

## Les dangers d'une monnaie unique

Jean-Luc Gaffard, *Le Monde diplomatique*, Septembre 1992

Telle qu'elle est définie et programmée dans le traité de Maastricht, l'Union économique et monétaire (UEM) est avant tout l'expression d'un choix politique en faveur d'une complète intégration européenne. Ce choix intervient à un moment où les contraintes économiques au sein des Douze semblent rendre illusoire le maintien du *statu quo* institutionnel, à savoir le polycentrisme monétaire et un régime de changes fixes. L'UEM constitue cependant un curieux compromis entre les tenants de l'ultralibéralisme, dont les principes de politique économique sont reconnus, et les tenants de l'interventionnisme qui voient dans l'établissement de la monnaie unique un acte volontariste, le symbole d'un choix discrétionnaire des Etats, garant d'un retour à la croissance et au plein emploi. Or un tel compromis sera une source de difficultés importantes, voire de rupture du consensus monétaire dans la période de transition. En raison, principalement, de l'ignorance (délibérée ou non) du poids des ajustements structurels que doivent supporter les économies de marché. La prise en considération de tels ajustements devrait conduire logiquement à reconsidérer l'objectif d'une monnaie unique, et requiert, en tout cas, de porter une attention extrême aux événements qui rythment l'évolution vers un tel but.

Le système économique et monétaire européen est caractérisé par la liberté des échanges de marchandises, la liberté des mouvements de capitaux et la fixité des taux de change entre monnaies. A ces trois caractéristiques devait s'ajouter l'autonomie monétaire, c'est-à-dire la possibilité pour chaque pays (et, donc, pour chaque banque centrale) de conduire une politique visant à la stabilité des prix. Or ce « quartet » est, de fait, incohérent. En particulier, il est vain de prétendre conserver l'autonomie de la politique économique tout en acceptant la fixité des changes.

### Croissance et taux d'intérêt

L'aspect le plus visible, et le plus préoccupant, de cette incohérence est l'augmentation continue - comme la pratique l'Allemagne - des taux d'intérêt, qui contribue à affaiblir la croissance économique. Cette incohérence vient de ce que, lorsqu'un pays, pour réduire les tensions inflationnistes, augmente ses taux d'intérêt, il attire des capitaux et tend à forcer les autres pays à le suivre, du moins si le choix est fait de ne pas changer les parités monétaires. Cela se produit effectivement quand le pays considéré est aussi celui qui détient dans les échanges internationaux, comme c'est le cas de l'Allemagne, un avantage compétitif. Lequel tient moins aux prix pratiqués qu'aux données structurelles de l'activité industrielle (qualité des produits, organisation commerciale, etc.).

Un tel phénomène de propagation et, son effet déflationniste ne peuvent, à la longue, être tolérés. Ils conduisent à remettre en cause le polycentrisme monétaire avec parités fixes. Deux solutions sont alors envisageables d'un point de vue logique: l'une consiste à établir un régime de changes totalement flexibles: l'autre, à rendre les changes irrévocablement fixes en introduisant une monnaie unique placée sous le contrôle d'une autorité indépendante : la (future) Banque centrale européenne.

Abstraction faite de ce que les expériences de flexibilité des changes n'ont guère été concluantes dans le passé, le choix, par les Douze, de la seconde solution est surtout politique. Il s'inscrit dans la quête d'une intégration politique de l'Europe et n'a pas de justification fondamentale en dehors d'elle. L'incohérence dénoncée et les contraintes qui en découlent viennent entièrement de cette croyance que tout doit être subordonné à la stabilité des prix, garantie par la seule Banque centrale. A l'arrière-plan du remède proposé, il y a l'idée qu'un changement institutionnel est nécessaire pour retrouver une cohérence perdue. Deux convictions structurent le raisonnement. En premier lieu, l'idée que l'économie est, normalement, dans une situation de croissance régulière, et qu'elle ne peut connaître que des perturbations aléatoires, essentiellement liées à des défauts dans l'information dont disposent les agents et aux comportements stratégiques qui en découlent. En second lieu, la croyance complémentaire que ces perturbations peuvent être atténuées par la mise en place de règles institutionnelles et de

politiques publiques appropriées. Si l'on accepte ces hypothèses, il est bien clair qu'il faut à l'Europe une monnaie unique et une banque centrale indépendante. Mais tout cela n'est que description d'un état idéal dont la réalisation est plus que problématique. Elle fait bon marché des difficultés de la transition qu'impliquent le changement institutionnel, et de l'existence de perturbations liées aux écarts structurels qui affectent normalement les économies européennes.

Envisagées sous le seul angle des stratégies d'agents, la transition vers la monnaie unique est déjà difficilement réalisable. Elle exige à la fois une réelle crédibilité de l'engagement pris de créer les nouvelles institutions et les nouvelles règles, et une non moins réelle flexibilité qui permette de réaliser les ajustements nécessaires. Or ces conditions sont peu compatibles entre elles. La mise en œuvre de la première semble finalement privilégiée, au risque de favoriser les tendances récessionnistes (1). Faute de pouvoir être obtenue par un changement institutionnel immédiat et irréversible, la crédibilité de l'engagement de faire de la stabilité des prix l'objectif central repose sur le refus systématique de toute dévaluation ou réévaluation, c'est-à-dire sur l'acceptation de principe de changes effectivement fixes. Mais ce choix délibéré de ne plus manipuler les changes aura inévitablement pour conséquence la poursuite de la hausse des taux d'intérêt et, circonstance aggravante, tant que les taux d'inflation nationaux n'auront pas convergé, cela entraînera une variation des changes réels, donc une accentuation des désavantages compétitifs des pays dont les taux d'inflation sont parmi les plus élevés. Cela ne peut qu'engendrer la récession et un creusement des écarts de performances au sein de l'ensemble européen (2).

### **Récession puis dépression**

Un tel scénario est d'autant plus probable qu'il ne faut pas compter sur les politiques structurelles communautaires pour en contrecarrer le déroulement. Celles-ci sont appelées à se développer, mais les sommes en jeu restent limitées. D'autant que le pouvoir de négociation des pays bénéficiaires se trouve amoindri du fait que l'UEM ne concernera, au début, qu'un nombre limité de pays.

La tendance récessionniste sera la plus forte. Elle est la contrepartie de cette volonté de casser toute dérive inflationniste. Si, de plus, on tient compte des dispositions budgétaires d'accompagnement, qui consistent à fixer des normes drastiques en matière de déficit et de dette publics, l'éventualité d'une spirale dangereuse (baisse des dépenses publiques, ralentissement de la croissance, baisse des recettes fiscales entraînant un creusement des déficits et un alourdissement du poids des dettes) n'est pas à écarter (3). Le ralentissement de la croissance se transformera alors en une véritable dépression dont les conséquences politiques pourraient bien entraîner une rupture des engagements pris. La monnaie unique ne verrait pas le jour...

Enfin, l'interdépendance entre les économies fait qu'il est illusoire de tabler sur la séparation entre pays « vertueux » et pays « en voie d'ajustement », en faisant croire que seuls ces derniers en paieraient le coût en termes de récession (4).

De toutes ces observations, il ressort que le refus obstiné de considérer les risques de récession (voire de dépression) que fait courir la transition vers la monnaie unique peut devenir un aveuglement semblable à celui qui a caractérisé les premières réactions des pouvoirs publics lors de la crise de 1929. La même insistance sur la stabilité des prix, la même référence exclusive à la politique de la banque centrale avaient eu des effets catastrophiques. Pour autant, jouer les Cassandre ne suffit pas. Parier sur le fait que, forts de l'expérience de 1929, les responsables de la politique économique sauront réagir à temps, non plus. Aussi, ne faudrait-il pas proposer des éléments pour une solution de rechange sur laquelle fonder de premières recommandations ?

Une monnaie unique, c'est, certes, un choix politique: c'est aussi une manière d'afficher un objectif : le rapprochement des niveaux de performance et, en particulier, de productivité. Pour y parvenir, on peut imaginer un scénario plus convaincant: des investissements devraient être réalisés préalablement, avant toute évolution de caractère institutionnel, pour assurer les gains

de productivité nécessaires à la convergence des taux d'inflation. Or, dans un tel scénario, la difficulté vient de ce que ces investissements, qui concourent à la construction d'une nouvelle capacité productive et qui, pour partie (infrastructures, recherche et développement), doivent être le fait d'opérateurs publics et être supportés par les budgets publics, sont soumis au paradoxe de la productivité. On le sait: l'innovation, avant de produire ses fruits, entraîne un ralentissement des gains de productivité, ce qui témoigne simplement du fait que les ajustements structurels prennent du temps et sont coûteux. Ainsi, de tels investissements ne pourront pas être réalisés sans un certain taux d'inflation et un certain déficit budgétaire, modulés, naturellement, suivant les situations et les pays concernés.

Ni la stabilité des prix ni la réduction systématique des déficits publics ne sont alors des objectifs prioritaires. Du point de vue de la politique économique, la différence avec les présupposés actuels de l'UEM est considérable.

S'agissant de l'inflation, la question n'est pas de l'éliminer alors qu'elle semble nécessaire, elle est de la contrôler. Le modèle allemand est significatif de ce point de vue. Pour faire face aux coûts de l'unification et des ajustements structurels qu'elle implique, Bonn accepte un taux d'inflation accru, quitte à ce que la Bundesbank intervienne pour éviter tout dérapage. En fait, la seule inflation coûteuse et dangereuse est l'inflation non anticipée. Il n'est pas vrai que cela implique de rechercher une inflation nulle comme semble le postuler le schéma actuel de mise en œuvre de l'UEM (5).

Cependant, choisir son taux d'inflation n'est pas chose aisée et cela met en jeu l'ensemble des mécanismes financiers. Aussi, les autorités européennes seraient-elles bien avisées, plutôt que de mettre l'accent presque exclusivement sur la question du statut de la banque centrale, de considérer le problème de l'intermédiation financière dans son ensemble.

En l'occurrence, il s'agirait de mettre en place une organisation et une réglementation favorisant un engagement à long terme des banques auprès des entreprises par l'intermédiaire, notamment, de financements mixtes (prêts et participation au capital) comme on le fait en Allemagne précisément.

S'agissant des budgets nationaux, avant d'obtenir la convergence de leurs soldes rapportés au produit intérieur brut, il faut accepter qu'ils puissent diverger à hauteur des écarts structurels existants, pour favoriser les ajustements nécessaires.

En bref, faire de l'investissement la priorité pour combattre le chômage et les disparités structurelles conduit à accepter de l'inflation et des déficits publics (et à les maîtriser). Dans un environnement où les mouvements de capitaux sont libres, la cohérence du dispositif implique, tout en restant dans un régime des changes fixes, de garder la possibilité de réajustements périodiques des parités et, vraisemblablement, d'élargir les marges de fluctuation pour permettre une intervention discrétionnaire des banques centrales. L'objectif est d'obtenir la flexibilité que requièrent les ajustements structurels, sans pour autant s'exposer à des enchaînements cumulatifs qui peuvent se produire en régime de changes totalement flexibles. Un tel dispositif n'est nullement contradictoire avec l'accession des banques centrales à un statut d'indépendance pour aider à la crédibilité des prix, ni avec la mise en place de réglementations bancaires et financières appropriées. Tous ces éléments doivent contribuer à la constitution d'une zone monétaire et financière efficace, et pas uniquement à la création d'un espace de mobilité des capitaux et des hommes. La monnaie unique pourrait apparaître, dans un second temps, comme un aboutissement de ce processus. En aucun cas elle ne peut en être le préalable.

D'ailleurs, en regard de cette quête d'intégration dont la monnaie unique est l'expression majeure, la question mérite d'être posée de l'opportunité de la convergence des institutions et des comportements, et de l'uniformisation des structures.

### **Aucun choix n'est irrévocable**

Comment ne pas s'interroger sur une expérience de quarante années au cours desquelles la force et la richesse de l'Europe sont allées de pair avec les différences économiques, institutionnelles et culturelles ? De fait « *penser que ces différences seraient un obstacle au processus*

*d'intégration politique et économique est probablement fallacieux quand, au contraire, ce processus serait entravé par des tentatives excessivement rigides d'assurer la convergence (6) ».* Cela ne veut pas dire qu'il ne doit pas y avoir de règles et d'institutions communes au nombre desquelles pourrait se trouver la monnaie. Cela veut dire qu'un équilibre doit être trouvé en chemin entre ce qui devient commun et ce qui reste différent.

Le chemin importe plus que la destination. Et ce chemin doit être viable. Il ne faudrait donc pas que, sous couvert d'un objectif politiquement mobilisateur mais économiquement contestable, l'économie européenne poursuive dans sa dangereuse voie, caractérisée par un faible taux de croissance et un fort taux de chômage. Il a pu être avancé que la monnaie unique était préférable à des parités fixes parce qu'elle traduisait un choix irrévocable. L'histoire, y compris la plus récente, démontre qu'aucun choix politique ne l'est. Elle démontre aussi que plus le choix a été contraignant et plus sa révocation entraîne des effets catastrophiques.

(1) Voir, sur ce point, Michèle Fratianni, Jürgen Von Hagen, Christopher Waller, « The Maastricht Way to EMU », *Essays in International Finance*, n° 187, juin 1992, Department of Economics, Princeton University, Etats-Unis.

(2) Un rapport du Fonds monétaire international (FMI) conclut de même à une croissance ralentie. Voir des extraits dans *Libération* du 28 juillet 1992.

(3) Voir, sur ce point, Jacques Le Cacheux, Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak, « Maastricht: les enjeux de la monnaie unique », *Lettre mensuelle de l'OFCE*, 24 janvier 1992.

(4) C'est pourtant ce que tente d'accréditer une déclaration émanant d'un collaborateur du ministre français de l'économie ( *le Monde* du 5 août 1992).

(5) Ce point très important est utilement rappelé par le grand économiste britannique Franck Hahn dans une interview à *la Repubblica* du 3 juin 1992.

(6) Sergio Bruno. « The Dangers of EMU: an Industrial Policy Viewpoint », *Revue d'économie industrielle*, n° 59, 1990 .