera un instrument de politique monétaire en plus à la Banque Nationale (25).

Une éventuelle union monétaire européenne ne dispose pas de l'acquis d'une banque nationale. Pour établir une politique monétaire commune, certains désirent alors attendre une convergence totale de toutes les économies européennes. D'autres affirment que l'union elle-même assurera ce qu'il faut de convergence. La présente étude n'est pas loin de ce second point de vue, pourvu qu'une certaine expérience du système monétaire européen (SME) ait été bien acceptée et qu'un minimum de convergence des taux de hausse des prix des biens échangés entre pays soit possible. Pour le reste, la convergence des performances importe moins que la volonté de se soumettre aux mêmes règles du jeu. Annoncer d'avance la date d'entrée en vigueur des règles peut faciliter la transition. Divers rapports (26) ont aussi suggéré d'encourager l'usage parallèle de l'Ecu durant une phase de transition. Cela demande la coopération des états membres et pose certains problèmes pratiques. Cependant, la question principale n'est pas celle de la transition, mais bien celle de la politique monétaire que suivra une nouvelle institution.

---

(25) Ce projet vise aussi d'autres objectifs : meilleures conditions d'emprunt pour l'Etat, développement de l'activité financière à Bruxelles.

(26) Il y a la proposition britannique d'un Ecu fort circulant en parallèle. Il y a un rapport intéressant d'Ernst & Young sur les moyens de promouvoir l'Ecu actuel en vue de sa transformation en monnaie unique de l'Europe.

La question des règles du jeu de la politique monétaire est l'objet de longs débats. Elle est particulièrement pressante dans une union monétaire dont les membres sont très autonomes, mais doivent accepter la politique monétaire commune. La concurrence avec les monnaies d'autres unions n'offre pas une garantie suffisante contre l'inflation ou la déflation.

Milton Friedman (Chicago) a proposé de fixer un pourcentage annuel de croissance de la masse monétaire. Vu l'importance des dépôts bancaires, ceux-ci sont compris dans la masse monétaire de référence, en plus de l'émission de billets. Cette règle rendrait la politique monétaire prédictible. Friedman reproche à la Réserve Fédérale d'avoir précipité la dépression des années 1930 en n'offrant pas assez de liquidité après le Crash de 1929. Il n'est pas sûr que sa règle soit assez souple pour permettre à la banque centrale de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort au moment d'un crash financier. Une règle basée sur des variables économiques, telles que les prix, peut être à la fois souple et crédible.

Ronald McKinnon (Stanford) a proposé que la monnaie assure la stabilité des prix des biens échangés entre pays. C'est, en fait, l'étalon-or sans or, mais avec un ensemble de biens. Le choix d'un ensemble de biens met l'offre de monnaie à l'abri des fluctuations de l'offre et la demande d'or. Que les biens de référence soient échangés entre pays rend la règle applicable simultanément dans toutes les zones monétaires (si elles le désirent). Pour que la règle soit suivie, il faut que la monnaie soit convertible à tout moment dans les biens qu'elle représente. En pratique la convertibilité peut prendre deux formes. Soit la banque centrale accepte d'échanger sa monnaie contre des obligations indexées sur le prix des biens de référence et offrant un faible taux d'intérêt réel (hors index). Soit une institution neutre émet des certificats acceptés par toutes les banques centrales du monde et représentant les biens de référence (27).

---

(27) La première suggestion m'a été faite par le Professeur Alain Siaens (Louvain), elle aurait aussi été faite par Sir Alan Walters, elle est praticable à l'intérieur d'une zone monétaire. La seconde suggestion rappelle un peu l'idée de l'émission de réserves mondiales due au Professeur Robert Triffin (Yale et Louvain), elle demande la coopération de plusieurs zones monétaires.

Ces propositions tentent de remplacer la confiance inhérente à l'usage de toute monnaie par un mécanisme automatique d'émission ou d'évaluation. Elles demandent plus que la simple indépendance de la banque centrale des influences gouvernementales ou privées. Elles veulent limiter les objectifs de la banque centrale et débarasser les agents économiques du souci de deviner ces objectifs.

La création et le maintien d'une union monétaire demande, en fait, la résolution de deux problèmes de confiance. Le premier est celui de la création de monnaie. Le second est celui de la circulation de la monnaie, c'est-à-dire de la concurrence entre les politiques économiques des membres de l'union. Le premier problème peut être résolu par des règles d'émission ou par une institution indépendante et responsable. Le second problème est à moitié résolu par la résolution du premier : la concurrence entre politiques économiques est limitée tant qu'elle ne peut pas affecter la politique monétaire.

### **6.3. CONCURRENCE ENTRE REGIONS**

La monnaie n'est qu'un instrument de politique économique. Elle ne permet d'atteindre qu'un objectif à la fois, par exemple la stabilité des prix. D'autres instruments, indépendants de la monnaie, doivent permettre de poursuivre d'autres objectifs, tant au niveau régional qu'au niveau de l'union.

La concurrence entre régions dans la poursuite de leurs objectifs propres peut prendre diverses formes. Privées des instruments monétaires (dévaluation ou inflation), les régions ne peuvent s'engager dans une concurrence portant directement sur des variables macroéconomiques. Affecter indirectement ces variables n'est cependant pas impossible. Les régions peuvent aussi être tentées d'exploiter un pouvoir de monopole sur certains produits, ou de s'engager dans une concurrence fiscale ou réglementaire. Elles peuvent souffrir ou bénéficier d'activités de la région voisine. Là où des règles du jeu ne suffisent pas, il est nécessaire d'organiser une coopération et d'en faire respecter les décisions. Une union monétaire facilite d'ailleurs la coopération et l'organisation de politiques communes. Les paragraphes suivants abordent brièvement ces points.

Pour limiter la concurrence macroéconomique, la banque émettrice de monnaie ne peut être forcée de prêter aux entités régionales. La politique monétaire doit être fixée en termes de masse monétaire, prix, taux d'intérêt et qualité du papier soumis à la banque centrale. Dans son rôle de prêteur en dernier ressort, la banque centrale ne peut pas être amenée à refinancer une banque régionale mise en difficulté par des prêts excessifs à un gouvernement régional. La distribution des profits de la banque centrale doit être indépendante de la composition de son portefeuille ou revenir au seul pouvoir central.

La possibilité pour un membre de mettre l'union monétaire en difficulté est grande quand le nombre de membres est petit. Une région peut laisser monter ses emprunts, prix et salaires au point que les devises viennent à manquer dans toute la zone et que les taux d'intérêt montent aussi. En Belgique, le pouvoir central s'est donc réservé le droit de défendre la compétitivité, sur base d'indicateurs connus de tous. Le gouvernement central peut imposer des restrictions aux salaires ou aux emprunts quand les signaux du marché le demandent.

Au niveau européen, le rapport Delors (1989) parle de fixer des limites aux emprunts des états membres (28). Cette idée a été fortement controversée comme inutilement contraignante. Inutilement, parce que rien n'empêche la Communauté d'emprunter encore plus que tous ses membres réunis. Contraignante, parce que la quantité optimale d'emprunt des membres est difficile à déterminer administrativement. En fait, les membres d'une union monétaire ne doivent plus compenser leurs créanciers pour un risque d'inflation ou de dévaluation régionale par de hauts taux d'intérêt. Les taux d'intérêt correspondent au risque propre de chaque membre et au risque de la monnaie commune. Ces taux d'intérêt déterminent le coût de

---

(28) à la demande - semble-t-il - de la Bundesbank.

l'emprunt (29). Ce coût augmente avec l'endettement et est un instrument de discipline fiscale (30).

La prévention de l'accès direct ou indirect des régions à la création de monnaie peut être complétée d'autres règles du jeu. Une politique de concurrence oblige les prix à répondre rapidement aux déséquilibres entre offre et demande sur chaque marché et permet à de nouvelles firmes d'entrer sur le marché. Une limitation de la taille des pouvoirs publics augmente leur souplesse et surtout dépolitise les fluctuations économiques. Une procédure d'arbitrage doit pouvoir bloquer toute politique économique régionale dont l'objectif premier est l'exploitation d'autres membres de l'union.

En matière de services publics, la concurrence entre régions est parfois source d'une plus grande qualité. Mais, il s'agit souvent de monopoles naturels. Un monopole local a peu de raisons d'être plus efficace qu'un monopole national, à moins que consommateurs et entreprises aient plus la possibilité d'utiliser le service là où il est le meilleur. Une autre source d'efficacité est l'atteinte de la taille optimale, tantôt au niveau communal, tantôt au niveau international. Encore une source de gains est l'adaptation des tarifs et des salaires d'un monopole régional aux conditions économiques locales : des tarifs nationaux trop élevés nuisent aux consommateurs les plus pauvres et des salaires nationaux trop élevés attirent les travailleurs de la région pauvre dans le monopole national plutôt que dans les entreprises locales.

---

(29) Avec des monnaies différentes, les Pays-Bas, en liant leur devise au Mark, ont soutenu un endettement plus élevé et des taux d'intérêt plus bas que la France qui, elle, suivait plus librement l'Ecu (De Grauwe 1990). Avec une monnaie commune, en 1981 (peu avant la dévaluation), le rendement des fonds d'état belges était 13.71 %, luxembourgeois 8.68 % (en mai 1990, 9.85 et 8.51 %) (Statistiques financières internationales, Fonds Monétaire International). L'agence Moody classe l'état belge Aal, sous l'état luxembourgeois Aaa (*The Economist*, July 7, 1990).

(30) Ici pour les emprunts, comme ci-dessus pour la monnaie, il s'agit de choisir entre une règle quantitative et une règle économique. La règle économique est la plus flexible et la plus sûre, à condition qu'on puisse définir des indicateurs dont elle est fonction.

En matière de concurrence fiscale et réglementaire, la multiplicité des services offerts et des charges imposées permet une différenciation adaptée aux préférences locales. La concurrence réglementaire et fiscale n'est pas l'objet de cette étude, il suffit de mentionner ici quelques éléments d'analyse. D'abord, vu les possibilités de toucher des activités à l'étranger et vu les effets souvent inverses sur l'activité privée et publique, la concurrence n'aboutit pas nécessairement à une sous-réglementation ni à une sous-taxation. Ensuite, une baisse d'une taxe peut avoir deux causes : soit un désir de concurrence fiscale, soit un changement d'objectif et de technique. Ainsi, la récente baisse du taux de taxation des sociétés, n'est pas tant due à un désir de s'arracher l'investissement international qu'à un changement de préférences aux Etats-Unis et à une réduction des déductions admises fiscalement. Enfin, certains économistes voient dans la concurrence fiscale un contrepoids à une tendance naturelle des administrations à s'étendre.

L'évolution différente de régions ou pays peut être source de migrations de travailleurs. Un effet externe important peut se développer. La région en croissance se trouve surpeuplée ou doit accueillir une culture étrangère. L'autre région se dépeuple. Chaque région préférerait un flux d'investissement de la région en croissance vers la région en déclin. Mais, comme pour tout effet externe, ceux qui ont à prendre les décisions économiques ne sont pas en mesure d'en tenir compte. Un accord se crée plutôt dans les régions en croissance pour augmenter les salaires. Un autre accord se crée dans les régions en déclin pour augmenter les taxes, les subsides et la taille des services publics. Souvent un gouvernement central ne fait pas beaucoup mieux : il attire les travailleurs de la région pauvre dans le service public dont il aligne progressivement les rémunérations sur la région riche.

Dans une fédération, certains effets externes peuvent être pris en compte, par des décisions spécifiques ou par des mécanismes automatiques. Un exemple est une taxation progressive des revenus. Cette taxation frappe automatiquement plus la région aux revenus croissants. Le produit des taxes peut couvrir des dépenses communes ou même servir au redéveloppement de la région en déclin. Pour éviter le gâchis, toute aide doit être conditionnelle à la mise de moyens (publics ou privés) par la région en déclin elle-même. Un gouvernement régional est donc un interlocuteur important pour le gouvernement central. L'aide n'a pas qu'un effet redistributif, elle incite la région en déclin à éviter le protectionnisme et

à se redévelopper par l'ouverture au commerce et à l'investissement. Toutes les composantes de l'union bénéficient de cette forme de développement (31).

Une union monétaire est nécessaire au fonctionnement de politiques communes. L'exemple de l'imposition progressive des revenus le montre. Une région dont les revenus réels croissent peut se soustraire à l'imposition en réévaluant sa monnaie. Mais une région peut aussi être excessivement taxée parce que l'inflation gonfle ses revenus nominaux. Un autre exemple est la politique agricole de la Communauté Européenne. Outre ses faiblesses propres, elle prévoit des "montants compensatoires" pour les variations de change et demande des contrôles aux frontières intérieures pour les produits agricoles. L'exercice du pouvoir central - dans la mesure où il est désiré par les membres - est d'autant plus facile et efficace qu'une monnaie commune circule dans la fédération.

---

(31) Roubini et Sachs (1989) suggèrent que des gouvernements divisés ont plus de peine à réduire leurs dépenses parce qu'ils doivent satisfaire toutes leurs composantes. Moesen et Van Rompuy (1990) observent des dépenses plus basses et des réductions de déficits plus rapides dans les états fédéraux que les états centralisés. Un député régional peut demander des faveurs à la capitale, tandis qu'à la tête d'un gouvernement régional le même politicien doit chercher à favoriser des activités productives à moindre frais.

## CONCLUSION

éliminer une source de distorsions ...

Cette étude montre que des régions fortement intégrées par le commerce et l'investissement ne recherchent pas directement des variations répétées de taux de change, ni des politiques monétaires divergentes au point d'entraîner indirectement des ajustements de taux de change. Elles peuvent donc accepter de renoncer à des taux de change flexibles entre elles.

Ce désir de stabilité a plusieurs raisons. D'abord, il y a l'inefficacité pure des interactions stratégiques entre autorités monétaires de différentes zones et entre l'autorité monétaire et les ressortissants de sa propre zone. Ensuite, il y a le coût des distorsions causées par des variations de taux de change et d'inflation.

Les économies développées s'orientent vers un consensus pour un taux d'inflation bas. C'est à cet objectif que l'instrument monétaire peut être le plus efficacement consacré. L'équilibre de la balance des paiements peut, lui, être pris en charge par l'épargne domestique, l'investissement international, la flexibilité des prix et la prudence dans les dépenses publiques.

... en restant soi-même ...

Cependant, chaque région, pour pouvoir répondre à un choc économique local, désire disposer d'un nombre suffisant d'instruments économiques non monétaires. Chaque région peut aussi désirer développer certaines priorités et caractéristiques propres. Chaque région est également consciente de l'interdépendance entre régions, et désire que des mécanismes de coopération et des signaux économiques du marché permettent d'en tenir compte dans les décisions publiques et privées.

... sans créer d'autres distorsions ...

Des taux de change fixes ne sont pas sans dangers. D'une part, ils peuvent être non crédibles, ce qui est une source de distorsions en faveur de ceux qui sont les plus capables d'anticiper leur réajustement. D'autre part, leur

défense peut entraîner des restrictions aux mouvements de biens et de capitaux, ce qui est la négation de leur objectif premier. De plus, le maintien de taux de change fixes ne résout pas le problème du partage des efforts d'ajustement monétaire et réel entre les régions liées par ces taux (est-ce A qui est en surplus ou B qui est en déficit ?).

... pour gagner de l'efficacité...

Une union monétaire est une communauté commerciale et financière où biens et facteurs de toute l'union répondent aux signaux des marchés et des autorités locales. En stabilisant un indice global de prix, elle laisse les indices régionaux refléter les évolutions locales. Elle réduit les coûts de transaction et les distorsions des signaux économiques, au-delà de ce que peut faire un accord de libre-échange. En prévenant le recours direct ou indirect de ses membres au financement monétaire, elle garantit leur discipline budgétaire. Elle demande qu'une politique de concurrence empêche les agents privés et publics d'abuser de positions de monopole sur les marchés. Elle demande aussi qu'une autorité empêche les membres de l'union de prendre des mesures réglementaires ou fiscales dont l'objet principal est d'exploiter d'autres membres. Ceci requiert (et permet) la poursuite d'une politique monétaire parfaitement crédible.

... et coopérer ou c'est bénéfique ...

Aux avantages de l'union monétaire, les états fédéraux ajoutent ceux de la "foi fédérale". Celle-ci renforce la garantie que les membres n'exploiteront pas l'autorité centrale ni ne s'exploiteront les uns les autres. De plus, l'autorité centrale des états fédéraux est capable de tenir compte de l'interdépendance entre ses membres, de répondre à des besoins communs et d'atténuer les chocs locaux. La structure fédérale est particulièrement appropriée quand la mobilité du travail demande une réponse interrégionale (gouvernement central) tandis que les disparités de conditions économiques demandent un engagement et un suivi au niveau local (gouvernement fédéré).

Libre échange, union monétaire et gouvernement fédéral se situent dans un ordre logique où le premier est condition nécessaire pour le second, et le second pour le troisième. C'est le niveau d'intégration économique et la capacité de coopérer qui détermineront jusqu'où des entités autonomes

iront. Le mérite de l'approche stratégique est de révéler que le maintien de l'autonomie monétaire est nécessairement source d'interactions inefficaces, de persistance de rigidités et d'inexploitation des possibilités d'un marché intégré, tant par les agents privés que par les pouvoirs publics. Confier un objectif commun de stabilité des prix à une banque centrale commune est source d'efficacité et peut servir de référence à d'autres zones monétaires.

## Annexe 1 : LE BILAN D'UNE BANQUE EMETTRICE DE MONNAIE

Actif (créances)	Passif (dettes)
Réserves internationales : or devises placements en devises	Monnaie de base : Billets
Crédit domestique Fonds d'Etat Obligations privées Papier commercial	Dépôts des banques : Réserves obligatoires

## Annexe 2 : COMPTES EXTERIEURS D'UNE ZONE MONETAIRE

Actif (entrées)	Passif (sorties)
Importations de biens	Exportations de biens
Balance commerciale	
Importations de services Paiement d'intérêts dons financiers à l'étranger	Exportations de services Intérêts perçus dons financiers de l'étranger
Balance courante	
Placements à l'étranger Investissement direct à l'étranger	Placements de l'étranger Investissement direct de l'étranger
Balance des paiements	
Entrée d'or et devises à la Banque centrale (acquisition de réserves)	Sortie d'or et devises de la banque centrale (vente de réserves)

Note : les transactions du dernier poste des comptes extérieurs d'une zone monétaire, modifient le stock de réserves de la banque émettrice de monnaie (annexe 1).

## REFERENCES

- ATKINSON, A.B. & STIGLITZ, J.E. (1980), *Lectures on Public Economics*.
- BARRO, R.J. & GORDON, D.B. (1983), A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, *Journal of Political Economy*, 91, 4 (August), 589-610.
- BRUNO, Michael & SACHS, Jeffrey D., (1985), *The Economics of Worldwide Stagflation*, Harvard University Press, Cambridge MA.
- CANZONERI, Matthew B. & GRAY, Jo Anna, (1985), Monetary Policy Games and the Consequences of Non-Cooperative Behavior, *International Economic Review*, 26, 3, 547-564.
- CANZONERI, Matthew B. & ROGERS, Carol A. (1990), Is the European Community an Optimal Currency Area, *American Economic Review* 80, 3 (June), 419-433.
- CAVES, R., FRANKEL, J. & JONES, R. (1989), *World Trade and Payments*, 5th Ed., Scott Foresman/Little Brown, Boston.
- CLAEYS, J. & FAMEREE, H., La Loi Speciale du 16 Janvier 1989 Relative au Financement des Communautés et des Régions, *Cahiers de la Banque Nationale de Belgique*, 3, juillet 1989.
- d'ALCANTARA, Gonzales, Klassiek Federalisme en de Sanering van de Openbare Financiën in België, *Tijdschrift voor Federalisme en Democratie*, Jg 1, 2, oktober 1988.
- de CROMBRUGGHE, A. & TULKENS, H. (1990), On Pareto Improving Commodity Tax Changes un Fiscal Competition, *Journal of Public Economics*, 41, 3.
- DE GRAUWE, Paul, *Fiscal Discipline in Monetary Unions*, Mimeo, Leuven, 1990.
- DELORS, Jacques (Editor) & Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Report on Economic and Monetary Union in the European Community, Luxemburg, 1989.
- DORNBUSCH, Rudiger (1980), *Open Economy Macroeconomics*, Basic Books, New-York.

DRAZEN, A. (1989), Monetary Policy, Capital Controls and Seignorage in an Open Economy, in de CECCO & GIOVANNINI (Eds.), *A European Central Bank ?* Cambridge University Press.

EICHENGREEN, Barry (1990), One Money for Europe: Lessons from the US Currency Union, *Economic Policy* 10 (April) 117-188.

ERNST & YOUNG, *A Strategy for the Ecu*, (A Report prepared by Ernst & Young and the National Institute of Economic and Social Research on behalf of the Association for the Monetary Union of Europe, prefaced by Jacques DELORS), Kogan Page, London, 1990.

FRANKEL, Jeffrey (1986), International Capital Mobility and Crowding Out in the US Economy: Imperfect Integration of Capital Markets or of Goods Markets in HAFER, R. (Ed.) *How Open is the US Economy ?*, Lexington Books, Lexington MA.

FRIEDMAN, Milton (1953), The Case for Flexible Exchange Rates, in his *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.

FRIEDMAN, Milton & SHWARTZ, Anna J. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, NBER and Princeton University Press, Princeton NJ.

GIAVAZZI, F. & PAGANO, M. (1988), The Advantage of Tying One's Hands : EMS Discipline and Central Bank Credibility, *European Economic Review*, 32, June, 1055-1082.

GROUPE COUDENBERG, *Quelle Belgique pour Demain ?* (Rapport Coudenberg), Duculot Perspectives, Gembloux, 1987.

KENEN, Peter B. (1969), The Theory of Optimum Currency Areas : An Eclectic View, in MUNDELL & SWABODA (Eds.) *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.

KINDLEBERGER, Charles A. (1986), *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press, Berkeley CA.

KRUGMAN, Paul (1989), *Exchange Rate Instability*, MIT Press, Cambridge MA.

LIPTON, David & SACHS, Jeffrey D. (1990), Creating a Market Economy in Eastern Europe : The Case of Poland, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 75-148.

McKINNON, Ronald I., Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 53, 4, 717, 725.

McKINNON, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C.

McKINNON, Ronald I., Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability : A Proposal, *Journal of Economic Perspectives* 2, 1 (Winter), 83-119.

MUNDELL, Robert A. (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review* 51, 4 (September), 657-664.

MOESEN, Wim, & VAN ROMPUY, Paul (1990), *The Growth of Government Size and Fiscal Decentralization* - (Paper presented at the 46th congress of the International Institute of Public Finance, IIPF), Brussels, August 1990.

ROUBINI, Nouriel & SACHS, Jeffrey D. (1989), Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies, *European Economic Review*, 33, May, 903-938.

SACHS, Jeffrey D. (1981), The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 201-267.

SACHS, Jeffrey D. (1985), The Dollar and the Policy Mix : 1985, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 117-185.

TRIFFIN, Robert (1968), *Our International Monetary System : Yesterday, Today & Tomorrow*, Random House, New-York, 206 pp.

VANDERVEEREN, Christine, VAN ROMPUY, Paul, HEREMANS, Dirk, & HEYLEN, Els, *De Economische en Monetaire Unie in de Staatshervorming : Juridische en Economische Aspecten*, Maklu (Maartens Kluwer), Antwerpen.

VAN ROMPUY, Paul, Solidariteitsmechanismen in Federale Staten, *Leuvense Economische Standpunten*, 33, maart 1985.

VAN ROMPUY, Paul, ABRAHAM, Filip, HEREMANS, Dirk, *Economic Federalism and the EMU*- (a report prepared for the EEC), Centrum voor Economische Studiën, Leuven.

VAN ROMPUY, Vic, & HEYLEN, Els, *Openbare Financiën in de Deelgebieden van Federale Landen : Lessen voor België*, Acco, Leuven.

van YPERSELE, J. & KOUENE, J.C. (1984), *The European Monetary System*, 3rd Edition, Commission of the European Communities, Brussels.



## TABLE DES MATIERES

0.	INTRODUCTION	
0.1.	LA QUESTION MONETAIRE	1
0.2.	L'APPROCHE STRATEGIQUE	1
1.	LA CONCURRENCE ENTRE MONNAIES	
1.1.	FORMES DE CONCURRENCE	3
1.2.	INEFFICACITE : LE DILEMME DU PRISONNIER	4
1.3.	EXEMPLES DE CONCURRENCE MONETAIRE	5
1.4.	SOLUTIONS : TAUX DE CHANGE FIXES OU MONNAIE COMMUNE	6
2.	LE PROBLEME DE CREDIBILITE	
2.1.	INCITANTS A RENIER UN ENGAGEMENT	8
2.2.	INEFFICACITE : MANQUE DE CREDIBILITE	9
2.3.	EXEMPLES	10
2.4.	SOLUTIONS PARADOXALES	11
2.5.	SOLUTION PAR ELIMINATION	12
3.	LE CHOIX D'UN TAUX D'INFLATION LOCAL	
3.1.	TAUX D'INFLATION MONETAIRE	13
3.2.	SEIGNEURIAGE	13
3.3.	INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS	14
3.4.	STIMULATION DE LA DEMANDE FINALE	15
3.5.	CONSENSUS	15
4.	LE CHOIX D'UN TAUX DE CHANGE LOCAL	
4.1.	OFFRE ET DEMANDE DE MONNAIE	17
4.2.	TAUX DE CHANGE FIXES	18
4.3.	TAUX DE CHANGE ET PRIX DES BIENS	19
4.4.	TAUX DE CHANGE ET TAUX D'INTERET	22
4.5.	COUT DES VARIATIONS DE CHANGE	23
4.6.	GAINS DES ECHANGES INTERNATIONAUX	24
5.	AJUSTEMENT REGIONAL	
5.1.	TYPES DE CHOCS	26
5.2.	AJUSTEMENT A UN DEFICIT EXTERIEUR	26
5.3.	AJUSTEMENT A UN SURPLUS EXTERIEUR	27
5.4.	FLEXIBILITE D'UNE MONNAIE UNIQUE	30
6.	POLITIQUE ECONOMIQUE	
6.1.	GAINS D'UNE POLITIQUE MONETAIRE COMMUNE	31
6.2.	CHOIX D'UNE POLITIQUE MONETAIRE COMMUNE	31
6.3.	CONCURRENCE ENTRE REGIONS	34
7.	CONCLUSION	39
	Annexes	42
	Références	44

