




Qu'avons-nous appris de l'union monétaire européenne ?

**Symposium « Banque de France-Banque du Japon :
regards croisés », Paris, 8 janvier 2008**

Benoît Cœuré

Professeur chargé de cours à l'École polytechnique



“Surely it is an advantage, rather than a disadvantage, of the scheme that it invites the member states and groups to abandon that licence to promote indiscipline, disorder and bad-neighbourliness which, to the general disadvantage, they have been free to exercise hitherto.”



John Maynard Keynes, *Proposals for an International Currency Union*,
second draft, 18 November 1941

Enjeux

- Besoin d'expérimenter des formes nouvelles de gouvernance économique et politique dans la globalisation
- Renouveau de la réflexion sur les régimes de change :
 - Crises financières des années 1990/2000 dans les pays émergents
 - Montée des 'déséquilibres mondiaux' et accumulation de réserves de change
- En Asie, progression de l'intégration régionale et essor de la coopération monétaire dans le cadre de l'ASAN+3 depuis les accords de Chiang Mai
- En Europe, une 'expérience naturelle' depuis 1999 : l'euro. Qu'avons-nous appris ? L'euro a-t-il valeur d'exemple pour l'Asie ?

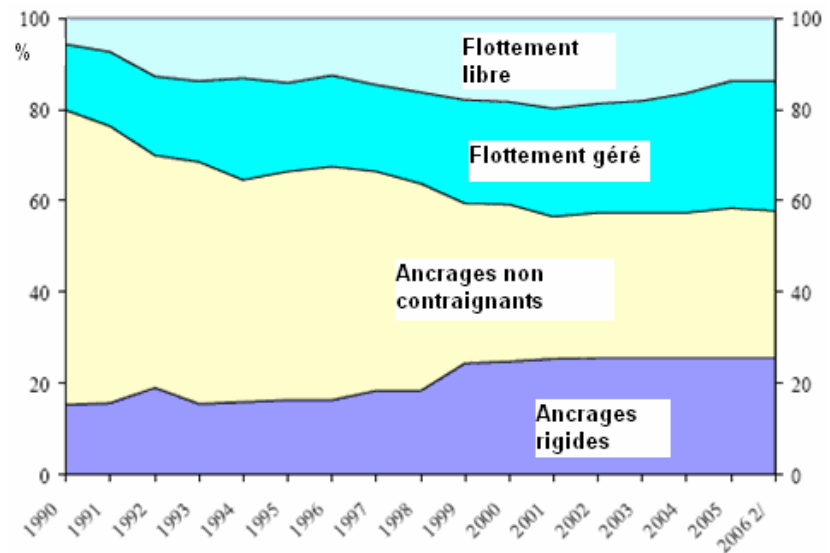


Plan

1. Régimes de taux de change : qu'avons-nous appris ?
2. 1998-2008 : l'expérience européenne
3. Quelles leçons pour l'Asie ?

Un nouveau consensus sur les régimes de taux de change

- ◆ La fin des régimes de change intermédiaires
 - Les crises des années 1990 ont discrédité les ancrages glissants et les zones cibles
 - Au profit de taux de change flottants ou d'ancrages contraignants : dollarisation, caisse d'émission, union monétaire
- ◆ L'illusion des taux de change flottants
 - En pratique, nombre de pays émergents ont 'peur de flotter' et pilotent étroitement leur parité contre dollar
- ◆ L'exception européenne
 - Les régimes intermédiaires gardent leur pertinence comme solution transitoire vers une parité fixe



Source : FMI (2006)

Vers un monde multipolaire ?

- ◆ Les années 2000 ont consacré les parités fixes ou quasi-fixes dans les pays émergents au détriment des taux de change flottants et des régimes intermédiaires
- ◆ Cet état de fait n'est pas satisfaisant
 - La méfiance vis-à-vis du FMI conduit les pays émergents à sur-accumuler des réserves de change pour s'assurer contre la volatilité financière
 - Le choix de la monnaie d'ancrage pose un problème de coordination économique et politique
- ◆ L'équilibre actuel qui privilégie les ancrages contre dollar ('nouveau Bretton-Woods') est sous-optimal macro-économiquement
 - Asymétrie dans l'ajustement des taux de change du G-3, qui pénalise l'Europe
 - Accumulation de réserves de change source de tensions politiques (cf. débat sur les fonds souverains) qui peuvent se révéler dangereuses pour le libre-échange
 - Incitation insuffisante au développement des marchés financiers locaux, malgré les initiatives régionales (*Asian Bond Fund*) et plus récemment du G-8
- ◆ **Le régionalisme monétaire, modèle alternatif ?**

- 
- 
1. Régimes de taux de change : qu'avons-nous appris ?
 - 2. 1998-2008 : l'expérience européenne**
 3. Quelles leçons pour l'Asie ?



Bilan depuis 1999



- ◆ Rappel des débats fondateurs
- ◆ Bilan depuis 1999
 - Une intégration différenciée selon les marchés
 - Une gouvernance de l'euro renforcée
 - Un cadre de décision macroéconomique efficace mais perfectible
 - L'euro et le monde : l'histoire ne fait que commencer

Les débats fondateurs (i) : l'Europe est-elle une zone monétaire optimale ?

- ◆ L'Europe est-elle une zone monétaire optimale (ZMO) ?
 - La théorie des ZMO à la Mundell (1961), McKinnon (1963) et Kenen (1969) prescrit de fixer les taux de change entre économies qui subissent des chocs comparables et/ou au sein desquelles les facteurs de production sont mobiles
 - Mais l'Europe est plus diverse que les États-Unis et la mobilité du travail y est faible
 - Il est donc difficile d'établir que c'est une ZMO, sauf dans un groupe restreint de pays du 'cœur'
- ◆ Peut-elle le devenir ?
 - Krugman (1993) : la baisse des coûts de transaction pourrait favoriser une polarisation géographique des facteurs de production, donc renforcer l'asymétrie des chocs
 - Rose (2000) : l'existence même de l'union monétaire peut stimuler puissamment le commerce intra-zone et favoriser la convergence

Les débats fondateurs (ii) : la coordination des politiques économiques

- ◆ Dès l'origine, la théorie des ZMO a posé la question de la juxtaposition des domaines de politique économique (*policy domains*)
- ◆ Faut-il coordonner les politiques budgétaires entre pays ?
 - Une relance isolée crée à la fois des externalités de demande (positives) et de taux d'intérêt (négatives) et l'amplitude de ces effets fait débat
- ◆ Faut-il coordonner politique budgétaire et politique monétaire ?
 - Politiques monétaire et budgétaire influencent toutes deux l'activité et les prix : risque de jeu non-coopératif
 - Mais la politique monétaire est plus efficace si elle est indépendante et si ses objectifs sont ciblés
- ◆ Les économistes européens ne croient en général pas beaucoup à la coordination mais plutôt à un modèle où les responsabilités sont claires et où « chacun balaie devant sa porte », mais la coordination des politiques économiques est inscrite dans le Traité de Maastricht

Les débats fondateurs (iii) : faut-il un budget fédéral ?

- ◆ Aux États-Unis, comme dans chacun des États membres de l'Union européenne, le budget fédéral assure une fonction d'assurance conjoncturelle
- ◆ Cette fonction n'y est apparue qu'en 1929, 150 ans après la fondation de l'Union
- ◆ En Europe, la politique de stabilisation conjoncturelle est entièrement décentralisée (les Fonds structurels ont un rôle d'allocation et non de stabilisation)
- ◆ Alors même que l'assurance fournie aux ménages par les marchés (marché du travail, marchés financiers) y est moins efficace qu'aux États-Unis

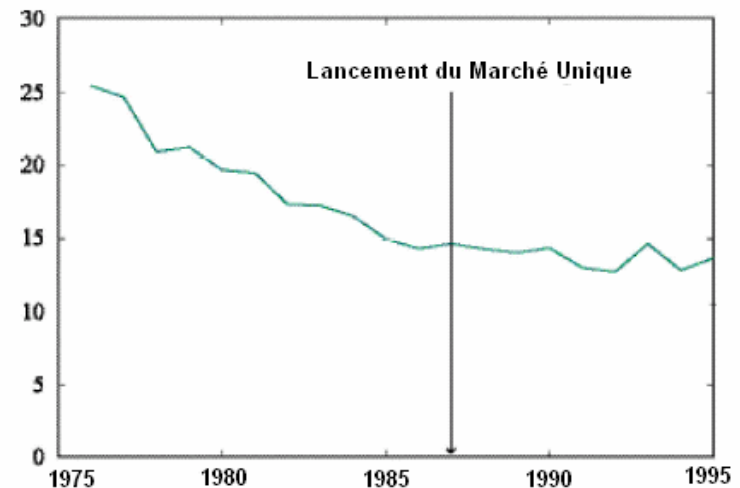
Une intégration différenciée selon les marchés

- ◆ Marchés du travail
 - Malgré des impulsions politiques (titre ‘Emploi’ du Traité, méthode ouverte de coordination, portabilité des retraites complémentaires), les politiques sociales restent principalement nationales
- ◆ Services financiers
 - Une intégration accélérée par le ‘Plan d’action pour les services financiers’, mais qui reste différenciée selon les segments de marché
 - Marchés de gros très intégrés / marchés de détail encore fragmentés
 - Avec les turbulences de 2007, le débat politique se déplace de l’organisation de la législation (processus ‘Lamfalussy’) vers l’architecture et le champ de la régulation

Un développement des échanges commerciaux intra-zone euro

- ◆ Synthèse de Baldwin (2006) :
 - Une hausse de 5 à 10% des volumes d'échanges entre 1998 et 2005
 - Plus élevé dans les secteurs où les effets de taille comptent le plus (concurrence imparfaite, rendements d'échelle croissants)
 - Pas d'effet de diversion des échanges sur les membres de l'UE non euro
- ◆ L'euro prolonge le marché unique, qui a bénéficié massivement aux échanges intra-branche (Fontagné et Freudenberg, 1999)
 - Le commerce portant sur des produits plus substituables est plus sensible aux coûts de transaction
- Difficile d'isoler ce qui provient de l'Acte unique de 1987 et ce qui provient de l'euro

Marché unique et effet frontière



Lecture : en 1995, les Etats membres commerçaient 15 fois moins entre eux qu'avec eux-mêmes contre 25 fois en 1975.

Source : Head et Mayer (2002).

Un approfondissement des marchés de capitaux

Le développement d'un marché des capitaux profond et accessible aux différentes catégories d'acteurs économiques a des conséquences macroéconomiques importantes :

- Baisse du coût du capital favorable à la croissance de long terme
 - Meilleure assurance contre les risques dans un contexte où le budget fédéral est peu développé
 - Recyclage régional de l'épargne qui protège de la volatilité financière internationale
- ◆ Un cas d'école : le marché obligataire en euro (voir annexe n°1)



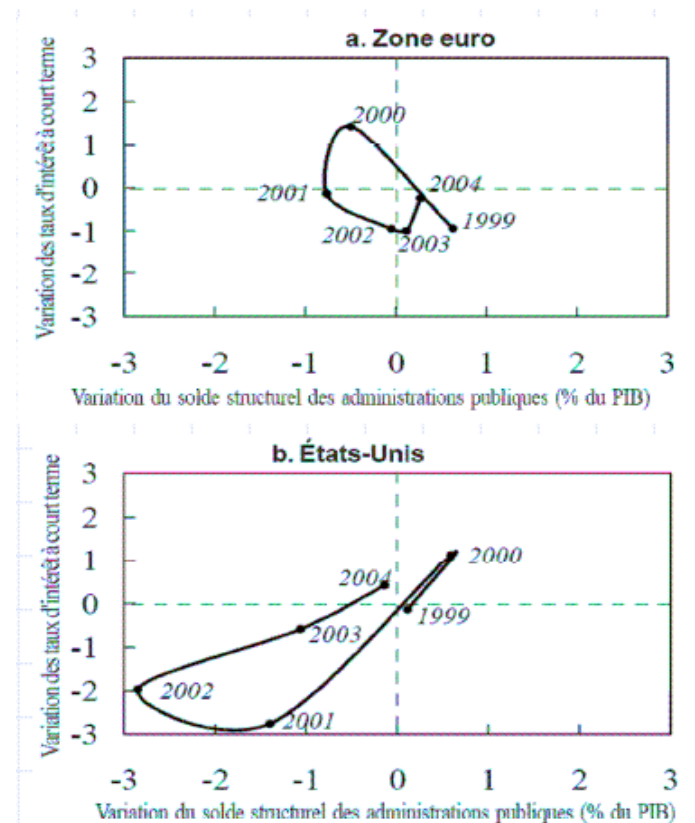
Une gouvernance de l'euro progressivement renforcée



- ◆ 1998 : Création de la BCE, accord sur l'Eurogroupe et sur le Pacte de Stabilité et de Croissance
- ◆ 2004 : Élection pour deux ans du président de l'Eurogroupe
- ◆ 2005 : Réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance
- ◆ 2007 : Traité de Lisbonne (voir annexe n°2)
 - Protocole sur l'Eurogroupe
 - Capacité de décision propre à la zone euro sur des sujets d'intérêt commun

Un cadre de décision macro-économique qui fonctionne ...

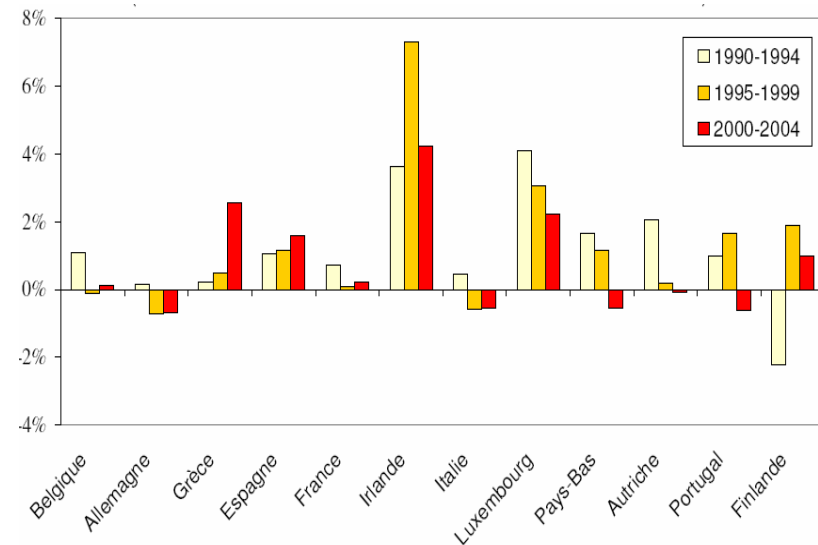
- ◆ L'Eurogroupe et la BCE ont trouvé une forme de dialogue qui respecte l'indépendance de la banque centrale
- ◆ L'euro a rempli son rôle de 'bouclier' contre l'impact déstabilisant des chocs extérieurs
- ◆ Des impulsions monétaires et budgétaires moins marquées qu'aux Etats-Unis depuis 1999
 - Voir figure ci-contre
 - Faut-il le regretter ?



... mais qui reste perfectible.

- ◆ Un tâtonnement dans la recherche des bonnes règles budgétaires, ...
- ◆ ... une certaine 'fatigue de la convergence' des États membres après l'entrée dans l'euro, ...
- ◆ ... des asymétries marquées et persistantes de croissance, d'inflation et de comptes extérieurs entre États membres (Blanchard, 2006), ...
- ◆ ... et un impact ambigu de l'euro sur la volonté de réforme économique (Duval et Elmeskov, 2005).

Écart à la croissance moyenne de la zone euro

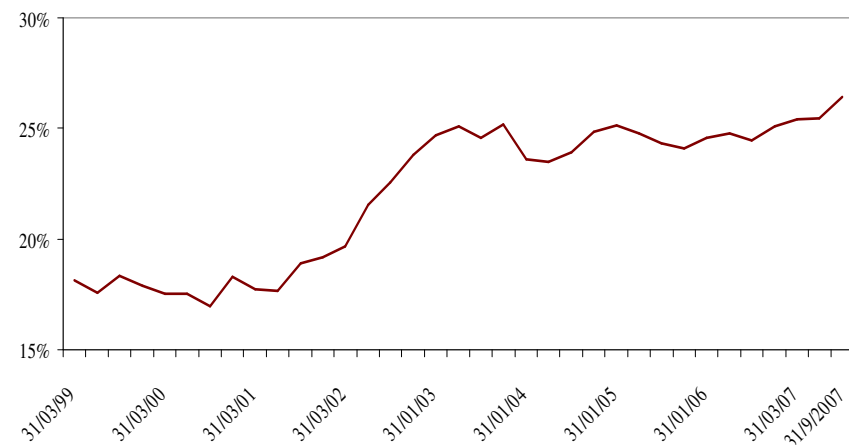


Source : Commission européenne, base AMECO

L'euro et le monde : l'histoire ne fait que commencer

- ◆ De vrais succès en matière de coordination internationale
 - Interventions concertées sur les changes en 2000, action décisive de l'Eurosystème face à la crise de liquidité en 2007
- ◆ La reconnaissance du rôle de l'euro comme réserve de valeur
 - 26% des réserves de change mondiales, 29% dans les pays émergents
- ◆ Mais un sentiment de peser insuffisamment sur la scène mondiale, cf. Bini-Smaghi (2006), Jouyet (2008)
 - Un débat sur la représentation externe (chaise unique au FMI ?) que la discussion sur les quote-parts ne tranchera pas
 - Une fragmentation de la représentation externe dans les différents domaines de la politique économique (monnaie, commerce, énergie, environnement)



Part de l'euro dans les réserves de change mondiales



Source : FMI, Base de données COFER, réserves allouées.

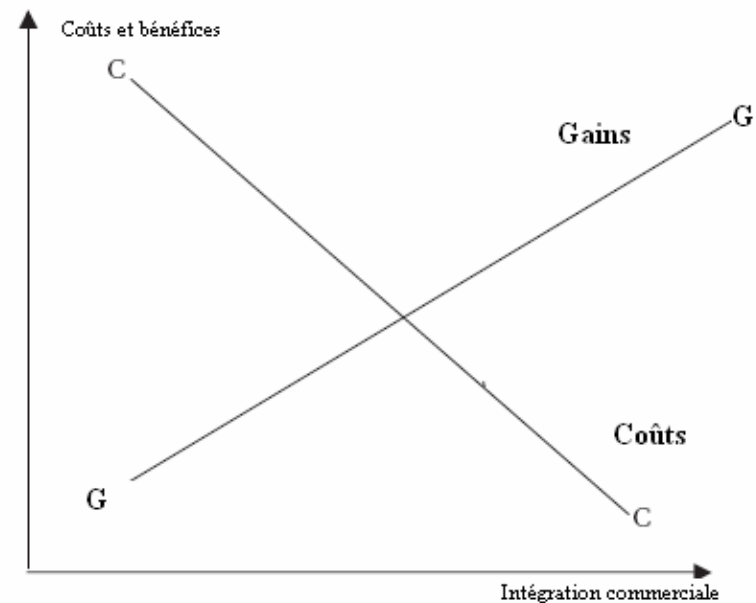
L'Europe, puissance fragmentée ?

	Trade	Competition	Financial markets	Development	Migrations	Energy	Environment	International macro / money
Sector homogeneity	Medium	High	Low	High	High	Low	Low	High
Competence assignment								
Competence	EU exclusive for goods Shared for services and investment	Exclusive EU competence (above the threshold)	Shared competence	Specific EU policy alongside (and "complementary to") MS policies	MS, but Commission has initiative. Also visa policy coordination in Schengen space	Shared competence	Shared competence (except marine biological resources which are exclusive EU competence)	EU exclusive for money + exchange rates (euro area). MS in other fields
Legal basis for EU competence	Explicit (Art. 133)	Explicit (Art. 81sq)	Implied, based on Single Market competence	Explicit (Art. 177)	Explicit (Art. 61) derived from free movement of persons	Implied, except for nuclear energy (EAEC Treaty, Art. 101-106)	Implied, based on Treaty provision on environment protection (Art. 174)	Explicit for exchange rates (Art. 111), implied for coordination (Art. 99)
Clarity	High for goods	High	Low	High	High	Low	Low	High
Governance								
Number and nature of international agreements	High Multilateral, regional and bilateral	Low Bilateral	High Multilateral and bilateral	High Multilateral and bilateral	Low Bilateral	High Bilateral	High Multilateral	Low Multilateral
Decision regime	Mostly QMV	Does not apply.	QMV	QMV	Unanimity	?	QMV	QMV for X rates (but does not apply)
External representation	Commission, on the basis of Council mandate	Commission	Commission and MS	Commission and MS	Does not apply	Commission and MS	Generally Council presidency with Commission support	Mostly MS, also ECB (G7, BIS), Eurogroup and Commission (G7)
Delegation / coordination mechanism	Supervised delegation to Commission	Unconditional delegation to Commission / some coord. via	Coordination	Mix of supervised delegation to Commission and	Coordination	Coordination	Mix of supervised delegation to Presidency and	Mix of unconditional delegation to ECB

- 
- 
1. Régimes de taux de change : qu'avons-nous appris ?
 2. 1998-2008 : l'expérience européenne
 3. **Quelles leçons pour l'Asie ?**

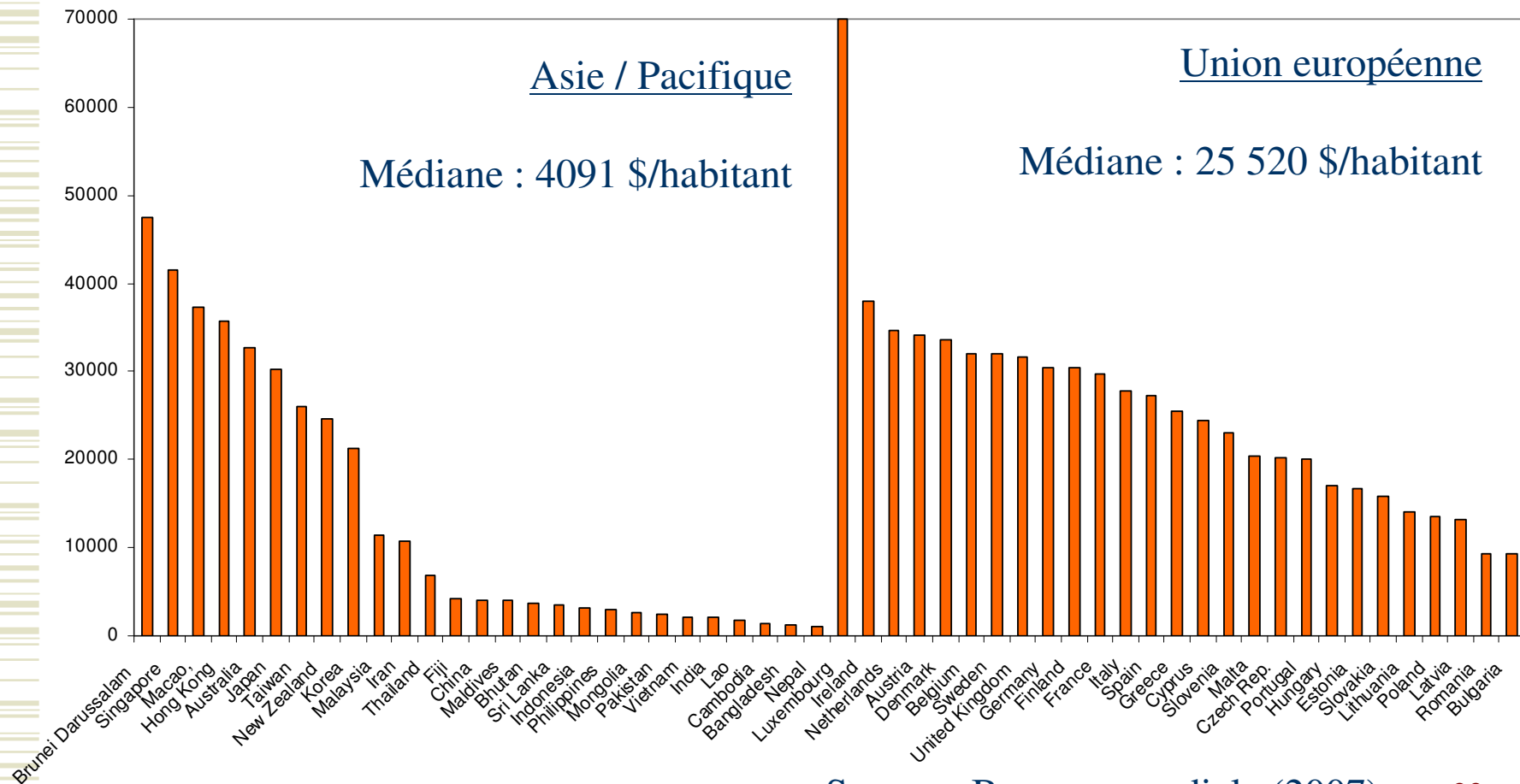
Le bilan coût/avantage de l'union monétaire européenne est-il différent de ce qu'il était en 1999 ?

- ◆ Les flux de commerce intra-européens s'intensifient et se transforment mais il est encore difficile de départager les effets du Marché unique de ceux de la monnaie unique
- ◆ Les cycles économiques ne semblent pas avoir convergé entre pays, bien au contraire
- ◆ Les gains de l'intégration des marchés de capitaux sont importants :
 - Le coût du capital a sans doute baissé en moyenne dans la zone euro, très fortement dans les anciens pays 'périphériques'
 - Ces gains devraient encore progresser, notamment sur le marché boursier, mais il est difficile d'anticiper comment la directive 'MIF' influencera cette dynamique



Source : Krugman (1993), repris par Artis (2005)

PIB par personne en parité de pouvoir d'achat en 2005



Source : Banque mondiale (2007)

Comment ce bilan coût/avantage se présente-t-il en Asie ?

Pour

- ◆ Les pays d'Asie sont plus ouverts au commerce et le commerce y est plus intense qu'en Europe quand on tient compte de la distance (Wyplosz, 2001)
- ◆ La création de marchés de capitaux profonds pour recycler l'épargne régionale aurait des bénéfices économiques très importants

Contre

- ◆ Les niveaux de PIB par personne sont plus hétérogènes et les chocs macroéconomiques sont moins corrélés qu'en Europe
- ◆ Les gains de la stabilité des changes sont peut être plus faibles en présence d'échanges inter-branches que d'échanges intra-branches
- ◆ L'appétence pour des transferts de souveraineté et pour des mécanismes de solidarité budgétaire est encore plus faible qu'en Europe

Questions ouvertes

- ◆ Quels effets endogènes aurait une monnaie unique en Asie, notamment sur la dynamique de spécialisation ?
- ◆ Ne faut-il pas donner priorité à l'intégration commerciale ? La coopération monétaire a-t-elle un sens sans la perspective d'union monétaire (Eichengreen, 2003) ?
- ◆ La dynamique d'intégration à l'européenne a été entraînée par la volonté politique et consolidée étape par étape, comme aux premiers temps des Etats-Unis (Simon, 2003) par l'activisme de la Cour de Justice. Une telle dynamique est-elle concevable en Asie ?

Bibliographie

- Artis, M. (2005), "What do we now know about currency unions?", *John Flemming Lecture*, Bank of England, December.
- Baldwin, R. (2006), "The euro's trade effects", ECB Working Paper, No. 594.
- Baldwin, R. et A. Taglioni (2004), "Positive OCA Criteria: Microfoundations for the Rose Effect", HEI, Genève.
- Banque mondiale (2007), "2005 International Comparison Program. Preliminary Results", Décembre.
- Bini-Smaghi, L. (2006), "Powerless Europe: Why is the Euro Area Still a Political Dwarf?", *International Finance*, vol. 9, pp. 1-19.
- Blanchard, O. (2006), "Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal", MIT.
- Cœuré, B. et J. Pisani-Ferry (2007), "The Governance of the EU External Economic Relations", in Sapir (2007), op. cit.
- Duval, R. et J. Elmeskov (2005), "The Effects of EMU on structural reforms in Labour and Product Markets", OECD Economics Department Working Paper, No. 438.
- Eichengreen, B. (2003), "What to do with the Chiang Mai Initiative", *Asian Economic Papers*, vol. 2, pp. 1-49.
- Fonds monétaire international (2006), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington DC.
- Fontagné, L. et M. Freudenberg (1999), "Marché unique et développement des échanges", *Economie et Statistique*, No. 326-327, pp. 71-95.
- Jouyet, J.-P. (2008), « Pour une diplomatie de l'euro », *Le Monde*, 2 janvier.
- Kenen, P. (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View"; in *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago.
- Krugman, P. (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU," in *The Transition to Economic and Monetary Union*, Cambridge University Press, pp. 241-269.
- McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53, pp. 717-725.
- Mundell, R. (1961) "A theory of Optimal Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 51, pp. 657-665.
- Rose, A. (2000), "One Money, One Market: The Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, vol. 30, pp. 9-45.
- Sapir, A. (sous la dir., 2007), *Fragmented Power: Europe and the Global Economy*, Bruegel, Bruxelles.
- Simon, J. (2003), *What Kind of Nation? Thomas Jefferson, John Marshall and the Epic Struggle to Create a United States*, Simon & Schuster.
- Wyplosz, Ch. (2001), "A Monetary Union in Asia? Some European Lessons", in *Future Directions for Monetary Policies in East Asia*, Reserve Bank of Australia.

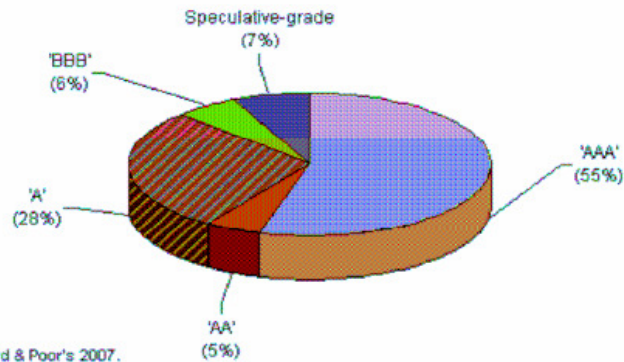


Annexe 1

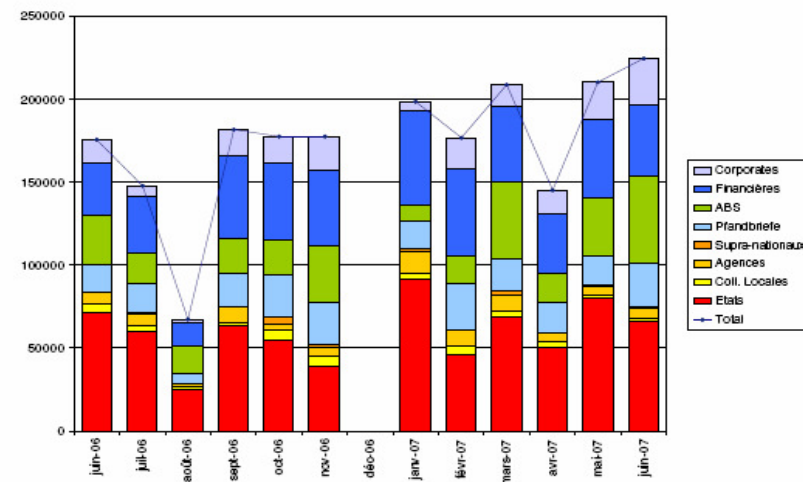
Le marché obligataire en euro : un cas d'école

Une diversité de crédits

Emprunts souverains par catégorie de notation



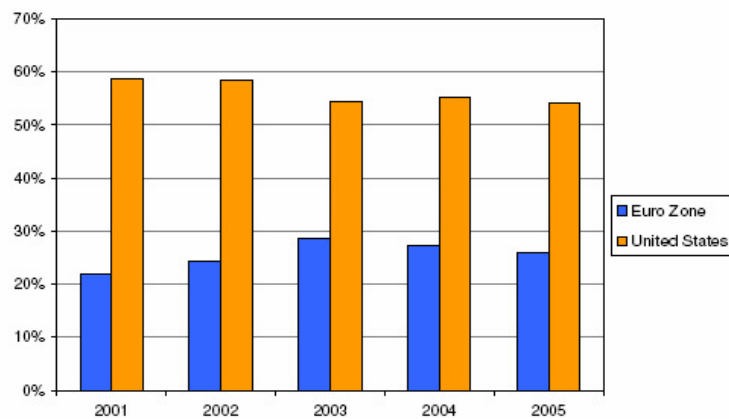
Emissions obligataires par type d'émetteur



Source: European Commission

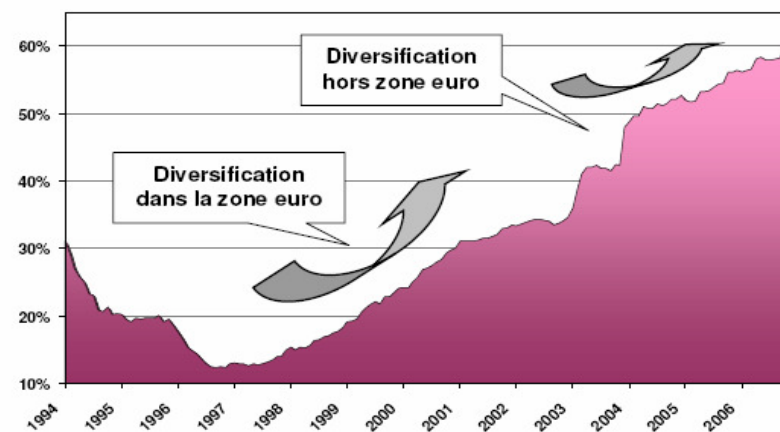
Une ouverture accrue aux investisseurs hors zone euro

Titres de dette détenus comme actifs de réserve par les institutions internationales, par zone d'émission



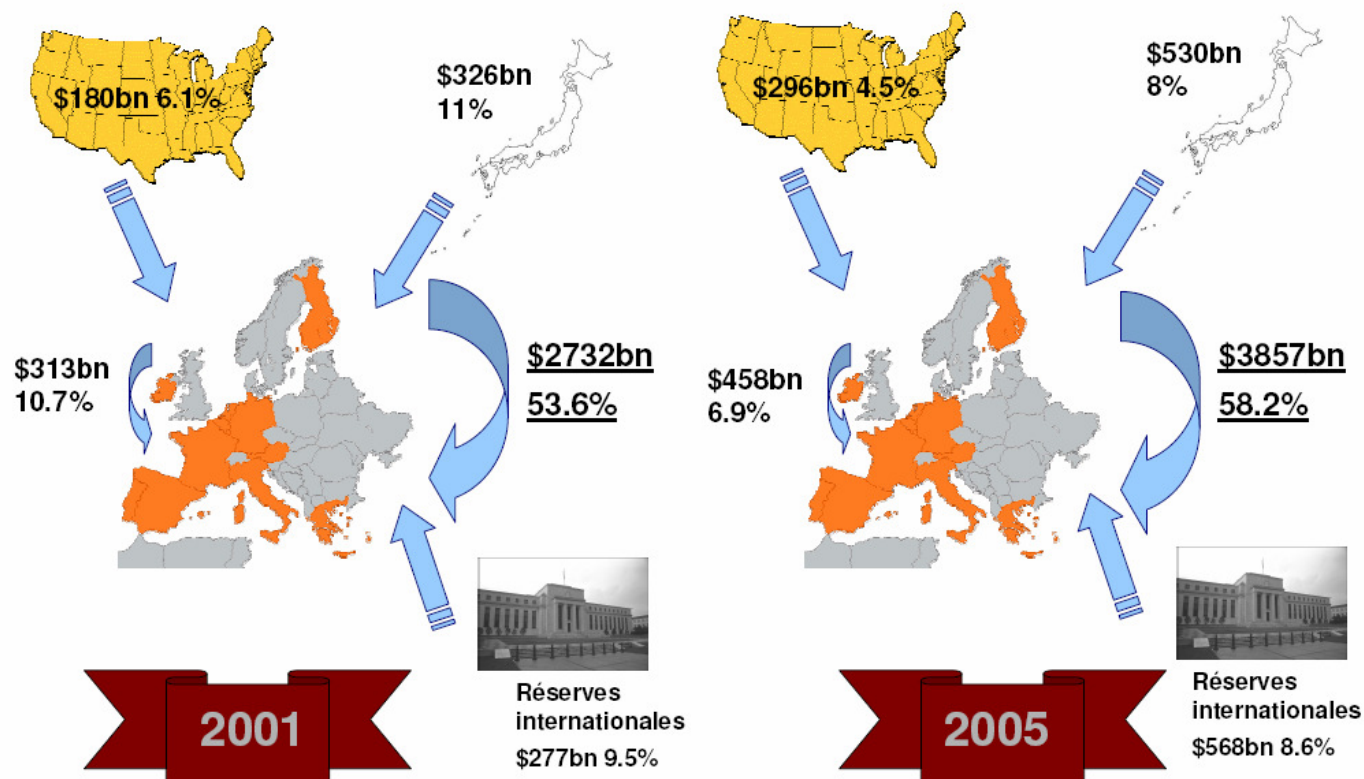
Source : IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

Part des investisseurs non-résidents dans la dette de l'Etat français



Source : Banque de France

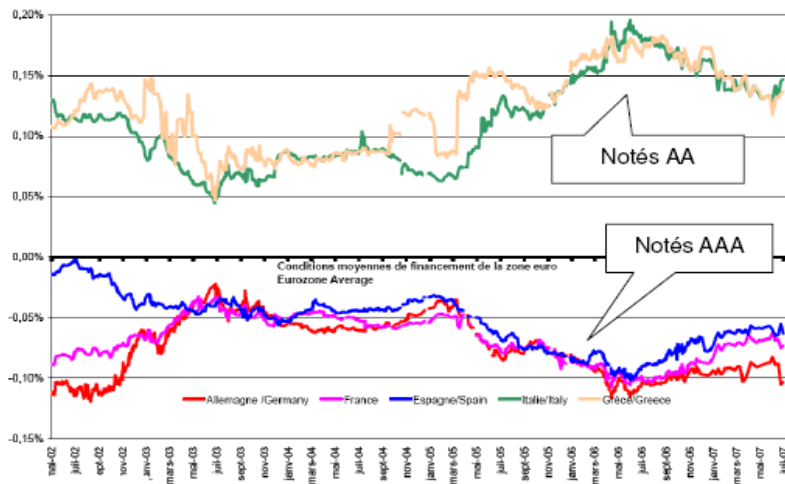
Détention des titres de dette à long terme émis dans la zone euro



Source: IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

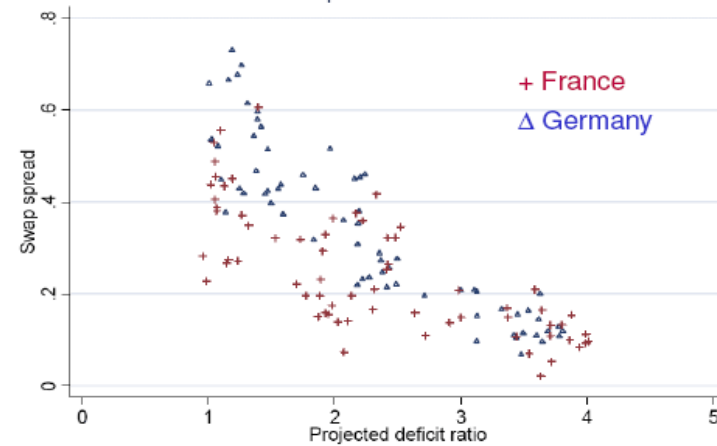
Un soutien significatif mais de faible ampleur à la discipline budgétaire

Coût de financement moyen des Etats membres de la zone euro



Source : AFT

Prévisions de déficit et swap spreads, 1999-2004



Source : Deutsche Bundesbank, 2004

Une concurrence entre émetteurs favorable à l'innovation

Trente ans d'innovation sur la dette française

1986: Fongibilité des obligations

1989: OAT à 30 ans

1991: Démembrement des OAT

1996: OAT à taux variable ('TEC')

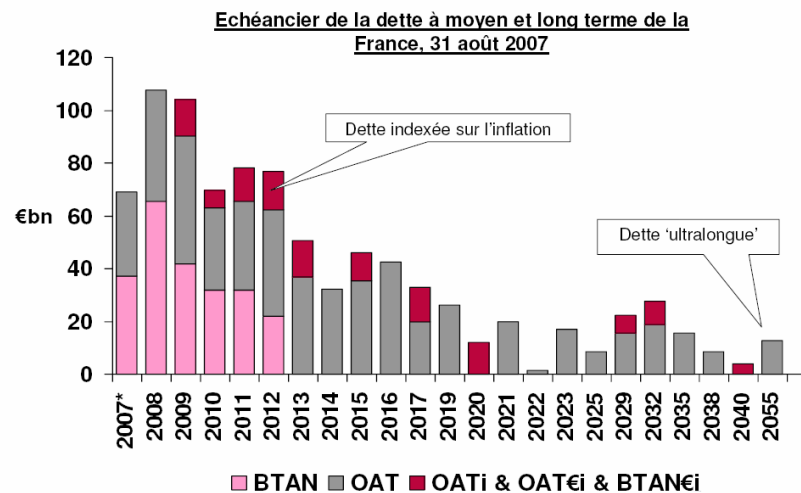
1998: OAT indexée sur l'inflation française

2001: Gestion de la durée par les swaps

2001: OAT indexée sur l'inflation zone euro

2005: OAT à 50 ans

2007: Démembrement des OAT indexés





Annexe 2

Dispositions nouvelles du Traité de
Lisbonne sur le fonctionnement de la
zone euro

Article 115 A

1. Afin de contribuer au bon fonctionnement de l'union économique et monétaire et conformément aux dispositions pertinentes des traités, le Conseil adopte, conformément à la procédure pertinente parmi celles visées aux articles 99 et 104, à l'exception de la procédure prévue à l'article 104, paragraphe 14, des mesures concernant les États membres dont la monnaie est l'euro pour :
 - a) renforcer la coordination et la surveillance de leur discipline budgétaire;
 - b) élaborer, pour ce qui les concerne, les orientations de politique économique, en veillant à ce qu'elles soient compatibles avec celles qui sont adoptées pour l'ensemble de l'Union, et en assurer la surveillance.
2. Seuls les membres du Conseil représentant les États membres dont la monnaie est l'euro prennent part au vote sur les mesures visées au paragraphe 1.

Protocole sur l' Eurogroupe

LES HAUTES PARTIES CONTRACTANTES,

DÉSIREUSES de favoriser les conditions d'une croissance économique plus forte dans l'Union européenne et, à cette fin, de développer une coordination sans cesse plus étroite des politiques économiques dans la zone euro;

CONSCIENTES de la nécessité de prévoir des dispositions particulières pour un dialogue renforcé entre les États membres dont la monnaie est l'euro, en attendant que l'euro devienne la monnaie de tous les États membres de l'Union,

SONT CONVENUES des dispositions ci-après, qui sont annexées au traité sur l'Union européenne et au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne :

- ♦ **ARTICLE PREMIER** : Les ministres des États membres dont la monnaie est l'euro se réunissent entre eux de façon informelle. Ces réunions ont lieu, en tant que de besoin, pour discuter de questions liées aux responsabilités spécifiques qu'ils partagent en matière de monnaie unique. La Commission participe aux réunions. La Banque centrale européenne est invitée à prendre part à ces réunions, qui sont préparées par les représentants des ministres chargés des finances des États membres dont la monnaie est l'euro et de la Commission.
- ♦ **ARTICLE 2** : Les ministres des États membres dont la monnaie est l'euro élisent un président pour deux ans et demi, à la majorité de ces États membres.