

Un chèque en blanc pour l'Europe monétaire

Catherine Mathieu, Jacques Le Cacheux, Henri Sterdyniak

▶ **To cite this version:**

Catherine Mathieu, Jacques Le Cacheux, Henri Sterdyniak. Un chèque en blanc pour l'Europe monétaire. Lettre de l'OFCE, 1989, 64 bis, pp.1 - 8. hal-03458120

HAL Id: hal-03458120

https://sciencespo.hal.science/hal-03458120

Submitted on 30 Nov 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Observations et diagnostics économiques

LETTRE DE L'OFCE

Observatoire Français des Conjonctures Economiques. 69, quai d'Orsay, 75007 Paris - Tél. : (1) 45.55.95.12

N° 64 bis - Mardi 16 mai 1989

UN CHEQUE EN BLANC POUR L'EUROPE MONETAIRE ?

Dix-neuf ans après le rapport Werner, le Comité Delors vient de remettre au Conseil européen un rapport qui repose le problème de l'unification monétaire de l'Europe et nous replace devant ces deux questions auxquelles il n'est guère possible de répondre autrement que par deux « Non » contradictoires : peut-on concevoir un espace économique rendu homogène par d'intenses échanges de marchandises et de capitaux dans lequel coexisteraient des monnaies différentes susceptibles de varier fortement les unes par rapport aux autres ? Peut-on envisager que des pays abandonnent leur souveraineté monétaire et se plient, en cette matière cruciale, à des décisions prises à l'étranger par un groupe de sages ou de technocrates transnationaux ?

La question de l'unification monétaire avait été relancée par la France il y a un peu plus d'un an [1]. En juin 1988, le Conseil européen de Hanovre avait décidé de nommer un groupe d'experts (composé des gouverneurs des banques centrales et de trois experts monétaires) chargé de l'étudier et de produire un rapport pour ce printemps. On a pu craindre que ce rapport n'aboutisse pas à une position unanime du fait des réticences britanniques à toute avancée vers la supranationalité et des craintes de la RFA qui souhaite un maximum de garanties quant à la discipline monétaire. Mais les échéances ont été tenues : le rapport vient d'être publié et sera discuté en juin au sommet de Madrid.

Un éternel recommencement ?

Bien sûr ce n'est pas sans une certaine ironie que nous avons évoqué le rapport Werner [2] et son espoir déçu de voir l'Europe monétaire réalisée avant 1980. Car le rapport Delors est très proche, dans l'objectif comme dans la stratégie, de son prédécesseur : dans les deux cas, on vise une union qui doit être économique avant d'être monétaire : la coordination des politiques budgétaires doit aller au même rythme que celle des politiques monétaires ; l'unification se fait par le renforcement de la coopération entre banques centrales plutôt que par des processus de marché ; l'union monétaire est le couronnement de l'union économique, un aboutissement plutôt qu'un moteur.

En page 7

Jean-Marcel Jeanneney

Oser vite une monnaie commune

Deux leçons contradictoires peuvent être tirées de l'expérience accumulée en vingt ans. D'une part les projets ambitieux n'ont pas résisté aux chocs qui ont frappé l'économie mondiale : flottement des monnaies, chocs pétroliers... D'autre part l'Europe monétaire s'est, malgré tout, mise en marche, lentement, péniblement au départ (songeons à l'échec du Serpent), mais elle s'est raffermie avec le Système monétaire européen (SME). Contrairement au Serpent, qui s'était peu à peu vidé de ses membres pour se réduire à une mini zone-mark, le SME a résisté aux amples fluctuations du dollar. En dépit des réajustements de parités, qui ont été nombreux dans la première moitié de ses dix années d'existence, il a constitué un lien suffisamment solide pour que les monnaies participantes évoluent de concert (graphique 1). S'il a incontestablement favorisé la convergence vers le bas — et non vers un niveau moyen, comme certains de ses critiques le prévoyaient initialement — des taux d'inflation nationaux (graphique 2), le système n'a guère encouragé la croissance, n'a pas entraîné de réduction des déséquilibres extérieurs, n'a guère favorisé la circulation directe des fonds en Europe. Le SME ne fonctionne pas grâce à une coordination effective et permanente des politiques monétaires, mais grâce à l'acceptation de la domination allemande par des pays — la France et l'Italie — soucieux de trouver ainsi un renfort externe à leur politique économique de rigueur et d'assainissement.

Une unification à petits pas

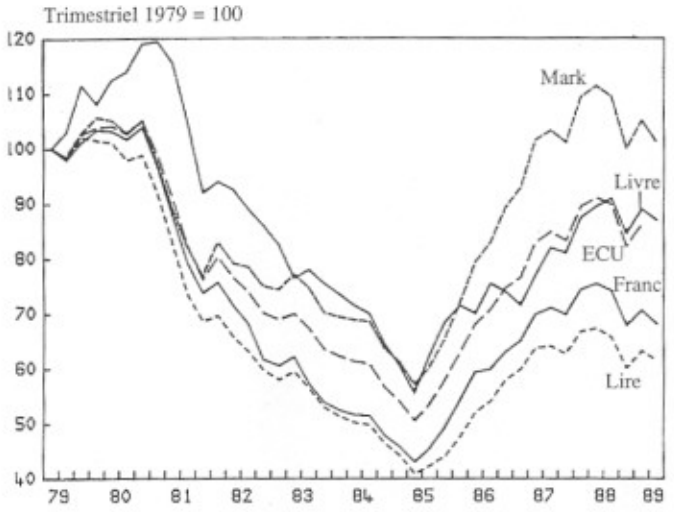
Une caractéristique essentielle de ce rapport est de proposer des objectifs très ambitieux pour le long terme à travers un processus de réalisation progressif, de manière à ne pas contraindre à des décisions cruciales immédiates. Aussi précision et imprécision sont-elles étroitement mêlées. Ainsi l'objectif final est clairement défini : « des parités fixées irrévocablement entre les monnaies nationales et, finalement une monnaie unique ». Mais aucune date précise n'est avancée pour le franchissement des différentes étapes prévues, le rapport se contentant de dire que cela « relève d'une décision politique ». Ceci est à la fois une force et une faiblesse du projet : aucune décision fondamentale, aucun abandon de souveraineté n'est immédiatement demandé aux pays. Il peut sembler regrettable que toute l'attention qui est actuellement

(1) Cf. en particulier Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak : « Vers une monnaie commune en Europe ? », *Observations et diagnostics économiques*, Revue de l'OFCE, n° 26, janvier 1989.

(2) Commission des Communautés européennes : Rapport sur l'union économique et monétaire, dit rapport Werner, Bruxelles, 1970.

Edité par les Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, 27, rue Saint-Guillaume 75341 Paris Cedex 07

1. Taux de change nominaux par rapport au dollar



Source : CEE (ECU) et Marché officiel des changes à Paris

portée au sujet n'aboutisse finalement qu'à un report *sine die* des décisions. Le Parlement européen vient quant à lui d'adopter une résolution [3] suivant laquelle l'union monétaire devrait être instaurée au 1er janvier 1995, allant jusqu'à présenter déjà un projet de statuts pour la Banque centrale européenne. Mais le Comité Delors, plus prudent, a sans doute tiré la leçon de l'échec du calendrier trop précis et ambitieux de son prédécesseur.

Si le processus d'unification envisagé est lent, le rapport souhaite que dès le départ les pays négocient un nouveau traité et donc s'engagent à aller jusqu'au bout du processus de l'unification. Mais peut-on s'engager sans voir les premiers résultats, sans être sûr que la coordination des politiques monétaires s'opère de façon satisfaisante pour chacun des partenaires ? Après tout les fiançailles sont faites pour être rompues. N'oublions pas que depuis quelques années la construction monétaire bénéficie d'un contexte favorable : contre-choc pétrolier, relative sagesse des salaires, niveau satisfaisant du dollar... Doit-on souhaiter qu'au cours de la période transitoire, suffisamment de chocs secouent la Communauté pour que l'on puisse juger de sa solidité ? Ne risque-t-on pas de voir s'engager un processus identique à celui de l'Acte unique européen ? Au départ les pays signent, dans une relative indifférence, un texte très général, puis s'aperçoivent ensuite que ce texte a des implications concrètes extrêmement contraignantes : obligation de réduire au minimum la fiscalité frappant les revenus du capital [4], suppression de la surtaxation des produits de luxe, etc.

Cet engagement préliminaire par un traité assurerait que l'on prend effectivement le chemin de l'union monétaire, de façon à éviter un nouvel échec ; mais il implique aussi que chaque pays se décide à faire le saut, ce qui est loin d'être acquis aujourd'hui. D'une part la Grande-Bretagne ne veut pas renoncer immédiatement à utiliser l'instrument du taux de change, tout en étant par ailleurs favorable à l'ouverture des frontières permettant la liberté des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux. D'autre part, la RFA souhaite des garanties — une monnaie européenne devrait être aussi forte que le mark, représenter un pouvoir d'achat stable, dont l'une des conditions est le respect d'une discipline budgétaire stricte —, garanties qui ne sont peut-être pas compatibles avec les souhaits, les besoins et les habitudes des pays du Sud ; peuvent-ils s'engager dès maintenant à fusionner leurs politiques monétaires sans savoir ce que sera la politique commune ?

Vouloir que les douze pays adhèrent d'emblée à l'engagement sur l'objectif final, c'est s'écarter de l'optique du SME, qui n'avait rassemblé au départ que huit pays, laissant la porte ouverte à la livre britannique, tout en l'intégrant dans l'ECU. L'expérience a montré que cette présence/absence déstabilisait l'indicateur de divergence et l'ECU. Il est toutefois explicitement laissé «une certaine flexibilité quant à la date et aux conditions auxquelles certains pays membres adhéreraient à certains engagements». On se rapproche ainsi de la position de certains auteurs [5] qui proposaient que l'union soit dans un premier temps géographiquement limitée et que les autres pays n'adhèrent au système commun que lorsqu'ils seraient prêts. Tous les pays devraient donc s'engager mais pas nécessairement progresser au même rythme, ce qui soulève des interrogations sur la coordination des politiques dans une Communauté à laquelle tous les membres ne participeraient pas au même degré.

L'option économiste

Le Comité Delors a cependant pris sur trois points des options claires. On remarquera d'abord qu'il s'agit d'une approche globale, qui mêle union économique et monétaire, les deux objectifs n'étant pas dissociables l'un de l'autre. La réalisation du processus d'intégration reposerait sur la convergence parallèle des structures économiques et des politiques budgétaires et monétaires. C'est un vieux débat de la construction européenne que l'opposition entre « économistes » et « monétaristes », les premiers subordonnant les progrès de l'union monétaire à la réalisation de l'union économique, les seconds défendant l'idée suivant laquelle l'union monétaire est envisageable avant l'union économique, la mise en place préalable d'une politique monétaire commune devant accélérer la convergence économique. Le rapport Delors tranche en faveur des premiers. Les années soixante-dix avaient plutôt été source de progrès monétaires, avec le Serpent et la mise en place du SME. La convergence des structures économiques comme préalable à l'union monétaire revient à présent au premier plan, ce qui reflète d'ailleurs la position constante de la RFA.

Le refus de l'unification brutale

Le processus préconisé pour aboutir à l'union économique et monétaire est extrêmement progressif. Les taux de change doivent d'abord se stabiliser, grâce à la coordination des politiques monétaires, de manière à aboutir à des parités irrévocablement fixes, une monnaie unique pouvant alors être instaurée. On peut regretter que le rapport n'envisage jamais la méthode brutale, qui consisterait à réaliser immédiatement l'union monétaire sans la phase transitoire dont nous verrons le caractère aléatoire et pénible. Après tout, si les pays sont d'accord sur l'objectif final, pourquoi attendre [6] ?

Pas de treizième monnaie

Certains auteurs avaient préconisé que l'unification monétaire se fasse par le développement d'une monnaie commune parallèle. Beaucoup avait vu dans l'ECU et dans son léger essor sur les marchés financiers internationaux l'esquisse de

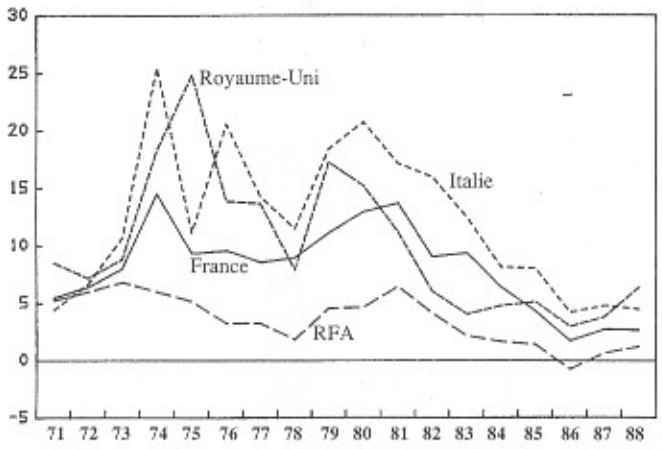
(3) Parlement européen : «Résolution sur le développement de l'intégration monétaire européenne», dit rapport Franz, procès verbal du 14 avril 1989.

(4) Le vote par le Parlement français de l'amendement Pierret et la récente décision du gouvernement allemand suspendant la retenue à la source sur les revenus d'intérêt, indiquent qu'en dépit des discours, on s'oriente vers une détaxation totale des revenus des placements mobiliers en Europe.

(5) Cf. Daniel Gros et Niels Thygesen : «Le SME : performances et perspectives», *Observations et diagnostics économiques*, Revue de l'OFCE, n° 24, juillet 1988.

(6) Jean-Marcel Jeanneney : «Pour une monnaie européenne», *Observations et diagnostics économiques*, Revue de l'OFCE, n° 26, janvier 1989.

2. Taux d'inflation annuels moyens



Source : OFCE

cette évolution. Aussi certains avaient-ils préconisé que l'ECU soit au centre de l'unification monétaire [7]. Cette option est clairement repoussée dans le rapport Delors, à juste titre, à notre avis. Créer et développer une monnaie supplémentaire dans le but d'aboutir à une monnaie unique accroît les risques d'instabilité. Il est difficile de croire que le jeu spontané de la concurrence sur les marchés aboutirait à ce que la monnaie la meilleure, sous-entendu celle dont le pouvoir d'achat est le plus stable, se substitue progressivement aux monnaies nationales préexistantes. L'ECU en tant que monnaie panier est toujours moins solide que la plus solide des monnaies de l'Europe : son extension se heurterait donc aux réticences allemandes. Elle n'est pas gérable de manière autonome, puisque son taux d'intérêt ne peut guère s'écarter de la moyenne des taux des monnaies composantes. On peut certes songer à réformer l'ECU, comme Raymond Barre l'a préconisé il y a peu, mais cela est institutionnellement délicat : que deviennent les titres existants libellés en ECU ? De plus une monnaie sans lien avec les monnaies circulant effectivement dans les transactions n'offrirait aucune garantie. Une monnaie dont l'évolution serait toujours celle de la plus forte des monnaies de l'Europe ne se distinguerait guère du mark.

Les phases transitoires

Le projet présente la particularité de prévoir trois phases. Ce n'est qu'à la fin de la deuxième que le système de parités serait considéré comme irrémédiablement fixe. La première phase commencerait en juillet 1990 ; mais rien n'est dit quant à la durée de chacune d'elles. Au cours de la première phase, le rapport escompte surtout le développement des aspects non monétaires de l'unification européenne : grand marché intérieur, réforme des fonds structurels, développement de la coordination des politiques économiques. Cependant, il espère des avancées sur quatre points proprement monétaires.

Tout d'abord le texte rappelle que l'unification des marchés financiers devra être menée à bien durant cette période. Il est cependant permis de se demander si cette unification est compatible avec le fait que les réalignements de parité resteront possibles, donc anticipés par les spéculateurs. Le rapport juge implicitement possible que, durant cette phase transitoire, on ait simultanément des politiques monétaires autonomes non coordonnées institutionnellement, la liberté des mouvements de capitaux et des changes relativement fixes. L'unification monétaire viendrait, en quelque sorte, après la bataille de l'unification financière et donc ne la facilitera pas. Tout le processus d'uniformisation des instruments monétaires et financiers est laissé aux forces du marché sous l'impulsion des initiatives contradictoires des différents gouvernements sans le guide que constituerait une autorité monétaire commune.

Les pays à monnaie potentiellement dévaluable continueront à souffrir de taux d'intérêt relativement élevés pour compenser les risques de dévaluation que les spéculateurs continueront à percevoir. Le fonctionnement actuel du SME montre qu'une telle hiérarchie de taux d'intérêt, nominaux (graphique 3) et réels (graphique 4), est inévitable, surtout si les mouvements de capitaux sont dépourvus de tout contrôle. Dans un tel système en effet, la probabilité d'un réalignement n'est jamais nulle, et l'expérience a montré qu'ils s'opéraient toujours dans le même sens, ce qui oblige à maintenir un différentiel d'intérêt au détriment des monnaies les plus vulnérables et à accroître fortement ce différentiel dès les premiers signes de faiblesse de ces monnaies. Ou bien ces pays valideront les anticipations des spéculateurs, ou bien ils souffriront d'une compétitivité médiocre, puisque, par exemple, pour que la France regagne de la compétitivité-prix sur la RFA, il faut, dans ce système, que son taux d'inflation soit significativement et durablement plus bas que le taux d'outre-Rhin.

Le rapport escompte que, durant cette phase, le SME couvrira l'ensemble des monnaies de la Communauté européenne. C'est là un pari hasardeux, car il fait dépendre les avancées ultérieures d'un pays, la Grande-Bretagne, qui est réticent sur l'opération et dont le gouvernement a d'ailleurs immédiatement rejeté les conclusions du rapport. Mais ne s'agit-il pas là d'un subterfuge, qui permettrait de faire clairement porter à la Grande-Bretagne la responsabilité d'une situation où l'Europe monétaire se ferait sans elle. Pour la France, il nous paraît crucial que le SME s'élargisse de sorte que la présence de la Grande-Bretagne et des pays du Sud constitue un contrepoids à l'influence germanique.

Le rapport reste extrêmement prudent sur la question de l'autonomie des banques centrales nationales : « il conviendrait d'envisager d'étendre la portée de l'autonomie des banques centrales ». Cette autonomie n'est plus un préalable obligé comme dans l'esprit des Allemands. Le rapport Franz dit plus franchement : « Les banques centrales devraient au 1er janvier 1995 être autonomes par rapport aux pouvoirs politiques respectifs ». Or l'autonomie des banques centrales revêt à nos yeux de grands risques : elle rend plus difficile la coordination des politiques économiques puisque chaque pays parle par deux voix ; elle donne un pouvoir important à des technocrates non élus démocratiquement et renforce le poids des tenants de l'orthodoxie de la politique économique au détriment des partisans de politiques actives tournées vers la croissance.

Le Comité des gouverneurs des banques centrales prendrait plus d'importance. Il devrait être consulté sur les décisions de politique monétaire, par exemple pour la fixation d'objectifs de masse monétaire, et pourrait donner son avis sur les diverses mesures nationales de politique économique. Le risque est là aussi d'instaurer un tribunal des politiques économiques plus tourné vers la défense des grands équilibres que vers celle de l'emploi.

Durant la deuxième étape la coordination des politiques économiques serait approfondie ; en particulier, la Commission pourrait arrêter des règles précises quant aux déficits budgétaires nationaux et à leur financement. Le Système européen de banques centrales (SEBC) serait installé. Les réalignements de taux de change deviendraient l'exception. Cette phase est extrêmement floue dans le document : on ne sait plus guère qui aura la responsabilité de la politique monétaire.

Ce n'est qu'au cours de la troisième phase que les parités seront fixées, que le SEBC dirigera effectivement la politique monétaire commune et le Conseil des ministres la politique budgétaire.

---

(7) Comité pour l'union monétaire de l'Europe : «Un programme pour l'action», Paris, 1988.

Des inconvénients de la phase transitoire

Durant les deux étapes transitoires, les monnaies restant différentes, il n'y aurait pas interpénétration des marchés monétaires et des marchés du crédit. Une banque ou une entreprise allemande ne pourrait prêter à son homologue français sans que l'une des parties ne subisse un risque de change. Le système ne favoriserait donc pas la circulation des excédents des uns pour financer les déficits des autres. Le rapport ne prévoit pas que durant la période transitoire un début d'interpénétration des marchés monétaires permette un financement plus facile des pays déficitaires. On voit mal comment la stabilité des changes sera assurée sans instrument pour la mettre en œuvre, c'est-à-dire sans un système de financement durable des pays en difficulté ; mais les pays potentiellement excédentaires n'accepteront pas de financer sans droit de regard.

La deuxième phase est marquée par une dilution des responsabilités, en ce qui concerne tant la politique monétaire que la politique budgétaire entre les échelons nationaux et communautaire, qui nous semble difficile à faire vivre concrètement. On voit mal une concertation obligatoire pour réagir aux variations des taux d'intérêt américains avec le risque que de longues négociations ne réussissent pas à accorder des positions divergentes. On voit mal les problèmes de finances publiques de chaque pays être traités à Bruxelles.

De plus la durée de la phase transitoire, son caractère progressif empêcheront qu'elle ait un grand retentissement et influence les comportements notamment lors de la fixation de salaires. Si la possibilité de dévaluation périodique demeure, les spéculateurs comme les travailleurs n'auront guère de raison de modifier leurs attitudes. Le degré de liberté que laisserait la lenteur du processus d'unification aurait donc un coût élevé.

Les institutions de l'union économique et monétaire européenne

Relativement peu précis sur le contenu effectif des étapes de la transition et sur le calendrier, le rapport du Comité Delors s'avance en revanche beaucoup plus que tous les précédents exercices similaires dans la description des institutions qui devront conduire les politiques économiques et dans la définition des orientations générales des politiques communes. En apparence le Comité préconise le degré minimal de centralisation compatible avec l'existence d'un marché unique des biens et facteurs de production et la gestion d'une monnaie commune. Pourtant, malgré la clarté de certaines options retenues, le rapport n'est pas dépourvu d'ambiguïtés quant à la réalité et à la viabilité du modèle décentralisé qu'il recommande.

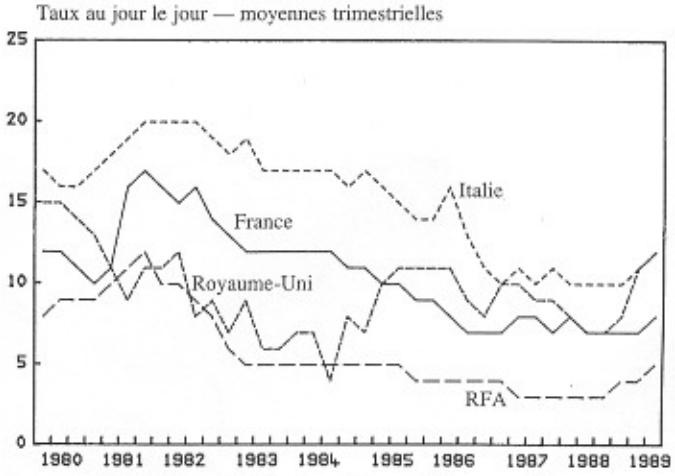
Banque centrale et politique monétaire

Seule institution nouvelle dont la création soit envisagée par le Comité Delors, le Système européen de banques centrales (SEBC) est conçu comme une structure fédérative émanant en partie des banques centrales nationales existantes. Comme l'illustre plus clairement le rapport Franz, dont l'inspiration est, semble-t-il, très voisine sur ce point, la structure projetée est, en fait, calquée sur le modèle américain : un Conseil des gouverneurs, issu des banques centrales nationales, définit les orientations de la politique monétaire, et un Directoire, dont les membres sont nommés par le Conseil des ministres de la Communauté pour un mandat de longue durée, irrévocable (huit ans, selon les recommandations du rapport Franz), en assure la mise en œuvre.

En dépit des apparences, il ne s'agit pas d'un système fédéral — c'est-à-dire véritablement décentralisé —, mais bien d'une banque centrale unique, les institutions monétaires nationales étant, en pratique, confinées à des tâches d'exécution, qui les apparenteront aux antennes régionales des actuelles banques centrales nationales. Le fonctionnement du système fédéral de réserve aux Etats-Unis est, de ce point de vue, sans équivoque. Sans doute ne peut-il en être autrement dans une véritable union monétaire ; mais cela implique une définition claire de la politique monétaire commune, sur laquelle le rapport demeure pratiquement muet.

3. Taux d'intérêt nominaux à court terme

Taux au jour le jour — moyennes trimestrielles



Source : World Financial Markets, Morgan Guarantee Trust

Conformément aux vues de la Bundesbank et aux priorités actuelles de la plupart des gouvernements européens, l'objectif assigné au SEBC, qui serait indépendant des autorités politiques, est avant tout celui de la stabilité des prix. Si l'objectif général est clair, les moyens de l'atteindre le sont beaucoup moins, l'expérience ayant amplement démontré que l'on ne pouvait se contenter d'appliquer aveuglément une règle monétariste simple d'accroissement de la masse monétaire européenne. Dans trois domaines, au moins, les décisions communes qui devront être prises revêtent une importance capitale : la réglementation du système bancaire, le contrôle des taux d'intérêt et la politique de change de l'union. Or rien n'est dit à ce sujet dans le rapport.

Le problème de la mise en place d'une réglementation bancaire commune — règles prudentielles, réserves obligatoires, réglementation ou libéralisation de la rémunération des dépôts... — devra sans doute être réglé dès la première étape du processus d'unification envisagé — en l'occurence, l'an prochain, date prévue de l'achèvement du marché unique des capitaux en Europe. Les disparités considérables qui caractérisent actuellement les divers systèmes bancaires et financiers nationaux impliquent que l'on procède rapidement à une harmonisation qui devra être complète, mais dont le rapport ne permet pas même de percevoir la philosophie. Dans l'état actuel des choses, il serait difficile de gérer un système hétéroclite, où les règles de fonctionnement des marchés monétaires, les définitions de la masse monétaire... diffèrent fortement d'un pays à l'autre. Le SEBC étant cependant appelé à jouer, dans l'union monétaire européenne, le rôle de prêteur en dernier ressort qu'assument présentement les banques centrales nationales, le contenu des règles communes est loin d'être indifférent, d'autant moins que les banques commerciales sont, dans les systèmes financiers modernes, les principaux fournisseurs de crédit.

Quant à la conduite courante de la politique monétaire, les orientations préconisées ne sont guère plus explicites. Tout d'abord, qu'entend-on par stabilité monétaire ? S'agit-il, littéralement, d'un taux d'inflation nul, ou d'une inflation aussi faible que possible ? Là encore, l'expérience américaine suggère que, si une certaine indépendance de la Banque centrale peut être souhaitable, le choix des objectifs de la politique monétaire ne peut être soustrait à tout contrôle

démocratique, éventuellement par l'entremise d'un Parlement, dans la mesure où, en pratique, les choix sont inévitablement discrétionnaires. Peut-on accepter, par exemple, qu'un groupe de technocrates s'entête à respecter un objectif de masse monétaire, s'il s'avère qu'une telle politique nuit trop à la croissance et à l'emploi [8] ?

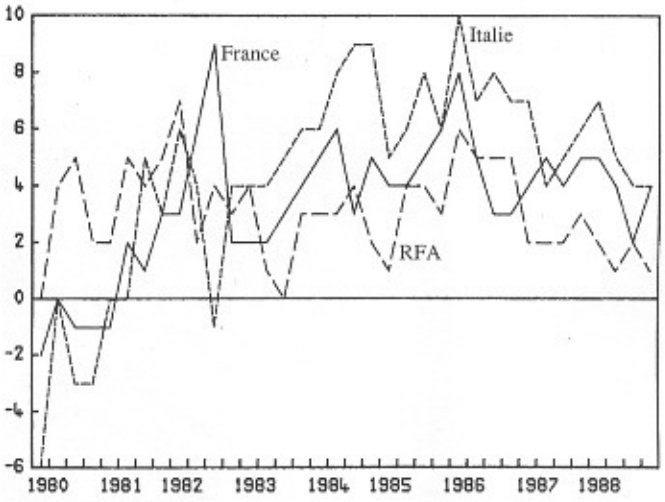
Dans les systèmes monétaires nationaux contemporains, les réserves « externes » — réserves de change — constituent généralement une faible part des contreparties de la masse monétaire, dont l'essentiel est formé de crédit intérieur, public et privé. Le rapport insiste sur l'interdiction qui doit être faite au SEBC de financer directement les déficits publics des Etats-membres, dont il prévoit qu'ils seront soumis à des limites strictes (cf. infra). La création d'écus ne se fera donc qu'au moyen d'opérations d'*open-market* ; mais il est admis que certaines de ces opérations pourront porter sur des titres publics, ce qui équivaut indirectement à une intervention du SEBC dans le financement des déficits publics (comme c'est actuellement le cas en RFA). Les critères de choix pour de telles opérations ne sont pourtant pas précisés, malgré leur importance.

Le problème de la stabilité externe de la monnaie européenne, et plus généralement celui de la politique de change, nécessairement commune, vis-à-vis des monnaies tierces et singulièrement du dollar, ne font pas non plus l'objet de recommandations spécifiques, ce qui laisse entendre qu'il s'agit, là encore, d'un pouvoir discrétionnaire du SEBC. Or, il est aujourd'hui amplement démontré que les variations de taux de change ont des conséquences qui vont bien au-delà de leur simple incidence mécanique sur le niveau général des prix. Une politique monétaire restrictive peut permettre une forte appréciation du change, donc freiner rapidement l'inflation, mais au prix d'une forte récession de l'activité ou d'un déficit extérieur intolérable. Le SEBC aurait donc un pouvoir considérable sur le niveau et la composition de l'activité économique en Europe.

L'organisation du marché monétaire européen

Un point crucial de l'organisation du SEBC, point qui n'est guère précisé dans le rapport, est de savoir si les refinancements qui seront accordés aux diverses banques centrales nationales par l'intermédiaire du marché monétaire européen seront contrôlés. S'ils le sont, les pays retrouveront par ce biais la contrainte extérieure : le SEBC pourra imposer à un pays de diminuer ses recours au marché monétaire, mais cela sera délicat, tant du point de vue des critères — il se peut qu'un pays emprunte beaucoup parce qu'il a un déficit budgétaire excessif, ou parce qu'il a une fiscalité qui encourage trop à l'endettement, ou bien parce que les autres pays ont des politiques budgétaires trop restrictives ou encore parce que ses entreprises sont plus efficaces et rentables — que des conséquences, car aucun instrument de politique monétaire nationale n'étant plus disponible, c'est la politique budgétaire qui devra être resserrée. Si ces refinancements ne sont pas contrôlés, chaque pays pourra faire financer par les autres une politique de relance de son choix. Les Allemands l'accepteront-ils ? N'imposeront-ils pas un contrôle de l'ensemble de la politique financière et fiscale ? Ce contrôle est-il possible sans un gouvernement commun ?

4. Taux d'intérêt réels à court terme



Source : OFCE

L'autonomie réelle des politiques budgétaire nationales

Le Comité Delors reconnaît explicitement l'existence de liens étroits entre politique monétaire et politique budgétaire lorsqu'il recommande l'interdiction pour le SEBC de financer directement les déficits publics et lorsqu'il préconise l'établissement de limites contraignantes pour ces déficits. Quelle instance sera chargée de la définition de ces limites ? Celles-ci seront-elles différentes selon les pays (proportionnellement au PIB national) ? Pourront-elles être modulées dans le temps, selon les évolutions conjoncturelles par exemple ? Autant de questions auxquelles il conviendra d'apporter des réponses précises, surtout dans la mesure où la réalisation du grand marché intérieur, présupposé des travaux du Comité, ne garantit pas l'émergence d'une identité et d'une synchronisation parfaites des conjonctures nationales.

Une fois définies, ces limites imposées aux déficits publics contraindront nécessairement l'autonomie des politiques budgétaires des Etats-membres. C'est donc à la Communauté qu'il reviendra d'organiser la totalité de la politique conjoncturelle, alors que le budget de celle-ci ne représentera qu'une faible part des budgets nationaux. La Communauté aura-t-elle la capacité et la volonté de prendre en compte la diversité des situations nationales ? On peut s'inquiéter aussi du fait que le rapport semble obsédé par la limitation des déficits, sans considérer que certains pays pourraient avoir au contraire des politiques budgétaires trop restrictives.

Du côté des recettes les marges de manœuvre des gouvernements nationaux risquent d'être fort étroites, s'il se confirme que la fiscalité sur les revenus des placements sera uniformisée avant la libéralisation des marchés de capitaux et que la fiscalité indirecte subira elle aussi une harmonisation poussée avant la fin de 1992 [9]. La faculté de choisir un niveau de prélèvements obligatoires permettant de financer les dépenses publiques que l'on souhaite, ne pourrait alors s'exercer que sur la seule fiscalité des revenus du travail (impôts sur le revenu des personnes et cotisations sociales). Encore les forces du marché — par l'entremise de considérations de coût du travail et de compétitivité — ou la difficulté d'augmenter les impôts les plus impopulaires risquent-elles d'imposer aussi un nivellement de ces prélèvements, auquel cas le niveau des dépenses publiques devra être partout identique, l'autonomie des gouvernements nationaux ne s'exerçant plus que dans leur affectation entre les différents services publics et les diverses prestations.

(8) La récente augmentation du taux d'intérêt allemand par la Bundesbank, malgré l'avis contraire du gouvernement allemand et sans concertation européenne, illustre bien ce danger.

(9) D'autres options, impliquant un moindre degré d'uniformité, sont pourtant envisageables. Cf. Gérard Cornilleau : « 1993 : la peur des douaniers », *Observations et diagnostics économiques*, Lettre de l'OFCE, n° 63, 29 mars 1989.

Les transferts de ressources et la répartition des compétences budgétaires

L'ensemble des recommandations du rapport est fondé sur l'idée que les mécanismes de marché permettront de réaliser la plupart des ajustements qui pourraient s'avérer nécessaires dans la phase finale de l'union économique et monétaire, étant entendu que la convergence des performances et des politiques économiques est posée en préalable au franchissement de cette ultime étape. Le Comité admet toutefois que demeureront sans doute des déséquilibres régionaux à l'intérieur de l'Union, sur lesquels il propose d'intervenir grâce à un renforcement substantiel des fonds structurels et régionaux du budget communautaire [10]. Certes, il est souhaitable que des investissements publics — en particulier d'infrastructure — financés en commun favorisent le développement économique des régions les moins favorisées. Mais cela se traduira-t-il par une réduction sensible des disparités régionales ?

Il est probable que seule une politique globale d'aménagement du territoire européen, alliée à une politique industrielle commune puisse produire des effets appréciables de ce point de vue. Celles-ci impliqueraient que l'on transfère non seulement de nouvelles ressources, mais aussi de nouvelles compétences à l'échelon budgétaire central de la Communauté. C'est là une éventualité que le Comité a délibérément refusé de considérer, la raison en étant sans doute que de tels transferts obligeraient à amender considérablement le processus budgétaire communautaire avec, à terme, un accroissement du rôle du Parlement européen. Pourtant, dans la mesure où l'on envisage d'octroyer à une instance supranationale indépendante un attribut majeur de la souveraineté nationale qui contraindra les choix budgétaires nationaux, il eut été opportun d'inclure, dans cette réflexion sur l'étape ultime, une réflexion sur la place du secteur public supranational dans la hiérarchie complexe d'un système «fédéral», et sur la répartition des compétences budgétaires et fiscales entre les quatre — ou cinq — niveaux de gouvernement qui se superposeront effectivement dans l'union économique et monétaire achevée [11].

Quel choix pour la France ?

Comme c'est souvent le cas dans ce genre politico-économico-littéraire particulier que constituent les rapports d'experts européens, le compte-rendu des travaux du Comité Delors est pétri d'ambiguïtés. Cherchant à concilier les points de vue — à ce jour fort divergents — des différents gouvernements, à ménager l'avenir tout en engageant le présent, le rapport fait alterner les avancées ambitieuses et les retraits prudents. En définitive, l'engagement qu'il propose est trop ou trop peu. La stragégie politique adoptée n'est pas en cause : on a vu souvent — le SME en est un exemple — des projets ambitieux aboutir à des compromis acceptables par tous, du moins par la plupart. Peut-être ce rapport constitue-t-il donc une bonne base de négociation.

Pourtant, le dosage subtil de supranationalité qu'il distille n'est sans doute pas particulièrement souhaitable pour la France. Refusant en effet d'envisager, pour la phase finale de l'union économique et monétaire européenne, l'instauration d'une véritable politique budgétaire communautaire, avec les transferts de compétences qu'elle impliquerait vers le Parlement de Strasbourg en particulier, le Comité Delors propose en revanche d'abandonner à une autorité supranationale indépendante non seulement la politique monétaire commune, mais également les moyens de contraindre les politiques budgétaires nationales.

Comment dès lors s'engager à présent sur le contenu d'une telle phase finale ? Ratifier un traité ayant un tel contenu reviendrait à reproduire la démarche adoptée pour l'Acte unique : accepter d'abord la fin, quitte ensuite à subir les moyens.

Lorsque les autorités françaises ont relancé, l'an passé, l'idée d'un possible progrès vers l'intégration monétaire, il s'agissait avant tout de dépasser le stade actuel du SME, perçu à juste titre comme un mécanisme asymétrique dominé par la RFA, devenu trop contraignant et obsolète dès lors que la désinflation pouvait être considérée comme acquise. Ce nouveau progrès devait permettre une gestion plus équilibrée du système, une véritable coopération, plus équitable, coopération dont l'achèvement de l'intégration des marchés renforcera sans doute la nécessité. C'est dans ce sens qu'il convient d'avancer, pour éviter que le SME ne glisse un peu plus avant sur sa pente naturelle, vers une zone-mark, sans accepter d'emblée de renoncer à terme à toute voix au chapitre.

Jacques LE CACHEUX,
Catherine MATHIEU,
Henri STERDYNIAK

(10) D'ailleurs chacune des étapes antérieures de l'intégration européenne — SME, Acte unique, ... — s'est accompagnée d'une augmentation de ces fonds.

(11) Une première réflexion globale sur ce sujet avait été proposée en 1977 par le Comité McDougall. Cf. Commission des CE : « *Rapport du groupe de réflexion sur le rôle des finances publiques dans l'intégration européenne* », rapport McDougall, Bruxelles, avril 1977.

PARU EN AVRIL 1989

L'ECONOMIE FRANCAISE DEPUIS 1967

LA TRAVERSEE DES TURBULENCES MONDIALES

Cette histoire économique des vingt dernières années, qui a été écrite par les économistes de l'OFCE, relate d'abord les vicissitudes de l'économie mondiale.

Elle traite ensuite des principaux problèmes français, selon un plan thématique, mais qui prend en compte la durée et distingue périodes et tournants.

Elle s'aventure enfin à confronter les doctrines qui ont pu inspirer les gouvernants, puis dresse un inventaire des ambitions et des difficultés des politiques.

En annexes : un cahier de graphiques, des séries statistiques et une chronologie.

Le Seuil - collection Economie et Société,
dirigée par Edmond Blanc — 448 pages.

Ce livre est en vente en librairie. Il peut être commandé directement à l'OFCE, d'où il sera expédié dans les pays de la CEE franco de port au prix de 230 F et dans les pays tiers avec des frais de port forfaitaires de 30 F, soit au total 260 F. Le paiement peut être effectué à l'OFCE, 69 quai d'Orsay, 75007 Paris :
— soit par chèque bancaire ou postal libellé à l'ordre de FNSP-OFCE-publications ;
— soit par virement au compte bancaire CIC n° 065-1-1651506 ouvert au nom FNSP-OFCE-publications.

OSER VITE UNE MONNAIE COMMUNE

Comme toujours dans les publications de l'OFCE j'ai laissé les auteurs des pages ci-contre libres d'exprimer leurs idées. Je souscris à beaucoup de leurs analyses et à certaines de leurs conclusions, mais non à toutes. Etant donné la gravité de l'enjeu, je tiens à formuler ici mes opinions, qui, pas plus que d'autres, n'engagent l'OFCE.

Précarité du SME

Je ne crois pas à la possibilité d'améliorer sensiblement le fonctionnement du SME. Il a eu le grand mérite de réduire l'ampleur et la fréquence des variations des cours des monnaies des Etats membres entre elles, de faciliter les relations commerciales et de favoriser une certaine convergence des politiques. Mais le caractère révisable des cours pivots engendre des disparités fâcheuses de taux d'intérêt entre Etats membres. Le mark n'ayant, depuis 1949, jamais été que réévalué vis-à-vis des autres monnaies actuellement incluses dans le SME, ce qui ne peut manquer d'influencer les anticipations, l'Allemagne bénéficie de taux d'intérêt nominaux d'ordinaire plus bas que ses partenaires. Grâce à une balance des paiements courants généralement excédentaire, depuis 1982 tout au moins, la Bundesbank a le privilège de fixer souverainement ses taux directeurs selon ce qu'elle estime être l'intérêt de l'Allemagne. Les autres banques centrales du SME sont obligées de s'aligner, à des niveaux le plus souvent supérieurs, ce qui réduit l'autonomie de leur politique et constitue un handicap économique.

Pour qu'il en soit autrement il faudrait que la Bundesbank s'engage à soutenir sans limite, à des taux immuables, les cours des autres monnaies du SME, quelles que soient les politiques menées dans les autres Etats membres. Elle se trouverait ainsi devoir couvrir, par ses achats de devises, tous les déficits des balances des paiements de ses partenaires. Ce serait évidemment inadmissible pour elle et constituerait un mécanisme inflationniste redoutable dans l'ensemble des pays membres.

Voudrait-on au contraire assouplir le système, en élargissant les marges de fluctuations et en permettant aux Etats de modifier à leur gré le cours pivot de leur monnaie sans l'accord unanime des autres ? Ouvrir ainsi la voie à des dévaluations ou réévaluations inspirées par un « chacun pour soi » accroîtrait les disparités de taux d'intérêt et aggraverait les incertitudes et les spéculations.

Conserver le SME tel qu'il est, qu'on y inclût ou non d'autres Etats, fait courir le risque que ses inconvénients s'aggravent. Il a fonctionné tant bien que mal grâce à des viscosités commerciales et financières qui ont persisté jusqu'à maintenant par la volonté de certains Etats. Or la mise en application de l'Acte unique lèvera tout obstacle à la circulation des marchandises à l'intérieur de la Communauté et supprimera tout frein aux mouvements de capitaux, non seulement en Europe, mais avec le monde entier. L'intensification des échanges commerciaux et le champ libre donné, tous azimuts, aux opérations financières amplifieront les pressions sur les marchés des changes. Elles seront d'autant plus imprévisibles, et donc redoutables, que les capitaux fébriles y auront une part plus grande que les transferts répondant à des besoins réels.

Si le SME subsiste alors, il est probable que les modifications des cours pivots redeviendront inévitablement fréquentes, ce qui, en enlevant au Système sa vertu stabilisatrice, aggravera les disparités de taux d'intérêt. Il est à craindre qu'il se disloque sous l'effet d'un choc extérieur, tel qu'une forte hausse ou baisse du cours du dollar ou du prix du pétrole, ou par la faute de politiques nationales devenues trop divergentes. De par sa nature même de compromis le SME n'aura pu être qu'un expédient, utile mais temporaire.

Changes flottants ou monnaie commune ?

Quand les échanges commerciaux et financiers entre des Etats s'effectuent sans entrave aucune on n'a le choix qu'entre deux modes d'organisation durable des relations monétaires. Ou accepter que les cours des monnaies flottent, ou recourir à une monnaie commune.

Un régime de changes flottants peut se perpétuer indéfiniment, sauf toutefois en cas d'hyper inflation, ce qui est exclu en Europe tant que la paix y sera maintenue. Car même si des fonds d'intervention tentent de contrecarrer des variations de cours jugées aberrantes ou si les banques centrales cherchent, par un maniement habile de leurs taux d'intérêt, à influencer les offres et demandes privées de monnaies, jamais un Etat n'est contraint de puiser dans ses réserves de change, ni d'en accumuler plus qu'il ne le souhaite, libre qu'il est de laisser le cours de sa monnaie s'établir aux niveaux changeants qui équilibrent offres et demandes privées. C'est ce régime que l'Angleterre a choisi en juin 1972 et auquel elle est depuis toujours restée fidèle. Il est séduisant, parce qu'il préserve une marge de manoeuvre des politiques nationales et peut rendre certaines adaptations moins douloureuses. Mais il est néfaste à plusieurs titres. Il donne l'illusion qu'une dépréciation monétaire pourra corriger aisément les méfaits d'une démagogie. Les amples variations des cours des changes faussent les concurrences internationales et accroissent les incertitudes. Et elles entretiennent l'inflation mondiale en accélérant les hausses de prix dans les pays dont la monnaie se déprécie et en les freinant seulement dans ceux dont la monnaie s'apprécie.

On doit se contenter de ce régime dans les relations mondiales, ni les Etats-Unis ni le Japon n'étant disposés à y renoncer. Leur nationalisme les dissuade d'accepter aucune contrainte institutionnelle extérieure, ce que la grande dimension de leur économie leur facilite. Leur puissance financière leur permet de limiter pour eux les inconvénients de cette anarchie monétaire internationale et même d'en tirer parti. Tout au plus peut-on espérer qu'ils continueront à coopérer avec les autres grands Etats pour modérer les oscillations des cours de leurs monnaies.

Le cas des Etats de la CEE est différent. Ils sont déjà habitués à se soumettre à des règles communes et à déléguer à des organes communautaires certains pouvoirs étatiques, notamment en matière de commerce avec les pays tiers et de productions agricoles. Etant petits et commerçant intensément entre eux ils sont davantage conscients de la fragilité de leur économie nationale et de la solidarité de leurs intérêts. Les huit dont les monnaies sont depuis dix ans régies par le SME savent y avoir trouvé, sinon un facteur certain de croissance, du moins un point d'ancrage, qui leur a permis de piloter plus sûrement leur économie et les a aidés à y réduire spectaculairement l'inflation. On voudrait que ceux-là, et si possible les quatre autres, décident d'innover en créant une monnaie qui leur soit commune.

Une monnaie commune à plusieurs Etats a déjà existé, d'une certaine manière, au XIX[e] siècle. En ce temps où circulaient des pièces d'or, c'est par référence à leur poids que les monnaies nationales des Etats les plus avancés étaient définies. Les soldes des balances des paiements étaient réglés par des transferts d'or, sous forme de lingots ou de pièces apportés à la Banque d'émission ou à l'Hôtel des monnaies pour y être frappés en cas d'excédent, prélevés à la Banque ou dans la circulation pour être exportés en cas de déficit. L'or constituait ainsi une monnaie commune à ces Etats. Il en résultait que les cours du change entre monnaies d'or nationales étaient immuables et que les quantités de ces monnaies présentes dans chaque Etat variaient indépendamment de sa volonté. Son pouvoir souverain se limitait en fait à attester par la frappe de ses monnaies les quantités de métal précieux qu'elles contenaient.

Il ne peut être question d'introduire dans la Communauté européenne un système monétaire à base métallique. Ce rappel historique entend seulement souligner deux faits. D'abord que la circulation entre des Etats d'une monnaie qui leur était commune, constituée par l'or, en soldant spontanément les balances des paiements, assurait la stabilité du cours du change des monnaies nationales. Ensuite que ces Etats, bien que très préoccupés du respect de leur indépendance, s'accommodaient de n'exercer qu'en apparence une souveraineté sur leur monnaie.

L'Ecu, vraie et unique monnaie

Il s'agit maintenant que des Etats européens, conscients des dangers des changes flottants, parviennent à un résultat analogue entre eux grâce à des institutions nouvelles. En notre temps une monnaie ne peut être qu'abstraite. Sa valeur résulte uniquement de règles fixées par une autorité souveraine. Les règles concernant l'émission d'un Ecu, non plus panier de monnaies mais monnaie véritable, pourraient être à peu près les mêmes que celles appliquées par les banques centrales nationales. Mais délicate est la répartition des pouvoirs entre ceux qui auront la responsabilité d'en faire une bonne monnaie. Lorsqu'un domaine est difficile, en raison de la gravité des enjeux humains et de la complexité des techniques, une combinaison de démocratie et de technocratie est nécessaire. Dans une République en guerre il incombe aux hommes politiques, qui gouvernent par la volonté populaire, de désigner les objectifs majeurs. Il revient aux généraux, qu'ils ont nommés, de déterminer la stratégie et les tactiques. De même ici seuls des organes politiques communautaires seraient qualifiés pour fixer la mission d'une Banque centrale européenne et la préciser de temps à autre. Mais les dirigeants de cette Banque, choisis par des responsables politiques, devraient jouir d'indépendance pour prendre collégialement les décisions nécessaires, qu'il s'agisse notamment de modifier des taux d'intérêt directeurs et des coefficients de réserve ou d'opérer des interventions sur le marché des changes afin d'influencer le cours de l'écu en dollar ou en yen.

Sur l'ensemble du territoire des Etats ayant adopté l'Ecu les règlements s'opéreraient d'un pays à l'autre comme aujourd'hui en France d'une région à l'autre en francs. Ils s'équilibreraient de même, sans aucune intervention des pouvoirs publics. Des sorties nettes d'écus, en réduisant les trésoreries, obligeraient en effet des habitants à consommer moins, des entreprises à réduire leurs coûts tout en s'efforçant de produire plus ou à investir moins ou à emprunter à l'extérieur. Cet effort d'ajustement aurait l'avantage de ne pas porter sur l'ensemble de l'économie nationale, car il serait sélectif. En outre, tout risque de change ayant disparu, les taux d'intérêt seraient partout les mêmes dans la totalité de la zone écu pour des emprunteurs de qualités égales, ce qui favoriserait une croissance plus rapide, car l'allocation des ressources de financement s'y opérant selon la rentabilité présumée des investissements à réaliser, aurait chance d'être optimale.

Toutefois il serait à craindre que certains Etats ou collectivités territoriales, en empruntant à l'excès, fassent monter fâcheusement les taux d'intérêt, évinçant ainsi des entreprises productives du marché des capitaux. Pour parer à cela, il serait interdit à la Banque centrale européenne de consentir directement ou indirectement des prêts à des collectivités publiques. Encore faudrait-il que celles-ci n'empruntent pas trop sur le marché des capitaux. Un droit de regard, de recommandation, sinon d'interdiction, devrait être reconnu non à la Banque mais au Conseil des ministres de la Communauté, la Banque pouvant seulement l'alerter.

Entre qui ? Quand ?

A supposer que les huit Etats membres du SME soient convaincus de la bienfaisance d'un écu devenu une monnaie véritable, deux questions se poseront à eux.

Entre qui l'instituer ? Si l'on attendait que les quatre autres membres de la Communauté aient la possibilité ou la volonté de le faire, ce serait ajourner sans délai prévisible cette innovation majeure. Que si au contraire les huit décidaient d'aller de l'avant, d'autres pourraient un jour frapper à la porte, qui devrait leur rester toujours ouverte. D'ici là, en concertation avec eux, la Banque centrale européenne aurait la faculté d'intervenir sur le change de leurs monnaies, comme elle le ferait sur le dollar ou le yen.

Quand se lancer dans cette aventure ? Il n'y aurait rien à gagner à attendre, puisqu'on risquerait de se trouver bientôt face à un SME déstabilisé. Opposera-t-on que les politiques économiques devraient être d'abord parfaitement coordonnées ? Mieux vaut inverser l'ordre des facteurs. Une monnaie commune ferait jouer des mécanismes de marché conduisant nécessairement à des politiques qui, sans être identiques, seraient suffisamment similaires. On devrait faire là le même pari que celui de l'Acte unique européen, qui n'a pas subordonné l'ouverture complète des frontières à une harmonisation préalable des normes et réglementations, escomptant que celle-ci en résulterait.

Il est normal que les gouverneurs de banques centrales et les experts réunis sous la présidence de Jacques Delors aient eu des prudences temporisatrices. C'est aux chefs d'Etat et de gouvernement qu'il incombe de s'accorder pour faire rapidement œuvre audacieuse.

Jean-Marcel JEANNENEY

*L'Observatoire Français des Conjonctures Economiques (OFCE) publie sous le même titre « **Observations et diagnostics économiques** » une **Revue** trimestrielle et, le quatrième vendredi du mois, une **Lettre** mensuelle. Les signataires s'expriment à titre personnel.*

ABONNEMENTS Tarifs 1989	LETTRE 10 n°/an	REVUE 4 n°/an	REVUE ET LETTRE
Institutions, Entreprises	150 F	330 F	420 F
Particuliers	75 F	210 F	250 F

Les demandes d'abonnement sont à adresser à l'OFCE avec un chèque à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications.

ISSN N° 0751-66 14 - Commission paritaire n° 65424 - Directeur de la publication J.-M. Jeanneney