

La France et l'Union économique et monétaire européenne *

Rudiger Dornbusch,
(MIT)

Pierre Jacquet,
(IFRI)

« One can flirt interminably with the idea of marriage, without even actually sacrificing one's technical virginity »

Harry G. Johnson (1971)

Cet article étudie la perte de souveraineté qu'implique pour la France le passage à l'Union économique et monétaire européenne. Dans une première partie, il passe en revue plusieurs épisodes de l'histoire monétaire française, et illustre les contraintes qui limitent aujourd'hui la marge de manœuvre de la France en matière de politique économique. La France ne conserve plus qu'une marge de manœuvre très limitée et purement formelle, tant en matière de politique monétaire que d'utilisation du taux de change. Une seconde section étudie les interactions entre différents régimes de change — taux flexibles, taux stables mais ajustables, taux fixes — et les marchés des biens, du travail et des capitaux. La section suivante étudie l'ajustement au sein d'une Union économique et monétaire. L'article conclut par un examen des options ouvertes à la France dans les années quatre-vingt-dix. Il montre qu'une politique de dévaluation serait extrêmement coûteuse, et que le maintien de l'option de dévaluer réduit de façon significative la marge de manœuvre de la politique budgétaire. Pour restaurer cette marge de manœuvre, la France devrait, d'une part, rendre la Banque de France indépendante et responsable de la stabilité de la valeur de la monnaie et, d'autre part, proposer à l'Allemagne et aux autres pays à monnaie forte de la Communauté de fixer définitivement et sans marge de fluctuation le taux de change de leurs monnaies, afin de garantir davantage une stabilité financière indispensable à l'utilisation de tout instrument de politique économique. Cette solution aurait aussi l'avantage d'accélérer la transition vers l'UEM et de montrer le mouvement marchant.

* Cet article est tiré d'une étude confiée à l'IFRI par la Mission d'information sur l'union économique et monétaire créée par la Commission des Finances de l'Assemblée nationale et présidée par Edmond Alphandéry.

L'histoire monétaire de la France est, jusqu'à une date récente, marquée par l'exercice de la souveraineté et la tentation de l'indépendance. Cependant, depuis la création du Système monétaire européen en 1979, et surtout depuis le programme d'ajustement économique mis en place en 1983-1984, la politique monétaire française a été principalement consacrée à la défense du taux de change. Ce choix a évidemment largement entamé la marge de manœuvre dont la politique monétaire pouvait disposer dans la poursuite d'autres objectifs de la politique économique (emploi et croissance notamment). Le Système monétaire européen implique un abandon formel (ou institutionnel) de souveraineté pour deux raisons : les Banques centrales s'engagent à maintenir les taux de change dans des bandes de fluctuation autour de la parité centrale, ce qui subordonne la politique monétaire à l'objectif de change ; et, bien qu'ajustables, les parités ne peuvent être modifiées unilatéralement. Tout changement de parité au sein du SME doit faire l'objet d'une négociation collective, démarche pour le moins humiliante pour les pays qui cherchent à dévaluer ou sont contraints de le faire, surtout lorsque leur gouvernement a mis un point d'honneur à l'exclure durablement ! Cet abandon institutionnel partiel est doublé d'une perte quasi totale de la marge de manœuvre fonctionnelle : le fonctionnement asymétrique du SME a en effet consacré l'hégémonie de la politique monétaire de la Bundesbank et a, pendant les années quatre-vingt, conféré au système les caractéristiques d'une zone mark. La libération totale des mouvements de capitaux dans les principaux pays de la Communauté accentue considérablement cette perte d'autonomie.

Dès lors, le passage à l'union monétaire européenne entérinerait institutionnellement un état de fait déjà largement établi. Il n'y a plus de politique monétaire indépendante en Europe (sauf peut-être en Allemagne). En fait, la problématique de l'union monétaire européenne concerne moins la politique monétaire que le fait de savoir s'il faut ou non fixer les taux de change. La réponse à cette question dépend principalement du comportement des salaires et des prix et de la politique budgétaire (Dornbusch, 1991).

Cependant, le système actuel repose encore en grande partie sur l'« autocontrainte » que s'imposent les banques centrales. Le non-exercice de l'indépendance monétaire est donc encore librement choisi. Il résulte d'une perception aiguë des coûts qu'entraînerait cette indépendance, tant en matière d'inflation et de détérioration des équilibres interne et externe, qu'en matière de perte d'une crédibilité largement retrouvée. L'institutionnalisation de cette autocontrainte au sein d'une union monétaire où il n'y a plus qu'une seule banque centrale et une monnaie unique représente une perte irrévocable de souveraineté. Le choix d'un tel système est en lui-même une décision souveraine, mais il exclut l'exercice ultérieur de la souveraineté. Il s'agit donc d'une décision grave qui engage l'intérêt national et qui doit faire l'objet d'une analyse approfondie et d'un débat largement ouvert. Renoncer volontairement à l'exercice à court terme de l'autonomie monétaire est une chose. Le renoncement à la souveraineté monétaire à long terme qu'implique l'abandon de la monnaie nationale au profit d'une monnaie européenne unique en est une autre.

Cette étude comprend quatre parties : la première passe en revue certains épisodes marquants de l'histoire monétaire de la France, afin d'en tirer quelques illustrations sur les différents rôles joués par le taux de change et la politique de change et leurs implications. La seconde, conceptuelle, étudie dans une économie ouverte les interactions entre régime de change, marchés des biens, du travail, et des capitaux. La troisième analyse l'ajustement au sein d'une union monétaire, et en discute les implications en matière d'indépendance des politiques budgétaires. La dernière évalue les options ouvertes à la France aujourd'hui. Une conclusion précise les contreparties à attendre de l'abandon de souveraineté qu'implique le passage à la monnaie unique européenne. Si « toutes choses » étaient « égales par ailleurs », il serait bien entendu préférable de conserver une marge de manœuvre supplémentaire. L'un de nos objectifs est justement de montrer que « toutes choses » ne sont pas « égales par ailleurs » et que le maintien de l'autonomie monétaire formelle (et de l'illusion de souveraineté monétaire) a, pour un pays comme la France, un coût non négligeable, au regard d'un avantage discutabile.

Politiques et régimes de change à travers l'histoire monétaire de la France

Taux et régimes de change ont au cours de l'histoire monétaire de la France joué plusieurs rôles différents ⁽¹⁾. Parfois, le taux de change apparaît principalement comme une contrainte, empêchant la mise en œuvre de politiques d'expansion à cause du risque de crise des paiements et de spéculation sur le change, comme ce fut le cas lorsqu'il fallut changer radicalement de politique économique en 1983-1984.

A d'autres moments, le taux de change joue le rôle d'un instrument : un objectif de taux strict, soutenu par la politique monétaire, signale la détermination à lutter contre l'inflation. La politique de change fonctionne alors grâce à ses effets sur les anticipations, mais aussi directement par ses conséquences sur le comportement des prix et, à travers l'amélioration de la compétitivité, sur le niveau de l'emploi. Les années quatre-vingt fournissent *grosso modo* un exemple de cette utilisation de la politique de change.

Il arrive aussi parfois que le taux de change soit délibérément dévalué dans le but de libérer la politique monétaire de ses contraintes et de favoriser l'expansion économique, ou au moins d'éviter la stagnation. La dévaluation de 1969, décidée à la suite des événements de 1968, fournit un exemple marquant de ce rôle du taux de change.

Telles sont les principales directions ouvertes à la politique économique en matière de taux de change. Il convient cependant de souligner

(1) Sur l'histoire monétaire de la France, on peut se reporter à Patat et Lutfalla (1986).

le dilemme traditionnel de la politique économique : il y a souvent moins d'instruments que d'objectifs. On peut alors penser recourir à des contrôles des changes, ou des systèmes de taux de change multiples, pour contourner en partie (et pour un temps limité) la rigueur de la contrainte de change. L'efficacité de tels instruments est sujette à caution. Mais, quoi qu'il en soit, la mise en œuvre effective de telles mesures requiert un degré d'intervention dans l'activité privée et une interférence avec le milieu des affaires qui sont dorénavant de plus en plus difficilement tolérés. Peut-être peut-on recourir à ces instruments en temps de crise ; mais la politique économique de l'un des principaux pays industrialisés ne peut reposer sur de tels expédients. Ils sont inacceptables dans un contexte où la plus grande liberté dans les transactions transfrontières est essentielle pour permettre aux entreprises de prendre position dans un environnement de plus en plus concurrentiel.

Une deuxième remarque a trait à la distinction entre la gestion du taux de change par la surprise et le régime de change à proprement parler. Deux caractéristiques décrivent l'environnement économique actuel : forte mobilité des capitaux et prise en compte dans les anticipations des agents économiques aussi bien de la possibilité pour les gouvernements de mettre en œuvre différentes options que des contraintes qui restreignent la marge de manœuvre de la politique économique. Dans un tel contexte, il y a nécessairement un lien étroit entre le régime gouvernant la politique économique et les taux d'intérêt sur les marchés des capitaux. Les gouvernements qui se réservent la possibilité de dévaluer devront payer une prime qui permet aux investisseurs de se protéger du risque correspondant. L'importance de cette prime variera bien sûr en fonction du sentiment des marchés quant à la probabilité d'une dévaluation, sa date et son ampleur. Mais l'existence d'une telle prime est parfaitement claire au vu du comportement des taux d'intérêt dans le SME dans les années quatre-vingt.

Les performances françaises de 1960 à 1989

Même si l'on prend en compte l'inflation et les épisodes de vulnérabilité financière, la performance globale de la France reste bonne. Le taux de croissance réel par habitant est, en longue période, plus élevé que la moyenne de l'OCDE et l'inflation est plus modérée que la moyenne des autres pays industrialisés d'Europe.

Pendant les quarante dernières années, la France a certes été plusieurs fois confrontée à de sérieuses crises financières. L'inflation a presque toujours été un problème. La fin des années cinquante et l'époque des chocs pétroliers dans les années soixante-dix apparaissent comme des phases de grande instabilité, tandis que le début des années soixante et la seconde moitié des années quatre-vingt sont des périodes de stabilisation. La France se trouve aujourd'hui dans une situation favorable et unique. Non seulement l'inflation est faible en comparaison des performances passées de l'économie, mais elle est aussi l'une des plus faibles de l'ensemble des pays industrialisés. Les

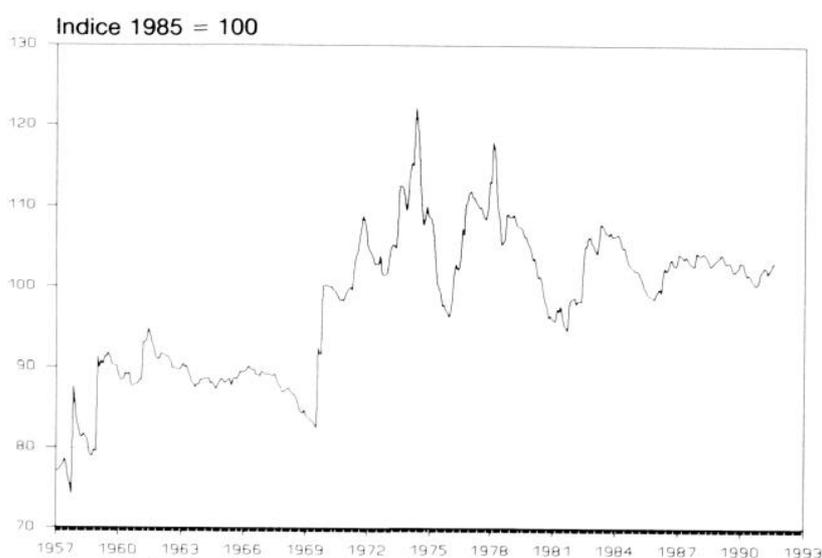
chiffres attestent du succès de la désinflation des années quatre-vingt, mais témoignent également de son coût très élevé en matière de chômage. L'une des questions centrales concernant cette désinflation a trait au rôle de l'objectif de taux de change au sein du SME : en a-t-il été l'instrument déterminant ?

1. Performances comparées de l'économie française (1960-1989)

Taux de croissance annuel moyen		
En % par an	PNB réel par tête	Inflation
France	3,0	6,7
OCDE/Europe	2,7	8,0
Etats-Unis	2,1	5,1

Source : OCDE.

Il est remarquable de constater que le taux de change réel bilatéral entre la France et l'Allemagne (graphique 1) est resté, en longue période et depuis le début des années soixante-dix, pratiquement constant. Il



1. Taux de change réel Allemagne/France

Source : DRI.

2. Prix relatifs France-Allemagne

Indice 1985 = 100	1960	1970	1980	1990
Taux de change (franc/mark)	38	50	76	110
Niveau de prix relatif	44	50	77	109
Taux de change réel bilatéral	86	100	99	101

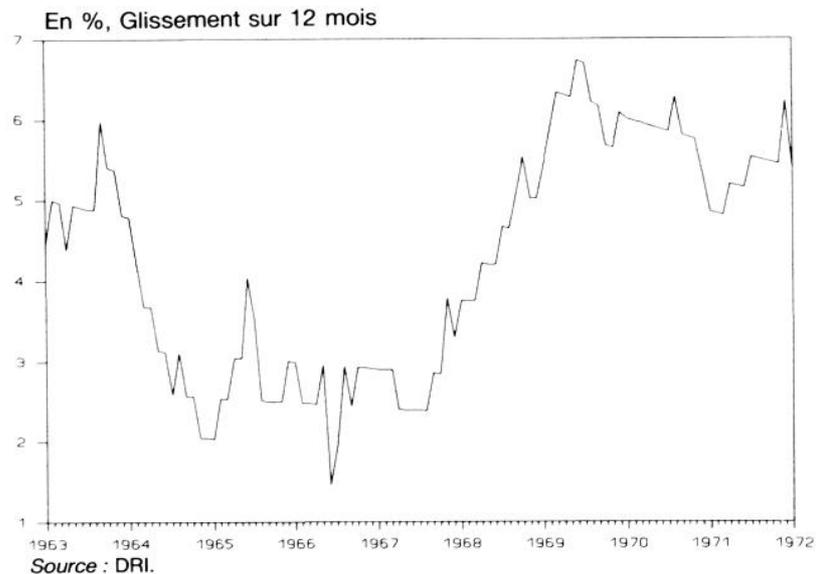
Source : Fonds monétaire international.

connaît d'importantes fluctuations dans le court-moyen terme. Mais, sur l'ensemble de la période 1972-1991, il y a quasi-maintien de la parité de pouvoir d'achat bilatérale.

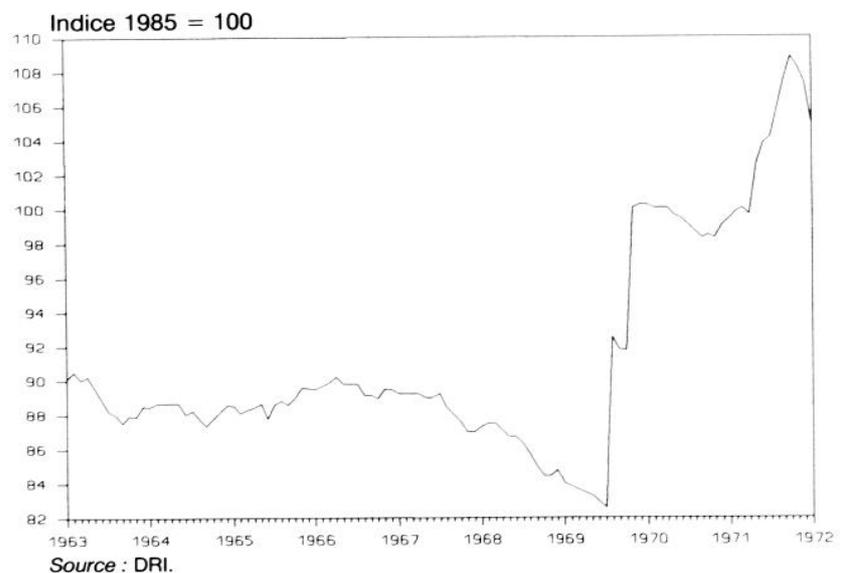
Les événements de 1968-1969

Les événements de la fin des années soixante offrent peut-être l'un des exemples les plus frappants d'une gestion discrétionnaire réussie du taux de change. Les désordres du printemps et de l'été 1968 furent suivis d'importantes hausses de salaires conduisant immédiatement à une détérioration de la compétitivité externe et à une hausse de l'inflation (voir graphiques 2 et 3). A la suite de l'augmentation des salaires liée aux événements de 1968, le gouvernement mit en place en 1969 trois mesures parallèles : une dévaluation de 11,1 % en août (renforcée par la réévaluation du mark allemand de 9,3 % en octobre), un strict contrôle des prix et une politique monétaire et budgétaire restrictive. Le succès de ce programme est frappant, si l'on en croit les résultats obtenus :

2. Taux d'inflation des prix à la consommation en France



3. Taux de salaire relatif Allemagne/France



— l'inflation s'est certes accrue durablement, mais a atteint un nouveau plateau sans donner lieu à une accélération ;

— la croissance n'a pas été sacrifiée. En fait, le chômage s'est très légèrement accru de 2,5 % au 4^e trimestre 1967 à 2,8 % au 3^e trimestre 1968 pour redescendre à 2,7 % au 4^e trimestre 1968, à 2,5 % au 1^{er} trimestre 1969, 2,2 % au 2^e trimestre, 2,1 % au 3^e. Il est ensuite remonté à 2,5 % au 2^e trimestre 1970 et 2,6 % au 3^e trimestre ;

— la croissance des salaires réels s'est poursuivie à un rythme légèrement plus rapide qu'avant 1968 ;

— la contrainte extérieure s'est relâchée grâce à la dévaluation. En fait, la position extérieure du pays s'est améliorée.

Le succès de la dévaluation de 1968 doit être interprété de la façon suivante. Sans le gain de compétitivité externe, il aurait fallu choisir entre équilibres interne et externe. L'expansion aurait conduit à des problèmes des paiements et peut-être à une crise. L'équilibre externe, cependant, aurait impliqué davantage de chômage et une moindre croissance. La politique de dévaluation (et l'appréciation bienvenue du mark) a ouvert une troisième voie permettant, avec un accroissement modeste de l'inflation, de sortir du dilemme et d'obtenir des résultats satisfaisants sur tous les plans. Cette expérience sert de référence à ceux qui avancent que, lorsque la situation politique est tendue, il est parfois impossible de résister aux pressions à la hausse des salaires et que la croissance ne devrait pas être pénalisée. Dans de telles circonstances, l'option de dévaluer permet d'avoir « le beurre et l'argent du beurre », d'autant mieux que l'impact inflationniste sera modéré. Si aussi bien la dévaluation que le contrôle des prix sont possibles, il y a, en effet, une réelle option. Elle peut cependant passer par une contraction des profits, néfaste à la progression de l'investissement à moyen terme.

3. L'économie française à la fin des années soixante

	1967	1968	1969	1970
Indice 1985 = 100				
Dollar/franc	181	99	95	89
Dollar/mark	100	99	95	78
Indice 1967 = 100				
Salaire réel	100	106	110	115
Coût unitaire relatif de la main d'œuvre France/Allemagne	100	102	94	91
Taux moyens annuels en pourcentage				
Taux d'inflation	2,8	4,6	6,1	5,9
Taux de croissance réel du PIB	-0,2	7,1	7,8	6,0

Source : DRI.

L'expérience de la Grande Bretagne est fort différente. A partir de 1964, la dévaluation de la livre sterling est apparue comme une option, mais a été continuellement repoussée. Finalement, la livre a été dévaluée en 1968. Mais, contrairement à la France, les résultats furent décevants : la croissance a à peine progressé, mais l'inflation s'est accrue, dépassant 9 % en 1971. Le pays n'a pas su contrôler les pressions inflationnistes et salariales.

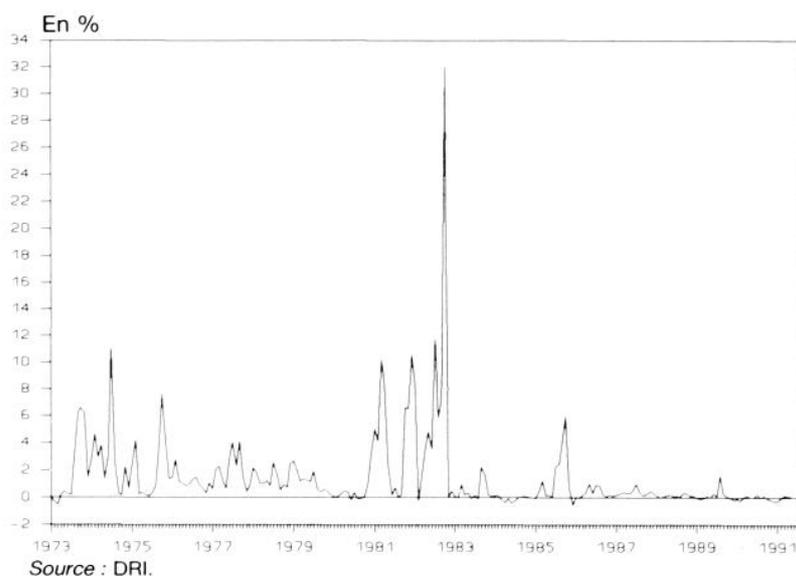
Le début des années quatre-vingt

A la suite du second choc pétrolier de 1978-1979, l'inflation et le chômage se sont brutalement accrus en France. Comme l'indique le graphique 1, la compétitivité de l'économie française s'est détériorée relativement à la compétitivité allemande au tournant de la décennie soixante-dix. Au début des années quatre-vingt, à l'exception de l'impact de la forte hausse du dollar, la France n'a pas disposé de la bouffée d'oxygène qu'aurait permise une dépréciation *réelle* de la monnaie. En particulier, le taux de salaire relatif entre la France et l'Allemagne s'est détérioré de plus de 10 % entre 1979 et 1982.

L'introduction d'une politique budgétaire restrictive en 1980 et l'accroissement des taux d'intérêt réels ont entraîné un ralentissement marqué de la demande en 1981. Le chômage s'accroît, sans pour autant soulager les pressions inflationnistes. En 1981-1982, la politique budgétaire bascule de façon radicale vers l'expansion : le déficit budgétaire s'accroît rapidement et la croissance de la demande intérieure est fortement stimulée. La croissance repart, mais la contrepartie est une explosion du déficit extérieur. Avec un niveau de taux d'intérêt insuffisant par rapport aux taux allemands, une monnaie qui ne tient pas face au mark et se déprécie rapidement face au dollar, les attaques spéculatives se développent contre le franc. En 1983, la politique française de cavalier seul doit cesser et fait place à un retournement total.

L'ampleur de l'attaque contre le franc et la capacité des contrôles des capitaux d'isoler le marché des capitaux français du marché international apparaissent clairement sur le graphique 4. Il montre le différentiel entre le taux de l'eurofranc, à savoir le taux des dépôts à 1 mois libellés en francs sur l'euromarché à Londres, et le taux du marché monétaire à Paris. Même en utilisant les moyennes mensuelles, il apparaît clairement qu'au début des années quatre-vingt, il fallait offrir à l'investisseur « libre » une prime de risque très substantielle par rapport au taux servi sur le marché captif en France. En fait, le différentiel mensuel atteint même 32 % (en taux annualisé) en octobre 1982, illustrant l'anticipation d'une forte dévaluation à terme rapproché. Cet épisode suggère qu'en l'absence de contrôle des capitaux, il aurait été extrêmement difficile de faire supporter à l'économie nationale les taux d'intérêt que les marchés jugeaient adéquats pour compenser la probabilité de dévaluation.

C'est cet aspect des implications du choix de politique économique fait en 1981-1982 qui a démontré l'impossibilité de poursuivre dans la même voie. En fait, lorsque l'on se reporte au tableau 4, on peut penser



4. Différenciel taux Eurofranc/taux du marché monétaire Paris

que l'expérience a eu des effets plutôt bénéfiques, en dehors de son incapacité à réduire le chômage : en soi, la relance de 1981 ne détériore pas la compétitivité, n'entraîne pas de surcroît d'inflation, permet une accélération de la croissance du PIB, et s'accompagne d'un déficit budgétaire et d'un déficit des paiements courants, dont l'ampleur reste en principe parfaitement supportable par un pays comme la France. Ce qui manque alors, c'est la confiance sur les marchés financiers.

4. L'économie française au début des années quatre-vingt

	1980	1981	1982	1983	1984
Taux de change réel ^(a)	114	110	112	105	100
Balance courante (% PIB)	- 0,6	- 0,8	- 2,2	- 0,9	- 0,2
Déficit budgétaire (% PIB)	0,0	1,9	2,8	3,2	2,8
Impulsion budgétaire ^(b)	- 1,4	1,1	0,7	0,0	- 0,7
Inflation	13,3	13,0	11,5	9,7	7,7
Chômage	6,3	7,4	8,1	8,3	9,7
Croissance du PIB	1,6	1,2	2,5	0,7	1,3
Demande intérieure	1,6	- 0,1	3,5	- 0,7	0,4
Taux d'intérêt réel	0,5	3,5	2,3	2,6	4,1

(a) Tiré du Modèle MERM du FMI.

(b) En % du PIB, mesure du FMI.

Sources : OCDE et FMI.

Ce n'est donc pas le contenu de la politique économique de 1981 qui est en cause, ni même le fait que la France fasse cavalier seul ; ce sont davantage les fondements structurels et conjoncturels de la situation économique de la France au début des années quatre-vingt. D'une certaine façon, la politique de relance était « prématurée ». Sur les marchés financiers, la France était encore trop vulnérable pour choisir une relance isolée, pour supporter d'importants déficits et pour les financer à des taux d'intérêt qui n'incluent pas une prime élevée de risque de change.

L'expérience du début des années quatre-vingt, marquée par le risque d'effondrement de la monnaie sur les marchés des changes, est fortement ancrée dans la mémoire tant des gouvernants que des intervenants sur les marchés. Nous soutiendrons ci-dessous que la situation de la France a fondamentalement changé et que le pays peut aujourd'hui profiter d'une marge de manœuvre accrue en matière budgétaire sans pour autant oublier les leçons de l'expérience de 1981-1982.

L'intégration des marchés des capitaux

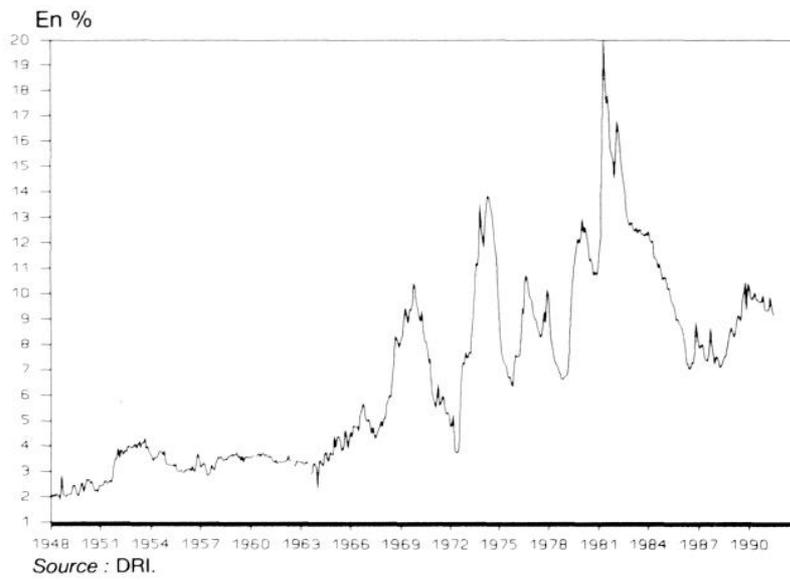
La France de la seconde moitié des années quatre-vingt (à partir du retournement de la politique économique en 1983) est caractérisée par une stratégie de « compétitivité par la désinflation » (Groupe International de Politique Economique de l'OFCE, 1992) dont la réussite est encore incertaine.

Dans les années quatre-vingt, la France n'a cessé de promouvoir l'ouverture de ses marchés des capitaux. Cet effort s'est, en particulier, fait sentir dans deux directions. Sur les marchés intérieurs, la « répression financière » qu'impliquaient le rationnement du crédit et les contrôles quantitatifs ont été remplacés par un mode de transmission indirecte de la politique du crédit, agissant sur l'offre relative des actifs financiers à travers les taux d'intérêt (de Boissieu et Duprat, 1989).

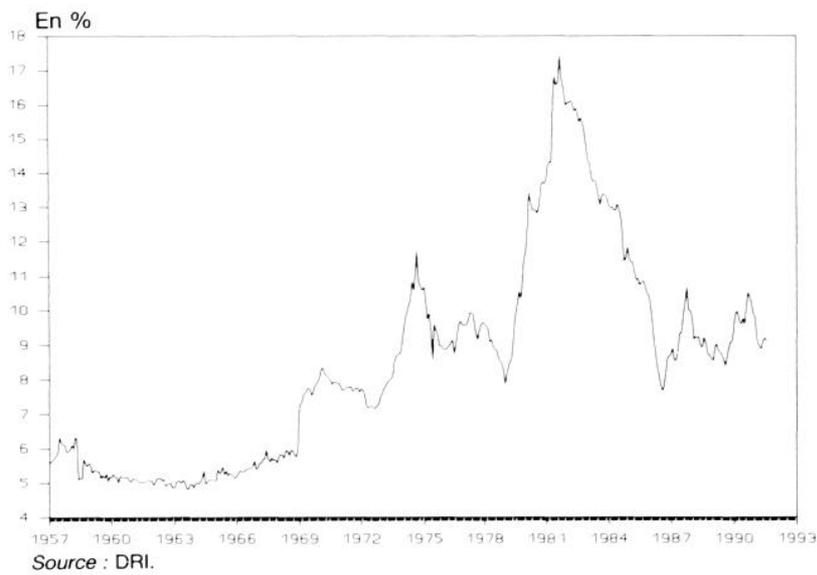
En ce qui concerne l'extérieur, l'élimination par étapes des contrôles des capitaux a renforcé l'ouverture des marchés financiers français et les liens entre la rémunération des actifs financiers en France et à l'étranger. Sur des marchés ouverts, la rémunération des titres libellés en francs se compose de trois termes : le premier est le taux d'intérêt étranger (notamment le taux des obligations en marks) ; le second est la prime à verser pour compenser l'anticipation de dévaluation du franc par rapport au mark (ou le bonus qui pourrait au contraire résulter d'une anticipation d'appréciation) ; le troisième consiste en une prime de risque politique, qui reflète principalement le risque perçu par les investisseurs d'un recours par le gouvernement français à des contrôles des changes qui mettent en danger la mobilité des capitaux et impliquent une perte plus importante que la dévaluation anticipée. On a donc la relation suivante :

$$\begin{aligned} \text{Taux d'intérêt nominal français} &= \text{taux mondial} \\ &+ \text{prime de change} + \text{prime de risque politique} \end{aligned}$$

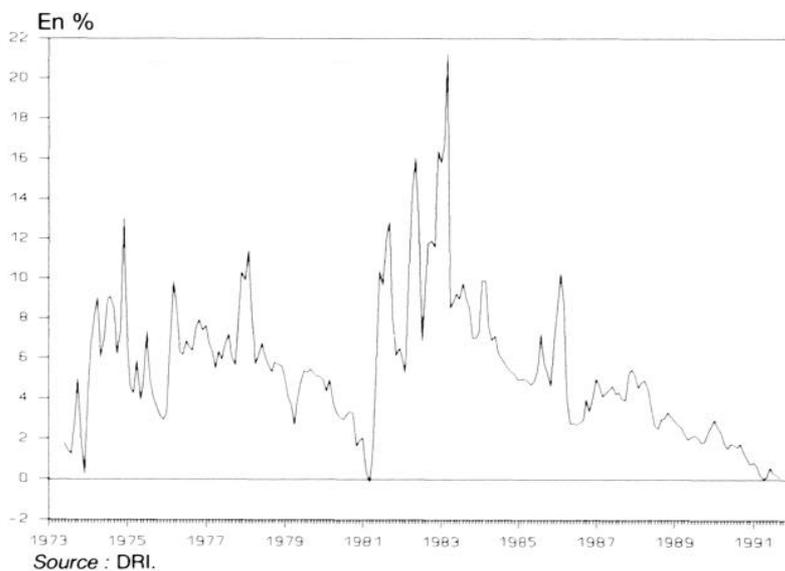
Le graphique 4 donne une mesure du risque politique, puisqu'il montre le différentiel entre les taux intérieurs et les taux sur les euromarchés, qui ne sont pas quant à eux soumis à ce risque. La prime de change est pour sa part bien mesurée par le différentiel entre les taux sur les euromarchés des dépôts de même maturité libellés en francs et en marks (graphique 7). Une fois encore, on observe que l'épisode du début des années quatre-vingt a entraîné de très fortes anticipations de dévaluation. Mais le graphique souligne aussi le déclin marqué de ces anticipations jusqu'à leur annulation dans les conditions actuelles.



5. Taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire



6. Taux d'intérêt sur la dette publique à long terme



7. Différenciel taux Eurofranc/ Euromark à trois mois

Une fois que l'on accepte la libre circulation des capitaux et que les marchés intérieurs ont fait l'objet d'une déréglementation substantielle — ce qui s'est largement produit et va se poursuivre sous les auspices du projet d'Europe 1992 —, la marge de manœuvre pour une politique de taux d'intérêt indépendante disparaît *totalemment*. Les investisseurs considèrent les monnaies comme hautement substituables une fois prise en compte l'anticipation de dévaluation, mesurée par le produit de la probabilité estimée d'un réajustement et du taux de dévaluation prévu.

Tout au long de l'expérience des quinze dernières années, l'indépendance de la politique de taux d'intérêt a disparu par étapes. Dans les années soixante-dix, la corrélation entre les taux d'intérêt allemand et français était modérée (tableau 5). Dans la première moitié des années quatre-vingt, elle s'accroît déjà substantiellement. Mais, dès la fin des années quatre-vingt, la corrélation devient pratiquement parfaite. L'indépendance n'existe plus.

5. Corrélation des taux d'intérêt: France-Allemagne

Corrélation	1970-1979	1980-1985	1986-1990
Taux à court terme (Taux d'intérêt nominaux sur le marché monétaire)	0,5	0,7	0,9

Source : DRI

Il en résulte que les taux d'intérêt en France ne peuvent être abaissés en-dessous les taux allemands que si le franc est proche de son plancher dans la bande de fluctuation du SME et ne peut donc que s'apprécier (si l'on exclut un ajustement des parités). Au delà de cette marge de manœuvre étroite, l'autonomie de la politique monétaire est limitée par la politique des Banques centrales des monnaies les plus « dures », ou par celle du leader. Nous reviendrons sur ce point dans la dernière section de ce rapport, en soutenant que la France ne profite pas pleinement du statut chèrement acquis de pays à monnaie forte en ne franchissant pas l'étape supplémentaire d'un resserrement avec le mark et d'une coopération plus étroite avec l'Allemagne.

La France et l'expérience du SME

A la suite de l'épisode d'expansion budgétaire de 1981-1982, la France a adopté une politique de stabilisation fondée sur le maintien du taux de change. En dépit de multiples tentations, la France est restée dans le mécanisme de change du Système monétaire européen et a utilisé la fixité des taux de change, complétée par une politique des revenus très efficace, pour ramener le taux d'inflation de près de 12 % en 1982 à moins de 3 en 1991.

Il est intéressant de noter que la désinflation en France depuis 1985 a été caractérisée par une baisse du chômage et un gain de compétitivité à l'intérieur du SME. La situation macroéconomique actuelle fait problème (voir section suivante), mais l'amélioration s'est bien produite et le mécanisme de taux de changes fixes (à charge de preuve du contraire) du SME n'est pas un suspect évident pour expliquer la détérioration.

Comment l'engagement français au sein du SME a-t-il contribué à la désinflation ? Pour certains, le seul fait d'être membre et d'abdiquer la souveraineté monétaire renforce la crédibilité de la politique de désinflation. Cette crédibilité se traduit automatiquement par une inflation sensiblement plus faible. La formation des salaires et des prix, au vu de l'engagement à défendre le taux de change, incorpore des anticipations inflationnistes plus basses et une modération des pressions à la hausse.

6. Performances comparées dans le SME (1985-1990)

En %, Changements entre 1985 et 1990

	Taux de chômage	Coûts unitaires de main d'œuvre	Inflation
Belgique	- 3,8	- 1,5	- 2,3
Danemark	- 1,0	+ 8,1	- 1,5
Allemagne	- 1,0	+ 0,3	+ 0,7
Grèce	+ 0,3	- 13,6	+ 2,2
Espagne	- 6,0	+ 16,0	- 1,4
France	- 1,3	- 7,7	- 2,6
Irlande	- 1,7	- 14,8	- 1,9
Italie	+ 0,8	+ 11,8	- 2,9
Luxembourg	- 1,2	—	- 1,0
Pays-Bas	- 3,1	+ 1,8	+ 0,2
Portugal	- 4,4	+ 4,8	- 6,2
Royaume-Uni	- 5,0	- 2,3	+ 1,8
Europe des douze	- 1,2	—	- 0,8

Source : Rapport annuel 1990-1991 de la Commission des Communautés européennes.

Nous ne nions pas un tel effet. Mais nous ne pensons pas qu'il s'agisse simplement d'une désinflation engendrée par le SME et n'avons pas connaissance d'analyses qui le prouveraient. Il va de soi que le mécanisme de formation des anticipations joue un rôle important. Mais aurait-il fonctionné de la même façon sans politique des revenus ? Peut-être même la politique des revenus joue-t-elle le rôle essentiel ? A notre avis, pendant la phase de transition 1985-1991, la politique des revenus et l'engagement à défendre le franc définissent une approche conjointe dont les deux éléments se renforcent mutuellement. Chacun d'entre eux a joué un rôle essentiel. En fait, la différence visible dans les résultats de la France est peut-être bien due aux succès de sa politique des revenus. Un autre élément nous semble devoir être souligné : la confiance accrue dans la monnaie a progressivement conduit à

une réduction des taux d'intérêt qui, à son tour, a contribué à une baisse des coûts pour les entreprises et ainsi renforcé le mouvement de désinflation. Bien entendu, il serait erroné de penser que l'engagement au sein du SME et la politique des revenus sont des actions indépendantes l'une de l'autre : sans le SME, les salariés se seraient moins facilement pliés à la discipline de la politique des revenus (en particulier l'indexation *ex ante*). Sans politique des revenus, l'engagement de défendre le franc aurait été beaucoup plus délicat à tenir. La baisse du différentiel de taux d'intérêt aurait aussi été beaucoup plus lente. Même si l'expérience du SME peut s'interpréter comme un « corset » utile à la désinflation, le système montre, dans sa forme présente et le contexte actuel, toutes ses limites. Les gains de compétitivité sont dorénavant limités, la désinflation est achevée. Le problème central est celui d'une croissance saine créatrice d'emplois. Comme nous le soulignerons, il ne s'agit pas de tourner le dos à l'expérience de stabilisation d'une décennie et de dévaluer le franc. Il ne peut non plus s'agir d'une expansion budgétaire massive qui mette le franc en péril. Mais il est essentiel de capitaliser les gains obtenus en matière de stabilité financière et d'extrapoler l'expérience du SME à travers de nouveaux mécanismes institutionnels qui apportent justement un cadre plus résistant au sein duquel on puisse utiliser la marge de manœuvre de la politique budgétaire.

Situation actuelle

La situation économique de la France en 1991 fournit un cas d'école pour étudier le rôle et les mérites de la flexibilité des taux de change. Faut-il aujourd'hui dévaluer le franc ? A notre avis, cette option n'aurait que peu d'avantages et beaucoup d'inconvénients. En revanche, nous développerons dans la dernière section de ce rapport l'idée que la situation actuelle offre une occasion unique de réhabiliter l'instrument budgétaire à travers un renforcement de l'intégration monétaire avec l'Allemagne.

L'époque où la France souffrait d'instabilité financière est révolue : le gouvernement exerce un contrôle strict sur les finances publiques, et, si l'on en croit la réputation acquise et les différentiels de taux d'intérêt, le franc est devenu une monnaie forte. Telle est la remarquable performance des huit dernières années. L'inflation aujourd'hui est modérée. Le pays n'est pas vraiment dans la zone d'inflation zéro (entre 0 et 2 %), mais le résultat est virtuellement équivalent. La performance en matière d'inflation est particulièrement frappante en termes relatifs, notamment par rapport à la référence que constitue l'Allemagne. En fait, l'inflation française étant la plus faible de tous les pays de l'OCDE, le maintien de taux de change fixes implique que la compétitivité-coûts s'améliore, même si c'est à un rythme très lent. Le problème majeur aujourd'hui est le chômage. Une politique des revenus déterminée et la crédibilité acquise au moyen de la consolidation financière ont certainement joué un rôle central dans la mise en place d'un climat de désinflation. Mais le chômage élevé en a aussi été l'un des éléments. Il reste élevé alors même que la consolidation financière et la désinflation ont été menées à terme. Le chômage doit donc être le souci principal de la

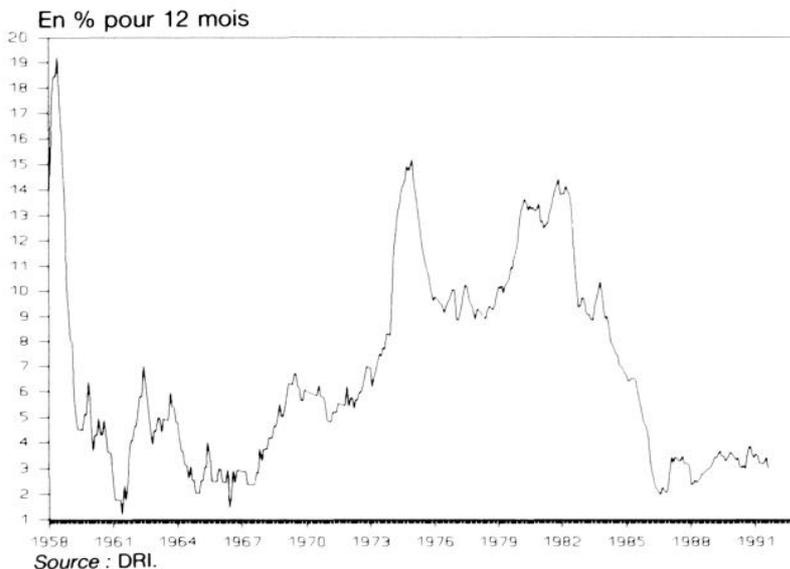
politique macroéconomique en France aujourd'hui. La question essentielle en termes de politique économique est de savoir comment améliorer croissance et emploi sans en même temps relancer l'inflation, détériorer la stabilité financière et affaiblir le franc.

7. L'économie française en 1991

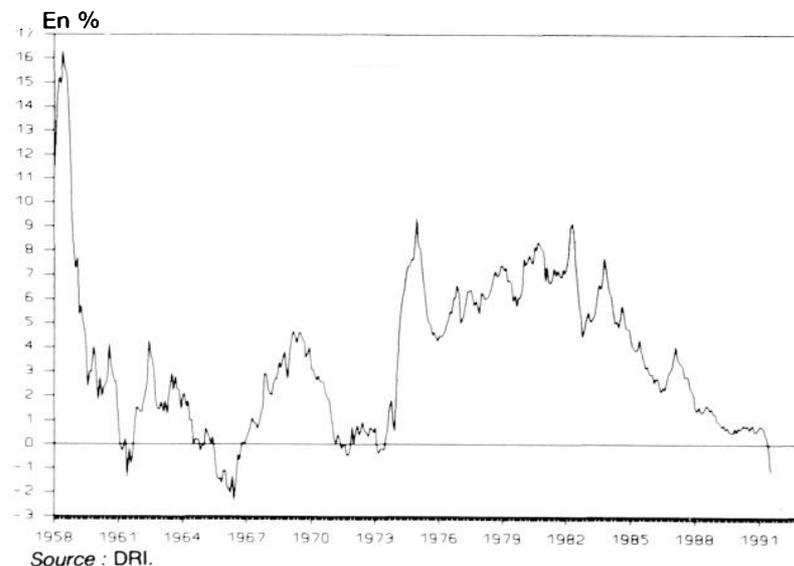
	1991	1992(*)
Inflation (% par an)	3,1	2,9
Taux de chômage (% population active)	9,4	9,7
Croissance réelle du PIB (% par an)	1,3	2,0
Solde budgétaire (% PIB)	- 1,7	- 1,7
Dettes publiques brutes (% PIB)	47,5	47,8
Balance des paiements courants (% PIB)	- 0,7	- 0,6

(*) Prévisions.

Sources : Economist Consensus Forecast et Perspectives économiques de l'OCDE.



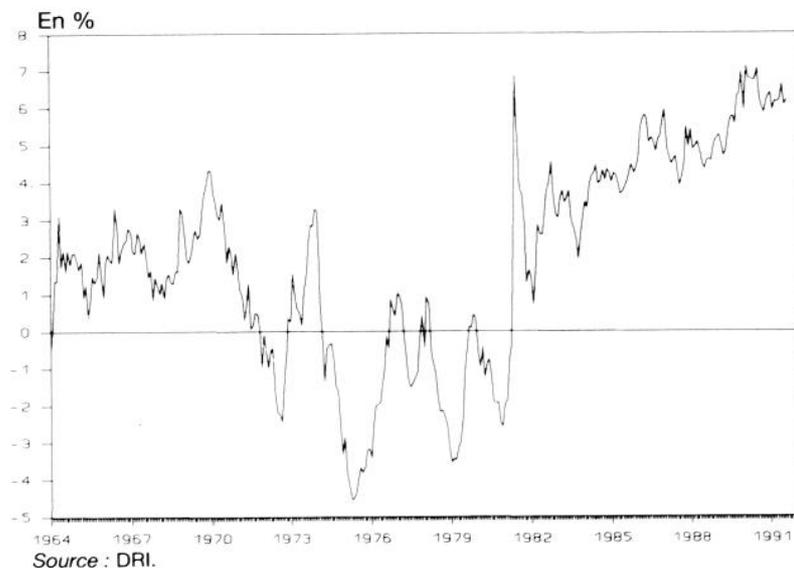
8. Taux d'inflation en France (prix à la consommation)



9. Différentiel de taux d'inflation France/Allemagne

La question est d'autant plus importante que les prévisions pour 1992 peuvent bien s'avérer optimistes : les pressions salariales en Allemagne sont telles que la stratégie de désinflation allemande va continuer à s'appuyer sur des taux d'intérêt voisins de 10 %. La croissance va ralentir. Il est probable que ce ralentissement entraîne pour la France un retour à des taux de chômage à deux chiffres. Les taux d'intérêt réels élevés en Allemagne contraignent les autres Banques centrales à suivre : elles peuvent baisser leurs taux jusqu'au niveau allemand, mais n'ont pas beaucoup de marge de baisse supplémentaire. La France, où l'inflation est dorénavant plus faible qu'en Allemagne et qui ne bénéficie pas de l'impulsion budgétaire que l'Allemagne a mise en œuvre pour financer l'unification, ne peut donc compenser les effets de taux d'intérêt réels élevés.

10. Taux d'intérêt réel en France (taux à court terme moins inflation sur les 12 derniers mois)



Quand cessera la restriction monétaire en Allemagne ? Très probablement trop tard, en ce qui concerne la France et les autres pays européens. La perspective d'une récession ne préoccupe pas beaucoup l'Allemagne ; l'économie y tourne à un niveau élevé d'emploi et l'inflation est un souci bien plus important que le chômage.

Taux de change et ajustement économique

Flexibilité des changes et rigidités des prix et coûts

Si les prix et les salaires étaient totalement flexibles et l'information parfaite, le régime de change serait indifférent d'un point de vue strictement macroéconomique (comme le serait la politique monétaire) ⁽²⁾. Taux

(2) D'un point de vue microéconomique, on peut en revanche penser que la flexibilité des changes permet parfois d'augmenter l'utilité de la monnaie nationale. Celle-ci est en effet fonction de la variabilité des prix nominaux intérieurs, que l'on peut chercher à protéger des chocs de prix externes par les ajustements de taux de change (Ishiyama, 1976).

de change fixes et taux flottants seraient équivalents. Le choix du régime de change prend toute son importance lorsqu'existent notamment de rigidités des prix et de salaires : le taux de change nominal devient alors l'un des déterminants du taux de change réel, c'est-à-dire de la compétitivité du pays par rapport à ses concurrents. C'est ce qui fait la valeur de l'instrument du taux de change : les variations nominales ne peuvent contribuer à l'ajustement économique que si elles ont un impact sur le taux de change réel.

L'histoire des dévaluations du franc français montre que ce ne fut pas toujours le cas : en janvier 1987 par exemple, la dévaluation (de fait) de 2 % du franc au sein du SME a été plus que compensée par l'accroissement de 2,4 % des prix à l'exportation des entreprises françaises à destination des pays de la Communauté européenne⁽³⁾. La bouffée d'air donnée aux entreprises en matière de concurrence externe leur offrait l'occasion d'améliorer leur situation financière. Inversement, les entreprises japonaises ont su mitiger l'impact de l'appréciation du yen en 1985-1987 par une forte amputation de leurs marges à l'exportation. Plus généralement, l'inflation consécutive aux nombreuses dévaluations du franc a souvent annulé assez rapidement l'avantage compétitif que la dévaluation était censé donner. Ces exemples confirment que l'efficacité de l'utilisation de l'instrument du taux de change est intimement liée au comportement des prix et des coûts.

Choix de régimes

Il est utile de classer les différents régimes de change envisageables par flexibilité décroissante, correspondant, d'ailleurs, à une perte croissante de souveraineté monétaire : on envisagera dans cet ordre un régime de taux de change parfaitement flottants, des régimes de taux de change stables mais ajustables, caractérisés par des zones cibles avec des marges de fluctuations larges puis étroites, un régime de taux de change irrévocablement fixes et la monnaie unique. Il existe bien entendu d'autres régimes de change, par exemple les taux de change multiples appliqués aux différents types de transactions, en particulier les régimes de double taux de change séparant les transactions courantes des transactions en capital. Nous n'examinons pas ici ces régimes, car nous partons de l'hypothèse que la Communauté économique européenne a durablement choisi la liberté complète des mouvements de capitaux et la déréglementation des marchés des changes.

L'évaluation du « meilleur régime » peut s'effectuer suivant deux approches principales, répondant à des logiques compatibles mais différentes. La première est celle développée par la littérature économique sur le régime de change optimal. Ce dernier est défini comme protégeant le mieux l'économie nationale contre les chocs extérieurs. Cette approche ne permet cependant pas de tirer des indications précises et normatives sur le choix du meilleur régime de change. Il dépend de l'environnement aléatoire et de la nature des chocs, réels ou monétaires, de l'économie considérée, des objectifs de la politique économi-

(3) D'après le Rapport sur les Comptes de la Nation, 1987.

que, de la structure de l'économie, de la crédibilité du gouvernement (Flood et Marion, 1991). La seconde approche est l'analyse coûts-bénéfices que l'on trouve dans les travaux sur les zones monétaires optimales. Les fondements empiriques de l'analyse des régimes de taux de change ne permettent pas d'utiliser ces travaux pour déterminer si l'Europe représente ou non une zone monétaire optimale dans laquelle doit circuler une monnaie unique. Mais elle permet d'illustrer, pour un pays ou pour une région ⁽⁴⁾, la balance des coûts et bénéfices liés à la flexibilité des taux et à l'abandon de cette flexibilité. C'est dans ce cadre que se situe notre analyse.

L'un des principaux arguments en faveur de la flexibilité des taux de changes est qu'elle facilite l'ajustement macroéconomique aux divers chocs que peut supporter l'économie, en accroissant la flexibilité des prix relatifs et des salaires réels. Nous reviendrons cependant sur cette notion, liée au degré d'indexation des salaires et à l'existence ou non d'illusion monétaire. L'avantage correspondant dépend cependant de la nature des chocs auxquels est soumise l'économie étudiée. Au regard de ce bénéfice, et au delà des coûts de transactions qu'implique l'existence de monnaies différentes et d'un système de paiements peu efficace (Dornbusch, 1991), la flexibilité des changes introduit un coût microéconomique, issu de l'incertitude qu'elle implique : la monnaie joue moins bien sa fonction d'unité de compte (et aussi de réserve de valeur). L'approche des zones monétaires optimales revient à mettre en regard l'avantage macroéconomique et le coût microéconomique de la flexibilité pour déterminer la zone géographique « optimale » dans laquelle doit circuler une monnaie unique. L'une des faiblesses de cette approche est qu'elle est davantage destinée à développer des arguments en vue de l'intégration monétaire qu'à prescrire la désintégration de zones monétaires existantes, dont le symbole politique est trop important pour que la question soit même posée (Krugman, 1991). Elle est donc utilisée de façon asymétrique, ce qui suggère qu'elle n'est pas à même de prendre en compte tous les arguments pertinents pour juger de l'unification monétaire. En particulier, et c'est un argument que la France n'a cessé de développer dans le débat sur l'union monétaire européenne ⁽⁵⁾, l'intégration monétaire peut avoir pour effet de renforcer la convergence économique et de développer, a posteriori, les qualités nécessaires à l'existence d'une zone monétaire optimale. L'optimalité n'est donc pas un concept opérationnel *ex ante*.

Coûts et bénéfices des différents régimes de change

Une abondante littérature existe sur la comparaison des différents régimes de change et des modalités d'ajustement qu'ils impliquent face

(4) Il ne s'agit donc pas de l'étude traditionnelle des coûts et bénéfices de l'Union monétaire pour l'ensemble de la Communauté, mais d'une appréciation de ces coûts et bénéfices du point de vue de l'un des pays membres. Pour l'approche coûts-bénéfices globale, voir Commission des Communautés Européennes (1990).

(5) Ce débat oppose depuis le début des années soixante-dix les « monétaristes » convaincus que l'institutionnalisation de l'intégration monétaire renforce la dynamique de convergence économique, et les « économistes », qui font de la convergence économique un préalable à l'intégration monétaire. Ce débat n'est toujours apparemment pas dépassé.

aux chocs externes ou internes auxquels est confrontée une économie. Notre propos n'est pas de résumer cette littérature, elle aboutit en fait rarement à des prescriptions de politique économique ou de choix optimal de régime, tant les résultats de l'analyse dépendent des modèles utilisés et de la structure aléatoire des chocs étudiés. Par ailleurs, l'estimation empirique des coûts et bénéfices des différents régimes de change est particulièrement délicate, non seulement du fait des difficultés d'estimation, mais aussi parce que coûts et bénéfices sont étroitement interdépendants et ne peuvent donc faire l'objet d'une mesure séparée (Ishiyama, 1976). Nous chercherons donc plutôt à mettre l'accent sur les facteurs qui nous paraissent les plus importants à prendre en compte pour un pays comme la France, afin d'éclairer la prise de décision conduisant ou non à l'Union économique et monétaire européenne. Plutôt que d'énumérer successivement les coûts et bénéfices, nous allons passer en revue les différents marchés : marchés des biens et services, du travail et financiers, et étudier les implications sur ces marchés, et sur leurs interactions, des différents régimes de change évoqués ci-dessus.

Nous nous plaçons dans un cadre de mobilité parfaite des capitaux : cette hypothèse est justifiée par le mouvement d'intégration des marchés des biens et services et des facteurs à l'œuvre dans la Communauté avec le projet 1992. Depuis le 1^{er} juillet 1990 (et même avant pour la plupart des pays dont la France), les capitaux sont parfaitement mobiles dans la Communauté.

Marché des biens

C'est souvent celui qui retient la plus grande attention, car il est le lieu d'observation des problèmes de la compétitivité et de paiements courants. Nous nous concentrons ici sur la compétitivité-prix, sans oublier qu'il existe d'autres dimensions de compétitivité tout aussi importantes, mais dont l'étude sort du cadre du présent rapport. Il importe en premier lieu de rappeler que la compétitivité-prix a pour composant non seulement le taux de change, mais aussi le différentiel d'inflation avec l'étranger. Là se produit l'interaction avec le marché du travail et avec les marchés financiers comme nous le verrons ultérieurement.

Par ailleurs, on ne peut pas considérer la dévaluation comme une « arme » de compétitivité : les autres pays en disposent aussi. Les dévaluations compétitives des années trente ont bien montré les limites du procédé. On ne peut donc envisager l'option de modification des parités que comme une option « défensive », un instrument d'ajustement à une dégradation de la compétitivité, dont l'utilisation est soumise à certaines conditions de la part des partenaires commerciaux, portant notamment sur la nature de cet ajustement. Dans le cadre du SME, les réalignements de parité n'ont en général compensé que partiellement, et avec délai, les inégalités en matière de compétitivité, contraignant les pays à monnaie faible à mettre en œuvre et poursuivre leur effort d'ajustement économique.

En taux de change flottants, le manque de compétitivité de la production nationale ne se traduit pas en principe par une contrainte de paiements extérieurs, car le niveau du taux de change est déterminé par l'égalité entre les capacités et les besoins de financement du pays. Mais l'attention doit alors se porter sur l'inflation. La dépréciation continue de la monnaie, outre le fait qu'elle conduit à un appauvrissement cumulatif, n'est pas une solution à une insuffisance chronique de compétitivité. Elle est inflationniste et contribue, par là-même, à renforcer le problème qu'elle est censée corriger. Tôt ou tard, il faut briser le cercle vicieux dépréciation-inflation-dépréciation, ce qui requiert des politiques budgétaires et monétaires restrictives, accompagnées de politiques des revenus qui se traduiront par une diminution de l'emploi et de la croissance et viseront à contenir la croissance des coûts. Même flottant, le comportement du taux de change ne peut laisser les gouvernements indifférents.

L'avantage essentiel de la fixité des taux de change en ce qui concerne le marché des biens est de nature microéconomique. Il s'exprime en termes de concurrence accrue, incitant les entreprises à faire elles-mêmes l'effort de compétitivité nécessaire sans compter sur la politique de change pour s'y substituer. Dans une économie diversifiée comme l'économie française, et dans un contexte d'inflation faible (et même, en octobre 1991, plus faible que dans tout autre pays industrialisé), il n'y a pas de raison de craindre l'exposition à cette concurrence : les entreprises sont dans un environnement macroéconomique qui leur permet d'en tirer parti. L'expérience allemande a bien montré qu'une monnaie forte n'est pas incompatible avec des entreprises très concurrentielles. Concrètement, l'intensification de la concurrence résulte de l'amélioration de l'information et de la disparition de l'incertitude liée à la possibilité de modifications des parités. Cet avantage vient avec la fixation irrévocable des parités ; dans le cas de systèmes stables mais ajustables, comme le SME, la possibilité d'ajuster les parités demeure, et avec elle le débat politique et le « lobbying » des producteurs. Bien plus, tant que la possibilité de dévaluation existe, l'incitation à mener une politique de compétitivité autonome est moins forte : il y a là une forme d'« aléa moral », puisque la possibilité de dévaluer peut être interprétée par les entreprises comme une assurance de remise à flot périodique, dont l'impact désincitatif ne devrait pas être négligé.

Par ailleurs, avec l'intégration accrue des marchés des biens et services dans la Communauté économique européenne, en particulier avec la réalisation du Marché unique, on peut penser que les prix sont dorénavant davantage déterminés par la concurrence sur le marché européen que par les conditions nationales de coût. Dès lors, la dévaluation devient un moyen inefficace d'ajuster les compétitivités relatives.

Les interactions importantes avec les autres marchés sont de deux ordres : d'une part, nous soutiendrons plus loin que la fixité irrévocable des changes, ou plus exactement la monnaie unique, accroît le degré d'intégration financière dans la zone monétaire et contribue (« toutes choses égales par ailleurs ») à diminuer le taux d'intérêt qu'il libère de la

prime de risque de change. Les mouvements de capitaux productifs sont donc facilités, ce qui est favorable au financement de l'investissement.

D'autre part, la contrainte de la concurrence rejaillit sur l'organisation des relations entre employeurs et salariés, et est donc à même de modifier négociations et revendications salariales. Alors que l'on part souvent de l'idée que la flexibilité des changes permet celle des salaires réels, il est possible d'arguer du contraire : la fixité *crédible* des changes exerce une discipline plus efficace sur le comportement des salaires nominaux et réels, et peut ainsi favoriser leur flexibilité. L'exemple français depuis 1983 semble valider — il est vrai après un ajustement de longue durée — cette interprétation. La décision récente des salariés en Finlande d'accepter une *diminution* du salaire *nominal* de plus de 7 % ⁽⁶⁾ semblait aller dans le même sens. Cette hypothèse suggérerait donc que le comportement des salaires dépend effectivement du régime de change (Flood et Marion, 1991). Nous y reviendrons plus loin.

Marché du travail

La flexibilité du taux de change est souvent interprétée comme un substitut à celle des salaires réels. En cas de choc défavorable sur la balance des paiements, par exemple dû à la modification des goûts des consommateurs, l'ajustement requiert ou bien une modification directe du prix relatif vis-à-vis de l'étranger, ou bien une contraction de la demande, de la production et de l'emploi (qui amène alors la correction de prix relatifs nécessaire). En l'absence de flexibilité à la baisse des prix et des coûts, seule la dévaluation du taux de change est à même d'amener la baisse du prix relatif des biens nationaux nécessaire à l'ajustement.

Cette argumentation repose essentiellement sur l'existence d'une illusion monétaire (Ingram, 1973) : la dévaluation de la monnaie provoque, de façon dissimulée, la baisse du salaire réel que les salariés refusent d'accepter par d'autres moyens. En fin de compte, c'est bien cela qui se produit : la dévaluation, *dans un contexte de plein emploi*, conduit à une chute des importations et une hausse des exportations, limitant ainsi l'absorption nationale, c'est-à-dire la quantité des biens et services à la disposition de la population. En présence de chômage, intervient une autre relation, à savoir celle entre les revendications salariales et le niveau de l'emploi. Dans quelle mesure les salariés sont-ils amenés à modérer leurs revendications salariales en présence de chômage ?

(6) D'après le Wall Street Journal (22 octobre 1991), cet accord de principe avec les syndicats est intervenu pour permettre d'éviter une dévaluation de la markka dont ni le gouvernement ni la Banque centrale ne voulaient. Il fait partie d'un programme de restauration de la compétitivité fondé sur des coupes de salaires et un budget restrictif. L'accord, qui envisageait une diminution de 3 % des salaires nominaux et un report de cotisations pour les pensions des employeurs vers les employés de 4 % supplémentaires, n'a cependant rétabli que momentanément le calme sur les marchés des changes et des capitaux. La markka a finalement dû être dévaluée de 12,3 % par rapport à l'Ecu le 16 novembre, remettant par là-même en cause l'accord avec les syndicats.

Plusieurs raisons peuvent expliquer l'existence d'illusion monétaire. D'abord, elle peut provenir d'un manque de compréhension de la part des syndicats et des consommateurs. L'effet d'une dévaluation sur le revenu réel est indirect, alors que l'effet de la modération des salaires nominaux est immédiat. On peut aussi mentionner que les déterminants de l'inflation, qui ont fait l'objet d'interminables débats entre économistes, ne paraissent pas suffisamment clairs au grand public pour que la perspective d'une dévaluation se traduise nécessairement par des anticipations inflationnistes ; ces arguments ne sont cependant pas convaincants, car, dans une économie ouverte, exposée à la concurrence extérieure, l'apprentissage de la relation entre taux de change et hausse des prix à la consommation doit nécessairement se produire. Par ailleurs, l'illusion monétaire de ce type devrait disparaître assez rapidement après plusieurs dévaluations.

L'illusion monétaire peut aussi être rationnelle (Tower et Willett, 1976 ; Fellner, 1973) : si les employés sont davantage sensibles au salaire réel relatif, ils se préoccupent moins de l'impact de la dévaluation sur le salaire réel, car cet impact ne modifiera pas la structure relative des salaires réels. Mais l'illusion monétaire au niveau global peut aussi provenir du caractère néfaste de l'absence de coopération : si les salariés dans un certain secteur pensent que les autres agiront comme s'ils étaient victimes de l'illusion monétaire, il est dans leur intérêt de faire de même. Il ne s'agit pas dans ce cas à proprement parler d'illusion monétaire : elle est absente au niveau individuel, mais, du fait de ce problème de coordination, la société dans son ensemble réagit comme si elle était victime de l'illusion monétaire. Il s'agit d'un exemple où la rationalité décentralisée ne conduit pas à la rationalité collective. Ce type d'argument peut illustrer l'intérêt de négociations salariales globales, comme en Suède ou en Espagne, plutôt que de négociations par branche.

Le fait que les salariés acceptent plus facilement la dévaluation que la modération des salaires nominaux peut tenir aussi à une autre forme d'illusion monétaire. En effet, ils conservent après la dévaluation la possibilité de négocier de nouvelles hausses de salaires. Ils ont donc là un moyen, peut-être avec un certain décalage, de se protéger contre les effets inflationnistes de la dévaluation. Il semble que la réaction de l'inflation et des salaires nominaux et réels après la dévaluation du franc en août 1969 (11,1 %) conforte cette dernière interprétation. Il s'agit bien d'une manifestation d'illusion monétaire : ce comportement des salaires conduit tôt ou tard à une nouvelle dévaluation et contribue à la mise en place de la dynamique dévaluation-inflation-perte de compétitivité-dévaluation dont la sortie requiert des politiques restrictives. On retrouve là l'idée que la dévaluation est un moyen d'ajustement peu efficace si elle n'est pas accompagnée d'autres politiques, notamment d'une politique des revenus.

A partir du moment où les salariés sont convaincus que le contrôle de l'évolution des salaires réels est un objectif central de la politique économique, le phénomène d'illusion monétaire liée à l'utilisation du taux de change devient moins probable dans une économie largement ouverte. Les salariés ont alors le choix entre accepter le risque de

chômage accru ou accepter une plus grande flexibilité des salaires réels. Les études économiques des comportements des salaires montrent que la relation entre chômage et niveau des salaires réels existe bien, mais en général après une certaine durée⁽⁷⁾. Le coût en termes d'emploi peut être très important. Si l'on écarte l'illusion monétaire, il faut alors renverser l'argumentation et reconnaître que, dès lors qu'un gouvernement est susceptible de recourir à la dévaluation, les salariés incorporent dans leurs anticipations une probabilité de dévaluation et d'inflation qui va influencer sur leurs revendications en matière de salaire nominal. D'où le lien entre les régimes de change et les comportements des salaires. Les gains de crédibilité sont alors importants. L'engagement du gouvernement français à ne pas dévaluer est devenu, depuis 1987, de plus en plus crédible. Cette crédibilité a permis de passer d'un système où les salaires étaient indexés *ex post* (validant l'inflation) à une politique d'indexation *ex ante* (permettant d'ancrer les objectifs de désinflation dans le comportement des salaires).

Marché des capitaux

L'élément essentiel est, pour ce marché, le rôle des anticipations dans la détermination des taux d'intérêt. La mobilité parfaite des capitaux n'implique pas la substituabilité parfaite des actifs : celle-ci dépendra à la fois du risque perçu par les investisseurs concernant la solvabilité de l'émetteur de titre et du risque de change. La formation des anticipations de change influence donc largement les taux d'intérêt. C'est encore sur cette idée que s'est fondée la politique française depuis 1983 : la baisse progressive de la prime de risque de change pénalisant le franc français à travers la modification des anticipations sur les marchés des changes. La lenteur du processus, qui requiert de restaurer la crédibilité de la politique monétaire et de la politique de change, ne saurait surprendre. Il a en France été couronné de succès, mais ce succès reste fragile : le test de la crédibilité retrouvée intervient dans les périodes de difficultés aiguës.

Implications

Il n'est pas étonnant que la question du régime de change optimal n'ait pu faire l'objet d'un consensus théorique malgré l'abondante littérature qui lui est consacrée. La réponse dépendra des pays et des époques, des objectifs et des structures. A la lumière des analyses qui précèdent, on peut faire les observations suivantes :

— Les options ouvertes à la France le sont aussi aux autres pays. On ne peut donc pas envisager l'option de dévaluation pour la France

(7) Blanchard (1991) note la tendance d'un chômage élevé à persister, souvent évoquée sous le nom d'« hystérésis » du chômage. L'un des aspects de cette hystérésis tient au changement dans la nature du chômage : sa durée en particulier implique qu'une proportion croissante de chômeurs quittent le marché du travail et la recherche d'emplois, et la pression d'un chômage élevé sur ceux qui conservent un emploi et sur le processus de négociation concernant les salaires n'est sans doute pas aussi déterminante qu'on pourrait le penser.

isolément ; compte tenu de l'intégration commerciale entre pays européens, les autres Etats dévalueraient en même temps que la France. Dès lors, l'option est celle d'une dévaluation d'un bloc de pays par rapport au mark. Il faut donc une dévaluation beaucoup plus importante (de l'ordre de 20 ou 30 %) pour obtenir des gains de compétitivité significatifs.

— La flexibilité des changes n'est pas une véritable alternative à celle des salaires et des prix ; les négociations salariales, et donc le comportement des salaires et des prix, dépendent du régime de change, de la réputation du gouvernement et de sa crédibilité à observer les contraintes du régime.

— Les régimes de change qui préservent l'option de dévaluer sont accompagnés sur les marchés financiers de primes de dévaluation qui impliquent des différentiels de taux d'intérêt. Maintenir une option de dévaluation que l'on n'exercerait jamais est la pire des situations, puisqu'elle n'apporte aucun bénéfice et comporte un coût non négligeable. Ce coût est pour la France aujourd'hui de l'ordre de 1,5 % sur la totalité de la dette publique à long terme. Il serait très coûteux de vouloir surprendre les marchés en exerçant l'option de dévaluer alors que l'on a tout fait pour les convaincre qu'elle ne serait jamais utilisée. On voit mal en effet comment une « surprise » de ce type peut rester compatible avec le maintien de la crédibilité. La politique de la surprise accroîtrait donc la prime de risque imposée par les marchés financiers.

— La dévaluation paraît davantage appropriée pour les pays en développement, où la structure de la production est plus homogène et où une stratégie de faibles coûts de main-d'œuvre permet le développement d'activités à plus forte valeur ajoutée. Dans les pays industrialisés, d'autres aspects de la compétitivité sont essentiels : les coûts de main-d'œuvre ne représentent souvent qu'une faible proportion de la totalité des coûts de production et commercialisation. Une véritable politique de compétitivité, ou « politique industrielle », doit porter sur ces autres aspects de la compétitivité : technologie, distribution, marketing, organisation des relations sociales, formation dans l'entreprise, management, motivation de la main-d'œuvre, etc. On peut bien sûr se demander pourquoi les Etats-Unis pratiquent la dépréciation compétitive quand ils en ont besoin. Le fait est, d'une part, que la notion de politique industrielle est pratiquement absente de la réflexion en matière de politique économique et que l'accent principal est mis sur les coûts de main-d'œuvre au détriment de la gestion de la main-d'œuvre, d'autre part, que le débat sur l'union monétaire européenne laisse bien entendu ouverte la possibilité d'opérer des modifications de parités (dépréciations ou dévaluations suivant le régime de change) entre l'Europe, les Etats-Unis et le Japon ⁽⁸⁾.

— Lorsque l'on compare entre eux les différents régimes de change, on observe que préserver une marge de flexibilité limitée pour les taux de change (marge de fluctuation comme celle des zones cibles) paraît

(8) Il convient de rappeler qu'en terme de part du commerce extérieur dans le PIB, les Etats-Unis sont aussi « ouverts » que l'Europe et le Japon, mais le sont beaucoup moins que chacun des pays de la communauté économique européenne considéré séparément.

très peu utile : elle ne permet pas de changer la position compétitive de façon significative, alors qu'elle renforce le rôle des anticipations sur les marchés des changes et entraîne donc un coût non négligeable aussi bien en matière de prime sur les taux d'intérêt qu'en matière de perte effective de marge de manœuvre dans les choix de politique économique.

Ajustement régional au sein d'une Union monétaire

L'exemple des Etats-Unis

Les Etats-Unis offrent un certain nombre de leçons sur la façon dont l'ajustement économique se réalise au sein d'une zone intégrée sur le plan monétaire, mais en même temps hétérogène (le Canada pourrait aussi servir d'exemple).

Deux institutions principales jouent un rôle dans le mécanisme d'ajustement : la monnaie commune et la politique monétaire d'une part, la composante fédérale du système fiscal et budgétaire d'autre part. Il est utile de les passer en revue.

Monnaie et crédit

La monnaie commune est gérée depuis 1913 par le Système fédéral de réserve. La Réserve fédérale est responsable de la réglementation et de la supervision bancaires (pour les seules banques membres du système, cependant), et des marchés de la monnaie et du crédit. Dans ce dernier domaine, la Réserve fédérale est entièrement indépendante de l'Administration. Le lien avec le Congrès, toutefois, est plus ambigu, puisque la Réserve fédérale est une création de ce dernier. Plus spécifiquement, alors que la FED joue un rôle important comme agent fiscal du gouvernement, elle n'est aucunement tenue de défendre un objectif de taux d'intérêt. Depuis l'« accord » entre le Trésor et la FED en 1953, il n'y a plus d'entente sur les taux d'intérêt ou le financement monétaire des déficits. Cela n'empêche toutefois pas l'administration d'exhorter la FED dès qu'un relâchement monétaire apporterait un avantage politique.

L'organe principal ayant en charge la politique monétaire est le « Federal Reserve Open Market Committee » (FOMC). Les participants à ce comité sont d'une part, d'office, les membres du conseil d'administration (board) de la Réserve fédérale, et d'autre part, tour à tour, plusieurs des présidents des douze banques de réserve régionales. Le FOMC se réunit soit régulièrement, soit en tant que de besoin, et donne ses instructions au « bureau » de l'Open Market, situé à la banque de Réserve fédérale de New York et chargé de mettre en œuvre les décisions de politique monétaire.

La FED n'a pas de responsabilité directe dans la gestion du taux de change. Bien entendu, sa politique monétaire, orientée vers un contrôle des taux d'intérêt, peut être utilisée pour affecter le taux de change et ce canal d'influence de la politique monétaire sur l'économie est bien reconnu. Mais, lorsqu'il s'agit d'intervenir sur les marchés des changes, la FED intervient comme agent du Trésor. Il y a là un potentiel de conflit entre les objectifs de taux de change du Trésor et ceux de la Réserve fédérale en matière de taux d'intérêt et de croissance du volume des agrégats monétaires.

Les douze Banques de réserve fédérale ont aujourd'hui principalement un rôle de réglementation. Leur influence sur la politique monétaire vient exclusivement de l'influence que leur président et leurs analystes ont au sein du Système. Cette influence agit directement sur le FOMC et bien sûr indirectement lors des discussions informelles sur la politique de la FED. Les Banques de réserve fédérale sont en fait principalement les yeux et les oreilles locaux de la Réserve fédérale.

Récemment, à la suite de la « récession Volcker », l'indépendance de la FED a été remise en question. Une proposition, défendue par le Congressman Neal, visait à imposer un objectif d'inflation zéro à la FED. D'autres propositions allaient dans la direction opposée et envisageaient de donner au secrétaire au Trésor un siège au FOMC, afin d'améliorer la coordination entre les politiques budgétaire et monétaire. Cette discussion ne met pour l'instant pas en danger les statuts de la FED.

Politique budgétaire

La structure fédérale du système budgétaire laisse aux Etats et autorités locales la responsabilité dans les domaines fonctionnels (éducation, routes, etc.) et autorise les Etats à lever leur propre financement dès qu'ils le souhaitent. Le tableau 8 montre la répartition des ressources totales entre les différents niveaux de gouvernement. Une partie des ressources des Etats et gouvernements locaux prend la forme de transferts au titre de divers programmes fédéraux.

8. Recettes des Administrations publiques aux Etats-Unis

En pourcentage des recettes totales

	Gouvernement fédéral	Etats et gouvernements locaux	
		Total	Transferts
1960	66,9	35,6	4,6
1970	63,7	44,3	8,0
1980	63,5	44,7	8,4
1990	62,4	47,6	7,3

Source : Economic Report of the President, 1991.

Le gouvernement fédéral est financé principalement par l'impôt sur le revenu, la taxe sur les profits et les recettes de l'impôt de sécurité sociale. Les Etats et gouvernements locaux peuvent faire appel à des impôts sur le revenu, à des impôts sur la propriété (property taxes), et à des impôts sur les transactions (sales taxes).

Le financement par l'endettement n'est pas plafonné et les Etats ne peuvent pas être assignés en justice pour faillite. Des défauts au niveau d'un Etat ou au niveau local peuvent se produire : ainsi, la crise de la dette de la ville de New York reste dans les mémoires, de même que la vague de défauts des années trente. Les marchés du crédit évaluent de façon courante le degré de risque de la dette émise par les Etats. Une recherche récente (Goldstein et Woglom, 1991) montre qu'une prime de risque pénalise clairement les Etats surendettés. Ainsi, par rapport à un Etat de référence comme le New Jersey (cote Aaa), le Wisconsin, noté A1, paie une prime de 0,17 point de pourcentage, tandis que le Massachusetts, coté Baa1, paie une prime supplémentaire de 0,62 point. On peut en conclure que les marchés du crédit poussent les finances publiques déséquilibrées à davantage de discipline.

La question du fédéralisme budgétaire continue à être débattue, sans qu'il y ait pour l'instant de conclusion claire, en particulier sur les questions suivantes :

— Jusqu'à quel point les opérations de partage des revenus et les dépenses fédérales permettent-elles de stabiliser les économies régionales en récession ?

— Dans quelle mesure existe-t-il des mécanismes spécifiques pour faciliter la reprise économique dans des régions en récession au moyen d'instruments budgétaires ?

Cette question du fédéralisme budgétaire se pose en ces termes parce que de nombreux chocs qui affectent défavorablement l'une des régions auront par ailleurs un impact favorable sur une autre région ; dans une telle situation, un système fiscal et budgétaire qui repose sur une redistribution importante des variations des revenus et des dépenses déclenchées par des chocs spécifiques paraît le mieux à même de stabiliser la production et l'emploi. Par exemple, si les prix du pétrole montent, le Texas connaît un boom économique, mais la Nouvelle-Angleterre souffre. Si la part des revenus fédéraux issus du Texas augmentait alors que celle de Nouvelle-Angleterre baissait, le système fiscal faciliterait la stabilisation dans chacune des deux régions.

La structure de la taxation, en particulier la structure progressive de l'impôt sur le revenu et de la taxe sur les plus-values, va dans le sens d'une redistribution du revenu entre les régions. L'étude de Sala-i-Martin et Sachs (1991, p. 20) parvient aux conclusions suivantes : « une réduction de 1 dollar du revenu par habitant dans une région entraîne une réduction des impôts fédéraux voisine de 34 cents et une hausse des transferts fédéraux d'environ 6 cents (...) entre un tiers et la moitié du choc d'origine de 1 dollar est absorbé par le gouvernement fédéral ». Les faits et études disponibles sont moins probants en ce qui concerne les dépenses.

Processus d'ajustement

Les Etats-Unis sont le champ de divergences régionales marquées en matière de performances économiques. Les chocs asymétriques, ayant trait notamment à l'agriculture, au pétrole, à l'industrie manufacturière, en sont les sources. En outre, on observe des tendances à l'ajustement associées à la migration des facteurs de production — entreprises et main-d'œuvre — entre juridictions, en particulier de la « rustbelt » vers la « sunbelt ».

Dans quelle mesure l'absence d'un taux de change interrégional facilite-t-elle ou au contraire gêne-t-elle le processus d'ajustement ? Il est clair qu'un degré suffisant de flexibilité des salaires et des prix peut se substituer aux modifications de taux de change. On observe d'ailleurs une telle flexibilité. Mais il serait erroné de penser que ce processus fonctionne suffisamment pour compenser largement les effets régionaux des chocs. La raison, cependant, ne tient pas tant à la flexibilité des prix et salaires (ou des taux de change réels) qu'à l'impact financier des chocs importants. En particulier, les gains ou pertes en capital sur l'immobilier jouent un rôle majeur.

Avant d'examiner ces derniers aspects, il est utile de revenir sur les migrations. La théorie des zones monétaires optimales suggère qu'à l'intérieur d'une telle zone, les facteurs de production sont mobiles et que les modifications de taux de change ne sont pas essentielles. L'étude des phénomènes migratoires aux Etats-Unis permet d'identifier quatre caractéristiques :

— d'abord, la mobilité de la main-d'œuvre est substantiellement dépendante du chômage. La main-d'œuvre s'éloigne du chômage vers les régions où les marchés du travail sont tendus ;

— deuxièmement, la main-d'œuvre se déplace des régions où le revenu par tête est faible vers celles où il est élevé. Ces mouvements semblent cependant surtout concerner la main-d'œuvre qualifiée.

— troisièmement, les taux d'imposition régionaux ont un impact sur les migrations ;

— enfin, le phénomène migratoire prend aussi en compte les coûts du logement.

Ces résultats permettent de comprendre les tendances à long terme vers la convergence entre Etats et régions. Mais, même à cet égard, ils ne constituent qu'une partie du mécanisme d'ajustement. En outre, ils n'ont pas d'influence sur le mécanisme d'ajustement à court terme.

Le tableau 9 montre qu'il existe entre régions américaines des disparités régionales persistantes, de l'ordre de 10 à 20 % (si on les mesure par le coefficient de variation). En outre, les régions à faible revenu par tête tendent à rester dans cette catégorie.

Les travaux de Barro et Sala-i-Martin (1991, p. 1) montrent qu'il y a bien une tendance à la convergence : « Les faits disponibles pèsent lourdement en faveur de l'hypothèse de convergence : les Etats pauvres ont tendance à croître plus rapidement en termes de revenu par habi-

9. Disparité régionale des revenus par habitant aux Etats-Unis

	1960	1970	1980	1990
Etats-Unis	100	100	100	100
Nouvelle-Angleterre	109,9	109,7	106,3	118,5
Centre-Est	114,7	113,3	107,5	115,6
Grands-Lacs	107,4	102,5	101,6	98,3
Plaines	92,9	93,6	96,1	94,5
Sud-Est	73,6	81,3	85,5	88,1
Sud-Ouest	86,2	88,5	96,4	87,6
Montagnes rocheuses	95,3	91,5	96,5	89,2
Far West	119,4	113,7	118,6	108,3
Ecart-type	14,6	11,5	9,2	11,7

tant et de production (...) Le rythme de convergence n'est cependant pas rapide : le fossé entre un Etat pauvre et un Etat riche diminue typiquement au rythme d'environ 2 % par an ».

Il est aussi intéressant de se pencher sur le processus d'ajustement à court terme en réponse à un choc. Les cas du Texas et du Massachusetts fournissent un bon exemple. Les deux Etats ont fait l'expérience d'un boom suivi d'une récession. On trouvera dans le tableau 10 les données concernant les taux de chômage et les revenus disponibles par habitant (relatifs). Les données pour 1991 ne sont malheureusement pas disponibles : elles montreraient une détérioration majeure pour le Massachusetts.

10. Performances régionales relatives

	Massachusetts		Texas	
	Revenu disponible ⁽¹⁾	Chômage ⁽²⁾	Revenu disponible ⁽¹⁾	Chômage ⁽²⁾
1970	110	4,6	87	4,4
1980	106	5,3	99	5,6
1984	114	4,8	98	5,9
1986	118	3,8	95	8,9
1988	126	3,3	90	8,4
1990	120	5,1	92	6,2
1991 ⁽³⁾		9,2		6,3

(1) Revenu disponible par habitant dans l'Etat relativement à la moyenne 100 des Etats-Unis.

(2) Taux de chômage de la main d'œuvre civile. Les taux correspondants pour l'ensemble des Etats-Unis depuis 1970 sont de 4,8 % ; 7,1 % ; 7,5 % ; 7 % ; 5,5 % ; 6,9 %.

(3) Mai 1991.

Ce qui frappe à la lecture de ce dernier tableau est l'ampleur des divergences en matière de revenu par habitant et de chômage. L'ajustement se produit avec beaucoup de retard, et les chocs comme l'envolée et l'effondrement des prix du pétrole au Texas ont un effet local marqué. Bien sûr, ils engendrent des migrations et des ajustements des salaires, mais pas suffisamment pour compenser leurs effets.

De quelle utilité serait un ajustement des taux de change ? En première analyse, une dévaluation au Texas après la chute des prix du pétrole aurait servi d'amortisseur au choc. Le secteur des biens échangés aurait gagné en compétitivité et aurait pu connaître une expansion, compensant ainsi le déclin marqué dans la demande des biens non échangés. Mais, bien sûr, à supposer que les taux de change aient rempli cette fonction d'ajustement, rien ne dit que les salaires et les prix en auraient fait autant. Il n'y a aucune garantie que la réallocation des ressources se serait effectuée beaucoup plus rapidement. Surtout, se pose la question du comportement des capitaux. Le Texas étant dépendant du pétrole, les crises de change et attaques spéculatives toucheraient non seulement les banques (comme c'est le cas à l'heure actuelle), mais aussi l'ensemble des actifs nominaux. Il y aurait donc moins de stabilité financière (mais une réallocation du facteur capital probablement plus rapide).

Le Texas ou le Massachusetts illustrent aussi un aspect important du processus d'ajustement, concernant les actifs non échangés, notamment l'immobilier. Les prix de l'immobilier fluctuent largement avec les bonnes ou mauvaises fortunes d'une région et déclenchent alors des booms ou des récessions tant dans le secteur de la construction que dans le secteur financier. Des taux de change ajustables feraient bien peu pour éliminer ce problème, et même pour l'atténuer. En fait, ils pourraient aggraver cette difficulté. Les dettes qui permettent aux petits Etats de se financer pourraient devoir être libellées dans la monnaie d'Etats en position financière forte. La dévaluation ajouterait alors aux raisons possibles d'une faillite la détérioration des bilans des emprunteurs qui en résulterait.

Mécanismes d'ajustement

Il est important de distinguer les différents types de choc pouvant affecter un pays ou une région au sein d'une union monétaire : chocs temporaires ou persistants, chocs communs ou spécifiques⁽⁹⁾. Les réactions en termes de politique économique devront prendre en compte de telles caractéristiques. Quelles réactions permet l'union monétaire ?

Notons au préalable que l'instrument du taux de change paraît le plus qualifié pour faire face à un choc persistant spécifique : c'est dans le cas d'un tel choc que l'on a besoin d'une modification du taux de change réel. En présence de rigidités des prix et si l'on n'a pas la possibilité de modifier le taux de change, l'ajustement se fait par

(9) Cette dernière distinction est une variante de la distinction souvent faite entre chocs « symétriques » et « asymétriques ».

contraction de la demande, de la croissance et de l'emploi. Si la main-d'œuvre n'est pas suffisamment mobile, il y a accroissement du chômage. C'est donc dans le cas de chocs de ce type que la question de l'ajustement se pose avec le plus d'acuité. Nous y revenons ci-dessous.

Chocs temporaires et chocs communs

Le cas le plus simple est celui des chocs temporaires : ils ne nécessitent pas a priori d'ajustement, car ils ne sont pas durables et peuvent donc sans problème être financés par endettement. Dans le contexte de marchés financiers de plus en plus déréglementés et intégrés, cependant, l'option de financement peut parfois être délicate, surtout si les marchés n'interprètent pas le choc comme étant temporaire. Le problème de crédibilité peut alors refaire surface.

Le cas des chocs communs et persistants est en principe bien géré dans le cadre d'une union monétaire : tous les pays-membres étant touchés de façon comparable, il n'y a pas, en première analyse, de raison de modifier le taux de change entre eux. Le choc n'affecte pas leur compétitivité relative. Cependant, il peut y avoir différentes stratégies d'ajustement à de tels chocs (Snider, 1967) et chaque pays peut souhaiter déterminer lui-même son propre choix entre ces diverses stratégies. Celles-ci auront différents effets sur la trajectoire d'ajustement économique et sur les économies pendant la transition. Quand des pays frappés par un même choc externe à leurs économies souhaitent mettre en œuvre des stratégies d'ajustement différentes, les variations de taux de change réels peuvent être nécessaires pendant la période d'ajustement. Ces stratégies peuvent d'ailleurs donner lieu à l'apparition d'un choc spécifique permanent. Le choc pétrolier de 1973-1974 fournit un exemple de divergences marquées dans les réponses apportées par les différents pays industrialisés à un choc largement symétrique. Il illustre aussi cependant une autre difficulté : comment savoir si un choc est temporaire ou permanent ? Les interprétations sont susceptibles de diverger à ce sujet.

Cela suggère qu'une certaine convergence des philosophies économiques est souhaitable avant d'entrer dans une union monétaire. Dans le cas de la Communauté économique européenne, cette convergence s'est effectivement produite, de façon tout à fait remarquable, au moins entre un groupe de pays qui partage dorénavant avec l'Allemagne le privilège d'une inflation faible.

Chocs persistants spécifiques

Sans doute peut-on s'attendre à ce que la probabilité de tels chocs diminue avec la progression de l'intégration économique européenne et de l'interdépendance commerciale, financière, culturelle entre les pays membres de la Communauté. Le cas de la réunification de l'Allemagne est intéressant : il peut s'interpréter comme la combinaison d'un choc monétaire temporaire et d'un choc réel permanent. Le premier, caractérisé par des taux d'intérêt élevé traduisant l'objectif anti inflationniste de

la Bundesbank dans un contexte d'expansion budgétaire incontrôlée, tend à pousser le mark à la hausse. Le second au contraire est un double choc sur l'offre et la demande dont les implications à moyen-long terme suggèrent un affaiblissement du mark.

Le problème de l'ajustement à un choc spécifique persistant ramène l'attention sur les aspects réels, alors qu'une modification des parités de change est une approche nominale et monétaire (Ingram, 1973). Cela suggère que la politique budgétaire doit avoir un rôle à jouer. Mais elle ne doit pas se borner au financement du choc, c'est-à-dire au maintien du niveau de revenu et de consommation. Elle doit incorporer une politique structurelle visant à développer les investissements de productivité, afin de permettre à la région ou au pays touchés de maintenir l'activité productive et le niveau des salaires réels. La notion de transfert régional peut être trompeuse. Le principe du transfert est davantage de financer la consommation que l'investissement productif. C'est d'ailleurs l'une des raisons pour lesquelles la perspective d'augmentation des transferts interrégionaux au sein d'une union monétaire européenne ne recueille pas un accord unanime. Elle requiert une solidarité à laquelle certains pays préfèrent l'alternative de la convergence économique. Quand la convergence est suffisante, il y a en effet moins besoin de transferts interrégionaux.

Si le système des paiements est efficace (nous y revenons plus loin), les marchés des capitaux privés sont susceptibles de jouer en partie le rôle de financement des investissements productifs. On ne peut cependant compter sur les marchés pour effectuer l'essentiel de l'ajustement. Le pouvoir d'attraction d'une région et le volume d'investissement qui s'y produit semble répondre à une dynamique d'entraînement plutôt qu'à un schéma de stabilisation automatique.

L'action budgétaire est donc nécessaire. L'union monétaire relâche la contrainte de financement des régions et des gouvernements qui peuvent emprunter sur les marchés des capitaux de l'union au taux d'intérêt en vigueur sur ces marchés. Les ressources ainsi disponibles doivent être destinées au financement de mesures structurelles, visant à promouvoir les investissements de productivité d'une part et à obtenir davantage de flexibilité des salaires réels d'autre part. Dans cette dernière optique, la mise en œuvre de programmes de partage des profits soutenus par des incitations fiscales pourrait être envisagée.

Union monétaire et discipline budgétaire

Les finances publiques échappent largement au processus par ailleurs remarquable de convergence économique que l'on a pu observer dans les années quatre-vingt entre les pays membres du système européen. Déficits budgétaires et dettes publiques présentent d'importants contrastes. L'union monétaire peut-elle fonctionner correctement avec de telles divergences ? Les craintes exprimées dans le rapport Delors et reprises dans de nombreux travaux théoriques reposent sur deux types d'arguments. D'abord, celui de l'« externalité » que présentent les politiques budgétaires nationales : tout choix budgétaire décen-

tralisé peut influencer le taux d'intérêt commun à toute l'union monétaire et entraîner des mouvements de capitaux entre l'union et le reste du monde ayant un impact potentiel sur le taux de change de la monnaie européenne vis-à-vis de l'extérieur et sur la compétitivité de l'ensemble de l'union. C'est l'une des manifestations de l'interdépendance budgétaire, qui justifie la mise en place de procédures de concertation, voire de coordination. Mais il faut aussi reconnaître que cette interdépendance est d'ores et déjà présente, comme le démontre l'impact de l'unification allemande sur les taux d'intérêt au sein du SME et ses répercussions possibles en matière de taux de change.

Le deuxième argument est plus préoccupant. Il a trait au risque d'insolvabilité potentielle de l'un des pays membres de l'union : en l'absence de discipline budgétaire, il peut y avoir fuite en avant dans l'endettement jusqu'à un point tel que le service de la dette devient impossible. Aussi bien la crise de la dette des pays en développement dans les années quatre-vingt, que la crise financière de la ville de New York dans les années soixante-dix, montrent que le risque est réel. Une telle situation affaiblirait nécessairement l'union monétaire : il faudrait ou bien organiser le sauvetage du fautif, par transferts des autres pays-membres ou financement monétaire de sa dette par la Banque centrale européenne, ou bien accepter que le pays défaillant sorte de l'union, pour avoir la liberté de financer lui-même sa dette par création monétaire et dévaluer sa monnaie.

Face à ce risque, le rapport Delors — à l'élaboration duquel les banques centrales ont pris une part importante — a recommandé la mise en place de règles strictes concernant les déficits budgétaires et la dette publique. Cette solution peut certes aider les pays non disciplinés à mettre de l'ordre dans leurs finances publiques. Mais on voit assez mal quel type de règles pourrait associer à la fois une contrainte effective sur la marge de manœuvre budgétaire des Etats et la flexibilité nécessaire pour prendre en compte la diversité des chocs possibles (comme par exemple l'unification allemande) et les différences dans les capacités d'épargne des pays membres. D'autre part, la mise en œuvre de telles règles et la vérification de leur respect se heurtent à des obstacles considérables. Enfin, il suffit d'observer comment fonctionne l'accord Gramm-Rudman aux Etats-Unis (habillages divers, prévisions ad hoc, dépenses hors budget...), et surtout le blocage budgétaire qu'il entraîne sur toute dépense nouvelle même justifiée, pour être sceptique sur l'opportunité de telles règles. La Commission européenne quant à elle semble favorable à la mise en place d'une « surveillance multilatérale », certainement plus souple, mais pas nécessairement efficace.

Face à ces approches centralisatrices, on peut se demander quel rôle pourraient jouer les marchés financiers. Une étude récente du Fonds monétaire international ⁽¹⁰⁾ montre que les marchés financiers aux Etats-Unis pénalisent les Etats dont les politiques budgétaires sont jugées imprudentes en augmentant le coût de leur endettement. La

(10) Goldstein M. et Woglom G., 1991 : « Market-Based Fiscal Discipline in Monetary Unions : Evidence From the US Municipal Bond Market », *Working Paper Fonds monétaire international*, Département de la recherche, septembre.

discipline qu'ils peuvent ainsi contribuer à promouvoir sera d'autant plus efficace qu'ils disposeront d'une information approfondie sur les emprunteurs (d'où la nécessité d'agences de rating indépendantes), que le financement monétaire des déficits publics sera exclu, et que le sauvetage potentiel d'un emprunteur en faillite sera jugé le moins probable.

Ce débat est important. Alors que l'instrument monétaire n'est déjà plus utilisable pour poursuivre les objectifs de croissance et d'emploi, les propositions de centralisation excessive des politiques budgétaires doivent être examinées avec la plus grande attention. C'est, au contraire, l'objectif de décentralisation qu'il faudrait promouvoir : dans une union monétaire, c'est l'ajustement régional qui doit retenir l'attention. Les régions défavorisées auront besoin de transferts. Mais des politiques budgétaires locales, financées sur les marchés des capitaux de l'union et visant au financement d'activités productives, peuvent jouer un rôle considérable dans l'ajustement régional. La discipline budgétaire ne consiste pas à limiter les déficits mais à savoir utiliser les fonds publics à des fins productives.

Quelles options pour la France dans les années quatre-vingt-dix ?

La situation actuelle de l'économie française (voir section I ci-dessus) constitue un cadre particulièrement approprié à l'étude du seul vestige de l'indépendance monétaire qui reste aujourd'hui : la dévaluation. Cette option existe, devrait-on l'exercer ?

Les conditions initiales sont caractérisées par la stabilité financière et un taux de chômage élevé. Deux options seulement sont ouvertes pour se protéger de la contrainte des taux d'intérêt allemands :

— dévaluer la monnaie et utiliser la politique des revenus pour rendre cette dévaluation crédible, créant la possibilité d'une réduction des taux d'intérêt contrepartie d'anticipations d'appréciation ;

— mettre en œuvre une expansion budgétaire fondée sur un renforcement de la crédibilité du régime de change.

Dévaluation ?

On ne peut écarter sans examen les arguments en faveur d'une dévaluation majeure (par exemple 15 %). Dans son histoire, notamment après les événements de 1968, la France a utilisé la dévaluation comme un moyen de contourner le dilemme entre l'objectif d'expansion et la contrainte extérieure. La dévaluation est-elle une stratégie plausible aujourd'hui ? Si elle ne l'est pas, y a-t-il un grand mérite à conserver l'option du taux de change au prix d'une prime de taux d'intérêt et d'une intégration financière moins achevée ?

Une objection immédiate à la dévaluation, déjà notée plus haut, tient au fait que la France ne serait pas seule à dévaluer : pourquoi l'Italie, la Grande-Bretagne, l'Espagne, le Portugal n'en feraient-ils pas autant ? Dans ce cas, une bonne partie du gain de compétitivité disparaîtrait simplement. Une dévaluation nominale de 15 % pour le groupe ne conduirait qu'à une amélioration de la compétitivité de chacun de l'ordre peut-être de 5 %. La dévaluation se ferait vis-à-vis de l'Allemagne, non de l'Europe dans son ensemble. Une dévaluation importante ne se traduirait donc que par un gain de compétitivité modeste.

Bien entendu, une dévaluation importante affecte les marchés des capitaux, où la confiance croissante dans un franc fort serait sérieusement entamée. L'annonce que ce serait la « dernière » dévaluation ne tromperait personne : la précédente l'était aussi !

Sur les marchés des biens et services, une forte dévaluation soulève le problème de l'inflation. Si la plupart des partenaires commerciaux au sein du SME dévaluent aussi, alors l'impact inflationniste est moindre, tout comme le gain de compétitivité. Mais l'inflation augmenterait certainement.

Une politique des revenus serait nécessaire pour limiter l'impact de l'inflation sur le marché du travail. La politique des revenus a certes été couronnée de succès dans les années quatre-vingt. Mais n'est-elle pas à bout de souffle ? Sur la période 1979-1989, les salaires réels ont progressé, mais à un rythme inférieur à 1 % par an. Ce rythme s'est amélioré sur les cinq dernières années, passant à 1,6 % par an. Limiter la hausse des salaires réels reste une stratégie possible, mais le gain en matière de compétitivité et d'emploi n'est pas clair. En soi, une moindre hausse des salaires réels affecte les revenus et donc la dépense agrégée et la demande. Dans le court terme, elle entraîne un certain sacrifice en matière de demande et de croissance. Mais, au delà de cet effet, l'impact sur la compétitivité n'est pas évident ; les entreprises peuvent être prudentes et augmenter leurs profits plutôt que compter sur une amélioration durable de leur compétitivité. En outre, la poursuite sur longue période d'une telle politique peut donner lieu à une situation de conflits sur les salaires et de grèves, avec toutes les conséquences néfastes sur la productivité. Un tel développement irait à l'encontre du souci qui, en fin de compte, caractérise les relations industrielles en Europe — et encore davantage au Japon —, de construire des relations sociales plus étroites et coopératives dans l'entreprise.

Bien plus, toute hausse de l'inflation remettrait en question la possibilité de faire baisser les taux d'intérêt. Même si, du fait de la dévaluation, le relâchement de la contrainte extérieure donnait davantage de marge de manœuvre (ce qui n'est pas évident), les craintes inflationnistes limiteraient la baisse possible des taux d'intérêt. Il ne faut pas oublier que seules des anticipations d'*appréciation* du franc permettraient que les taux d'intérêt en France soient inférieurs aux taux allemands.

Au total, l'option de dévaluation a fonctionné dans le passé et il serait possible d'y recourir à nouveau. Mais il y aurait aujourd'hui un

prix très élevé à payer en termes de perte de crédibilité sur les marchés des capitaux. Une dévaluation importante causerait des pertes en capital importantes aux détenteurs de titres de dette française. Il serait difficile de les persuader, à défaut de la mise en place d'un régime de change nouveau et durable, que la même chose ne peut pas se reproduire à la première occasion. Sur les marchés des biens et du travail, il vaut mieux rechercher la compétitivité par le biais d'une politique industrielle et d'incitations fiscales à la modération salariales, plutôt qu'au moyen d'une stratégie de croissance fondée sur une main-d'œuvre bon marché.

Expansion budgétaire

Au début des années quatre-vingt, la France a cherché à sortir de la spirale de la récession mondiale par une expansion budgétaire décisive et unilatérale. Les résultats en matière de croissance furent satisfaisants. Mais ils furent très défavorables dans le domaine financier : le franc fut assiégé et il fallut mettre en place un contrôle des changes agressif pour poursuivre la politique. Même dans ces conditions, elle dut être abandonnée en 1983. Quelle assurance a-t-on aujourd'hui que les détenteurs de titres considéreraient une expansion budgétaire comme l'expression d'une stratégie de croissance financièrement saine et prudente ?

Une première remarque est que l'inflation française aujourd'hui est faible et a été faible depuis cinq ans. En outre, ce résultat n'est pas dû à des contrôles temporaires, mais s'interprète comme l'expression de la confiance dans la stabilité, renforcée par l'indexation *ex ante*. Bien sûr, le chômage élevé joue un rôle qu'il ne faut pas négliger. L'ampleur possible d'une expansion budgétaire est fortement limitée tant par la contrainte de prudence financière que par le fonctionnement du marché du travail et le niveau élevé du taux de chômage dit « naturel ».

A première vue, la situation des finances publiques ne présente pas en elle-même de différence marquée avec 1981-1982. Elle n'était pas alors très déséquilibrée, elle ne l'est pas non plus aujourd'hui. Le ratio de la dette publique au PIB était modéré relativement à d'autres pays. Le déficit budgétaire restait acceptable, comme il l'est aujourd'hui. La seule différence est qu'aujourd'hui, la déréglementation financière facilite le financement des déficits. Mais, au vu de leur taille (relativement par exemple aux Etats-Unis ou à l'Allemagne), le financement de ces déficits n'est pas directement un problème.

La troisième observation, dans la comparaison entre 1981 et aujourd'hui, tient au lien entre l'inflation et la confiance dans la monnaie. En 1981, le taux d'inflation était de 13 %. Aujourd'hui, il est de 3 %. Entre 1978 et 1981, le Franc s'était déprécié de 7 % en termes effectifs nominaux et sa compétitivité vis-à-vis de ses partenaires européens s'était néanmoins détériorée. Au contraire, en 1991, il est stable par rapport au mark depuis plus de trois ans et la mesure des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre n'indique aucune perte de compétitivité. Le franc est donc devenu une monnaie vraiment « sérieuse ». Elle

ne bénéficie pas du passé de stabilité qui caractérise l'histoire du mark allemand ; mais la performance des dernières années est supérieure à celle du mark. En fait, la seule ombre encore présente dans ce portrait de stabilité financière a tenu au débat récurrent sur la dévaluation comme moyen de soutenir la croissance ⁽¹¹⁾.

En fait, les partisans d'une dévaluation pensent souvent qu'elle n'aurait que peu d'effet, si ce n'est l'élimination de la contrainte extérieure et le rétablissement d'une marge de manœuvre suffisante pour l'expansion budgétaire. Ils recommandent donc, en fait, une stratégie mixte d'affaiblissement de la monnaie et d'accroissement des dépenses. Nous rejetons de façon catégorique l'opinion qu'une stratégie d'expansion budgétaire puisse être facilitée par une dévaluation. Nous pensons au contraire qu'un renforcement du lien entre le franc et le mark serait l'élément le plus utile pour faire d'une expansion budgétaire une stratégie de croissance, de réduction du chômage, et de diminution de la pression inflationniste. Ce qui compte, c'est la confiance dans le franc. La meilleure façon d'y contribuer n'est pas de dévaluer et de promettre qu'on ne le fera plus ; c'est plutôt de renforcer la fixité du taux de change.

Il ne s'agit pas de recommander une expansion budgétaire de très forte ampleur : il faudrait la calibrer de façon à ce qu'elle ne conduise qu'à une détérioration du déficit budgétaire de l'ordre de 1 % du PIB. Bien plus, elle devrait mettre l'accent sur l'offre — même si ses effets portent principalement sur la demande : il s'agit de renforcer la compétitivité du secteur manufacturier. Comme nous l'avons suggéré ci-dessus, cette stratégie de croissance à court terme devrait s'appuyer sur une mesure complémentaire fondamentale.

En effet, pour renforcer l'option budgétaire, il est souhaitable et probablement essentiel de renforcer la confiance et d'écarter les craintes d'un recours à la dévaluation. La meilleure façon de parvenir à ce résultat est de faire progresser l'intégration monétaire avec l'Allemagne. Plus spécifiquement, la France devrait proposer un resserrement *immédiat* du lien entre le franc et le mark, avec une *élimination* des marges de fluctuation. La France inviterait donc l'Allemagne à former une union monétaire *de fait* ⁽¹²⁾. Les deux pays élaboreraient en commun dans le cadre de consultations bilatérales les modalités de leur coopération. Une fois que la France aurait doté sa banque centrale d'un statut d'indépendance et d'un mandat de défense de la stabilité des prix — la France est l'un des rares pays parmi les plus industrialisés à n'avoir pas encore franchi cette étape —, il n'y aurait aucun obstacle à

(11) En fait, ce débat s'inspire curieusement davantage de l'expérience malheureuse de l'expansion budgétaire de 1981-1982, qui ne s'est pas appuyée sur une dévaluation massive, et de la crainte d'une attaque sur le franc, que d'une confiance véritable dans la contribution qu'une dévaluation pourrait apporter à la croissance.

(12) Une telle démarche est parfaitement compatible avec le processus institutionnel de création d'une union monétaire en Europe, en cours d'élaboration dans le cadre de la conférence intergouvernementale réunie à cet effet. On peut au contraire penser qu'elle renforcerait un tel processus : d'une part en établissant l'amarce d'une telle union monétaire, sur laquelle pourrait progressivement se greffer les étapes institutionnelles ; d'autre part en jouant le rôle de pôle d'attraction d'autres pays de la Communauté. Il ne s'agirait pas, bien entendu, de donner à cette démarche un caractère exclusif.

une telle coopération. On peut d'ailleurs penser que l'annonce de l'indépendance de la Banque de France permettrait immédiatement une possibilité de baisse des taux d'intérêt de plusieurs dizaines de points de base.

Un climat de coopération existe bien sûr d'ores et déjà. Mais il repose sur un déséquilibre inopportun, à savoir la suprématie monétaire de l'Allemagne. En insistant pour maintenir l'option de dévaluation, la France choisit en fait une stratégie d'« auto-affaiblissement » du franc. Evacuant les arguments pour un relâchement de sa propre politique monétaire, l'Allemagne déclare naturellement que la France avait l'option de ne pas suivre et de dévaluer sa monnaie. Les deux pays savent bien que l'option n'est pas près d'être exercée, mais elle fait obstacle à une plus grande coopération. La France en est réduit au rôle de « suiveur » qui n'est désiré par les gouvernants et hommes politiques ni d'un côté ni de l'autre, et qui ne découle pas non plus de la performance réelle de l'économie française ou du consensus existant en France pour maintenir la stabilité macroéconomique et financière.

Résumé et conclusion

Le passage à l'Union économique et monétaire européenne (UEM) entraîne une perte institutionnelle de souveraineté dans le domaine des politiques monétaires et de change. Mais la marge de manœuvre dont dispose aujourd'hui la France en matière de politique monétaire est purement formelle. Avec le développement des technologies financières et de la mobilité des capitaux, les taux d'intérêt ne sont plus déterminés par la politique monétaire interne, mais par les taux étrangers, les anticipations de change et l'éventuelle prime de risque.

Cette contrainte permet de comprendre la direction suivie par la politique monétaire française : la déréglementation des marchés des capitaux et leur ouverture sur l'extérieur a permis d'éliminer la prime de risque qui pénalisait les marchés français des capitaux. L'ancrage au sein du SME a quant à lui permis de stabiliser les anticipations de taux de change : aujourd'hui, les taux d'intérêt français sont globalement revenus au niveau des taux allemands.

La France conserve cependant la marge de manœuvre formelle qui consisterait à effectuer des changements de parité du franc. L'intérêt de maintenir l'option de dévaluation peut paraître justifié au vu de certains épisodes de l'histoire monétaire passée. La dévaluation de 1969, conséquence des événements de mai 1968, a par exemple été un réel succès : relâchement de la contrainte extérieure, gain de compétitivité, faible coût en matière d'inflation, poursuite de la croissance. Elle a permis de gérer en douceur les implications des hausses de salaire consenties auparavant. Mais les raisons du succès de cette dévaluation tiennent largement aux politiques d'accompagnement : politique des revenus, contrôle des prix, des capitaux et des changes. Ces politiques

permettent d'une part de modérer les risques inflationnistes de la dévaluation, d'autre part d'en limiter à court terme les coûts financiers, notamment en matière de perte de confiance des investisseurs. Par ailleurs, le succès d'une dévaluation repose en partie sur un phénomène d'illusion monétaire : la baisse de la valeur du taux de change permet d'obtenir une baisse du salaire réel qu'il est plus difficile d'atteindre directement par les négociations salariales.

Or l'environnement économique, tant sur les marchés des biens que ceux du travail et des capitaux, a profondément changé. Les instruments d'accompagnement visant à restaurer un contrôle réglementaire, en matière tant de prix que de mouvements de capitaux, sont aujourd'hui largement dépassés. La politique des revenus a été utilisée avec succès, mais elle s'use. Son emploi à répétition peut focaliser le mécontentement social. Enfin, tant l'intégration économique européenne que la perception de l'interdépendance économique se sont fortement développées, ce qui permet de douter que l'on puisse encore s'appuyer sur un phénomène d'illusion monétaire.

La souveraineté monétaire n'existe que dans la capacité à surprendre ; pour que cela marche, il faut en outre que cela ne se reproduise pas souvent, sinon on ne surprend plus, et que l'on ait auparavant établi une forte réputation, sinon on ne surprend pas non plus... La surprise ne peut donc guère fournir aux gouvernements un mode de gestion satisfaisant de l'économie. En outre, le maniement des taux de change dans l'Europe communautaire se prête assez mal à la surprise : les ajustements de parité doivent être négociés. Il est particulièrement difficile de garder les discussions correspondantes secrètes. L'alternative est de décider unilatéralement de sortir du SME et de revenir à la flexibilité des changes. Mais il s'agit alors d'une véritable crise politique. Peut-être le comportement des autres pays européens peut-il justifier un jour une telle décision. Mais cette simple évocation contredit les prémisses de la construction de l'Europe. En cas de grave crise politique, on peut aussi toujours sortir d'une union monétaire.

C'est sur les marchés financiers que le coût tant de la dévaluation que de l'option de dévaluer paraît le plus élevé. La dévaluation lèse les investisseurs et détériore la confiance dans la monnaie. Le risque doit donc être compensé par un différentiel de taux d'intérêt. L'histoire monétaire de la France dans les années quatre-vingt montre bien ce phénomène. L'option de dévaluer, même si elle n'est pas utilisée, représente aussi un risque de change qui se traduit par une prime de taux d'intérêt. Pour diminuer cette prime, on n'a d'autre solution que de chercher à convaincre les marchés financiers que l'option ne sera jamais utilisée. Mais, alors, pourquoi la maintenir ?

En fait, maintenir l'option de dévaluer ne permet pas de tirer correctement parti du gain de crédibilité considérable accumulé par la politique économique de la France depuis 1983-1984. En effet, le maintien de l'option bloque de fait la marge de manœuvre de notre politique économique aussi bien en matière monétaire que budgétaire. Alors même que la rigueur de la politique économique pourrait, voire devrait, être assouplie, le gouvernement ne peut se le permettre, de crainte de

générer sur les marchés financiers la perception d'un risque accru en matière de change et d'instabilité financière.

La situation économique en France aujourd'hui, caractérisée par la persistance d'un chômage important, des taux d'intérêt réels très élevés dictés par l'extérieur et des perspectives de croissance médiocres mérite pourtant que l'on se préoccupe de la réponse de politique économique appropriée. L'expérience des années quatre-vingt montre que la réduction de l'inflation et la stabilisation du taux de change sont des conditions nécessaires à une prospérité économique durable. Mais elles ne sont pas suffisantes. Après avoir restauré la confiance dans le domaine financier, il faut la consolider dans celui de l'économie réelle.

Deux stratégies sont théoriquement possibles : dévaluation ou relance budgétaire. Nous croyons que dévaluer serait une erreur : tout d'abord, cela ne donnerait une marge de baisse des taux d'intérêt que si l'ampleur de la dévaluation était telle qu'elle génère des anticipations de hausse du franc sur les marchés des changes ; ensuite, cela pénaliserait les investisseurs qui ont fait confiance au franc et à la politique économique, et qui auraient du mal à croire que cette dévaluation serait, encore une fois, la dernière ; enfin, cette stratégie ne resterait probablement pas unilatérale. D'autres partenaires de la France en Europe seraient tentés de nous suivre dans la même voie, ce qui diminuerait les avantages que l'on peut en attendre sur le plan de la compétitivité externe.

Reste la stratégie de relance budgétaire. Aussi bien la situation des finances publiques que celle du budget et de la dette publique permettent d'envisager une expansion modérée (conduisant à un déficit supplémentaire de l'ordre de 1 % du PIB). Cette expansion devrait mettre l'accent sur l'offre et viser à renforcer la compétitivité du secteur manufacturier. Elle pourrait notamment comprendre des incitations fiscales pour promouvoir les accords de partage des profits. Les déséquilibres sectoriels ou régionaux doivent faire l'objet d'une recherche d'instruments originaux destinés à les corriger. La question fondamentale a trait à la stabilité financière : comment faire en sorte que l'expansion budgétaire puisse être interprétée comme l'expression d'une stratégie de croissance financièrement saine et prudente ? Nous pensons justement que l'option budgétaire serait considérablement renforcée si elle était accompagnée d'un engagement ferme dans l'union monétaire européenne. La France devrait inviter l'Allemagne et les autres pays à monnaie forte de la Communauté européenne à former une union monétaire de fait. Elle devrait proposer un resserrement immédiat du lien entre le franc et le mark, avec une élimination des marges de fluctuation. Cette démarche aurait l'avantage économique d'ancrer davantage la stabilité financière et donc en quelque sorte de restaurer la marge de manœuvre de la politique budgétaire, dans la mesure où celle-ci trouverait ses moyens de financement sur les marchés des capitaux européens et au taux d'intérêt en vigueur sur ces marchés. Elle aurait aussi l'avantage politique de renforcer la coopération monétaire avec l'Allemagne, alors qu'il y a aujourd'hui davantage convergence vers la politique monétaire de la Bundesbank que véritable coopération. Pour qu'une telle proposition paraisse réaliste, il faudrait que la France se dote

d'une banque centrale indépendante chargée de veiller à la stabilité des prix. Une telle décision permettrait d'ailleurs immédiatement une substantielle baisse des taux d'intérêt.

Loin d'être en contradiction avec le traité sur l'UEM négocié à Maastricht en décembre 1991, cette démarche le renforcerait et lui donnerait tout son sens. Les accords de Maastricht mettent en place un cadre institutionnel, un calendrier, des procédures. Mais seule la volonté politique des pays-membres, y compris ceux qui seront jugés prêts à entrer dans l'Union, pourra vraiment rendre le processus « irréversible ». Tous les efforts doivent dorénavant porter sur la transition. Cette dernière ne saurait se réduire à un simple calendrier : il faut remplir les étapes. Cette transition doit démarrer d'autant plus tôt que le système actuel place l'économie française d'une certaine façon dans la pire des situations. Nous insistons donc sur l'urgence de mettre en œuvre une stratégie d'accélération du processus entamé.

La transition devra aussi permettre de faire l'apprentissage des nouveaux instruments de politique économique qui seront nécessaires à l'ajustement au sein de la future union monétaire. Il est frappant de constater combien peu d'attention a été consacrée à la recherche d'instruments appropriés pour favoriser l'emploi et lutter contre les inégalités régionales. Nous pensons que ces instruments devront avoir davantage de caractéristiques régionales que nationales. Deux éléments nous paraissent essentiels pour un bon fonctionnement d'une union monétaire : une politique budgétaire décentralisée et un système des paiements efficace, destiné à maintenir un régime de taux fixes et à parfaire l'intégration des marchés financiers.

Un système des paiements adéquat repose sur trois éléments : premièrement, les agents du groupe de pays ayant décidé de fixer leurs taux de change sans marge de fluctuation devraient être autorisés à tirer des chèques dans quelque monnaie du groupe que ce soit ; deuxièmement, les banques du groupe seraient tenues d'honorer tous les chèques à leur valeur nominale (*au par* et sans frais), indépendamment de leur origine ou de la monnaie de dénomination ; enfin, les banques centrales devraient organiser une compensation centralisée pour les paiements à l'intérieur du groupe.

En Europe, aujourd'hui, le mécanisme des paiements transfrontières est extrêmement sous-développé. Le progrès vers la monnaie unique n'a pas du tout été accompagné par une réflexion sérieuse sur le mécanisme des paiements susceptible de garantir la fixité des changes. Dès lors, l'introduction du paiement *au par* pour les transactions transfrontières apparaît comme un élément important, tant pour compléter l'intégration monétaire que pour renforcer les objectifs du marché unique. Ce n'est que lorsque l'on aura la possibilité d'envoyer un chèque payable à sa valeur nominale et sans frais ni délai que l'on pourra véritablement parler d'intégration des marchés financiers au niveau intermédiaire. La situation actuelle en est loin : les taxes perçues sur des transactions de ce type atteignent 6 % et le délai pour le paiement des chèques est long et imprévisible. En raison de ces frais et complications, les marges effectives sur les taux de change pour les opéra-

tions de détail sont bien sûr bien plus importantes que les limites officielles.

La solution que nous préconisons aurait l'avantage de faciliter le passage à l'institutionnalisation d'une union monétaire, en la faisant précéder d'une véritable transition pendant laquelle fonctionnerait de façon pragmatique un système de taux de change fixe digne de ce nom. La meilleure transition ne consiste-t-elle pas à montrer le mouvement en marchant ?

Références bibliographiques

- BARRO, R. J. et SALA-I-MARTIN X., 1991 : « Convergence Across States and Regions », *Brookings Papers on Economic Activity*, à paraître.
- BLANCHARD O.J., 1991 : « Wage Bargaining and Unemployment Persistence », *Journal of Money, Credit and Banking*, à paraître.
- Commission des Communautés européennes, 1990 : « Marché unique, monnaie unique. Une évaluation des avantages et des coûts potentiels de la création d'une Union économique et monétaire », *Economie européenne*, n° 44, octobre.
- DE BOISSIEU C., et DUPRAT M-H., 1989 : « French Monetary Policy in the Light of European Monetary and Financial Integration », *Tokyo Club Papers*, n° 3.
- DORNBUSCH R., 1991 : *Ireland and Europe's New Money*, Manuscrit non publié, août.
- FELLNER W., 1973 : « Controlled Floating and the Confused Issue of Money Illusion », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n° 26, pp. 206-233, septembre.
- FLOOD R.P. et MARION N.P., 1982 : « The Transmission of Disturbances Under Alternative Exchange Rate Regimes With Optimal Indexing », *The Quarterly Journal of Economics*, février.
- FLOOD R.P. et MARION N.P., 1991 : « Exchange Rate Regime Choice », *IMF Working Paper*, WP/91/90, Fonds monétaire international, septembre.
- GOLDSTEIN M. et WOGLOM G., 1991 : « Market-Based Fiscal Discipline in Monetary Unions : Evidence From the U.S. Municipal Bond Market », *IMF Working Paper*, WP/91/89, Fonds monétaire international, septembre.
- Groupe International de Politique Economique de l'OFCE 1992 : *La désinflation compétitive le mark et les politiques budgétaires en Europe*, Chapitre 2 : Une évaluation de la politique macroéconomique française depuis 1987, à paraître aux Editions du Seuil, Paris.
- INGRAM J.C., 1973 : *The Case for European Monetary Integration*, Essays in International Finance, n° 98, Princeton University, International Finance Section.
- ISCHIYAMA Y., 1975 : « The Theory of Optimum Currency Areas : A Survey », *IMF Staff Papers*, vol. 22, juillet.
- JOHNSON H.G., 1971 : « Problems of European Monetary Union », *Journal of World Trade Law*, pp. 377-387, juillet/août.

- KRUGMAN P., 1990. : « Policy Problems of a Monetary Union », dans Paul De Grauwe et Lucas Papademos eds, *The European Monetary System in the 1990's*, Longman Group UK Ltd. pour le Centre for European Policy Studies et la banque de Grèce, chapitre 3, pp. 48-64.
- PATAT J-P. et LUTFALLA M., 1986 : *Histoire monétaire de la France au XX^e siècle*, Economica, Paris.
- SNIDER D.A., 1967 : *Optimum Adjustment Processes and Currency Areas*, Essays in International Finance, n° 62, Princeton University, International Finance Section, octobre.
- TOWER E. et WILLETT T.D., 1976 : *The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange-Rate Flexibility*, Special Papers in International Economics, n° 11, Princeton University, International Finance Section, mai.