

L'ÉQUILIBRE DU *POLICY-MIX* DE L'UEM :
UNE CONDITION ESSENTIELLE DE
RÉUSSITE POUR LA
POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE

JEAN-CLAUDE TRICHET*

*QUELQUES REMARQUES INTRODUCTIVES
SUR L'ENVIRONNEMENT ET LES AJUSTEMENTS
MACRO-ÉCONOMIQUES DANS L'UNION MONÉTAIRE*

La préparation active de l'ensemble des agents économiques à l'euro témoigne de ce que tous sont désormais convaincus de ce que l'UEM verra le jour le 1^{er} janvier 1999. Cette conviction semble d'ailleurs désormais très largement partagée par l'opinion internationale, si du moins l'on se fonde sur ce qu'en rapportent les grands organes de presse. Ces derniers se sont pourtant fait récemment l'écho de doutes émanant de certains économistes sur la viabilité de cette Union. Les arguments avancés peuvent se résumer en à deux points. D'une part, la future zone euro ne présenterait pas les caractéristiques d'une zone monétaire optimale, au regard notamment de la faible mobilité des facteurs de production entre les pays supposés en faire partie, de fortes rigidités qui entravent le fonctionnement de marchés de travail eux-mêmes très cloisonnés, ou même de l'asynchronisme des cycles conjoncturels nationaux. D'autre part, et cela constituerait un facteur aggravant de ce qui précède, l'Union monétaire européenne ne disposerait pas des mécanismes d'ajustement et particulièrement des instruments de *policy-mix* qui sont la marque des économies de type fédéral, des budgets centraux importants, cumulant les rôles d'impulsion, de redistribution et de stabilisation macro-économique, eux-mêmes associés à des mécanismes d'assurance sociale encore fortement centralisés.

21

* Gouverneur de la Banque de France

Dans ces conditions, l'Union économique et monétaire ne serait pas viable; elle serait condamnée à végéter ou à se disloquer après quelques années d'existence en raison de conflits devenus insolubles, et cela du seul fait de la disparition de l'instrument du taux de change.

S'agissant de la question de la zone monétaire optimale, le défaut le plus clair de ce type d'analyse est de reposer sur un cadre théorique à mon avis en partie obsolète et surtout très réducteur. Je me bornerai ici à quelques remarques.

Il apparaît en premier lieu que les pays participants au mécanisme de change du SME, qui formeront probablement l'armature de la future zone euro, présentent d'ores et déjà une remarquable convergence de leurs évolutions macro-économiques. Il en va naturellement ainsi de grandeurs nominales telles que l'évolution des prix ou les déficits publics, qui font partie des critères définis par le traité pour l'entrée dans l'Union monétaire. Mais il en va de même des grandeurs économiques réelles et des cycles conjoncturels. Ainsi, les deux principaux pays de l'Union européenne en taille du produit intérieur brut, l'Allemagne et la France, ont des rythmes de croissance moyenne annuelle de leur PIB pratiquement identiques à long terme (respectivement + 2,21 % et + 2,14 %, par exemple entre 1975 et 1997) et un simple examen de leurs comptes nationaux trimestriels suffit à montrer que les fluctuations conjoncturelles de leur activité sont presque totalement en phase depuis 1993.

Le contraire serait d'ailleurs surprenant; ces deux pays ne sont-ils pas à la fois leur premier client et leur premier fournisseur? leur taux de change bilatéral n'est-il pas quasi-fixe depuis 1987? n'ont-ils pas désormais les mêmes taux d'intérêt ou presque? ne sont-ils pas membres d'un marché unique européen, dont les caractéristiques principales sont la disparition des entraves à la concurrence et l'intégration parfaite des marchés de capitaux, (ce qui, notons-le au passage, incite à relativiser l'argument sur l'immobilité supposée des facteurs de production en Europe), etc.? On pourrait naturellement étendre le raisonnement à la zone du SME. Ainsi l'écart type pondéré du taux de croissance du PIB y est depuis le début des années quatre-vingt-dix inférieur à 1 % et un peu moins des deux-tiers environ des échanges de biens et marchandises y résulte d'échanges intra-zone. Soulignons en outre que les pays de l'Union européenne ont des activités beaucoup moins spécialisées qu'aux États-Unis ou au Canada, par exemple; les risques de chocs asymétriques sont donc, de ce point de vue, moindres de ce côté-ci de l'Atlantique, ce qui suggère aussi que les mécanismes d'ajustement n'y représentent pas le même enjeu.

En second lieu, quelques lieux communs appliqués à la future zone euro apparaissent contestables : par exemple, si la mobilité des travailleurs entre pays est relativement faible dans l'Union européenne, elle l'est déjà, traditionnellement, au sein de chaque pays (sans que cela conduise pour autant à contester la validité de leur union monétaire); la rigidité des marchés du travail est certes plus grande en Europe continentale qu'aux États-Unis (encore qu'il faille sans doute tempérer ce diagnostic en tenant compte de facteurs peu visibles, tels que le nombre croissant des contrats à durée déterminée ou l'essor du travail à temps partiel). En outre, même une forte souplesse du marché du travail, comme aux États-Unis, ne permet pas à elle-seule d'absorber les chocs macro-économiques de grande ampleur.

Quoiqu'il en soit, si l'on se place du point de vue du raisonnement économique, l'existence de telles rigidités ne plaide certainement pas en faveur de l'utilisation active de l'instrument du taux de change. Si le marché du travail se caractérise par une forte rigidité des salaires réels, les variations de la valeur externe de la monnaie seront rapidement absorbées dans les prix. Cela signifie que l'instrument du taux de change n'est pas efficace pour assurer les ajustements. Retournons l'argument : c'est la stabilité des changes qui, en offrant aux agents économiques un point d'ancrage anti-inflationniste et en influençant progressivement leurs anticipations nominales, explique le succès de la désinflation française à partir de 1983-1984. Ce constat conduit à une observation plus générale : dans le cadre d'un marché unique, les réformes de structures dans les domaines du marché du travail, de la formation etc, sont la condition essentielle d'une croissance riche en emploi (mais aussi de l'efficacité des instruments de politique macro-économique et particulièrement des canaux de transmission de la politique monétaire); mais ces réformes s'opèrent beaucoup plus facilement dans le contexte d'une bonne discipline de change, *a fortiori* dans une union monétaire. Le passage à l'euro constituera donc un « levier » potentiellement puissant de réforme structurelle.

De ce tour d'horizon rapide, ressort deux lignes de force. Il n'est d'abord pas douteux que l'Union économique et monétaire européenne soit viable au regard de l'intégration déjà extrêmement forte au sein de l'Europe continentale (a contrario, l'expérience des crises de 1992 et 1993 démontre la relative vulnérabilité d'un marché unique sans monnaie unique). Ensuite, les besoins d'ajustement au sein de la future zone euro apparaissent plutôt moindres que dans les principaux pays fédéraux, ce qui est un facteur de nature à faciliter l'organisation du *policy-mix*. Sur ce sujet, je privilégierai les deux thèmes suivants :

- l'originalité du modèle de *policy-mix*, qui doit répondre à l'exigence de stabilité et de cohérence de l'UEM;
- le rôle des instruments en place et notamment celui du pacte de stabilité et de croissance, qui n'est pas de nature seulement « prudentiel »; en effet, il contribuera aussi à renforcer l'efficacité des politiques budgétaires nationales, à qui reviendra l'essentiel des tâches d'ajustement macro-économique au sein de la zone euro.

UN MODÈLE ORIGINAL DE POLICY-MIX, GARANTISSANT LA STABILITÉ ET LA COHÉRENCE DE L'UEM

Rappelons les deux caractéristiques qui feront de l'UEM un modèle original de *policy-mix* (et sans doute inédit au plan historique). D'une part, sa nature institutionnellement « asymétrique », la politique monétaire étant gérée sous le mode fédéral par le Système Européen de Banque Centrale (SEBC), centralisée dans sa définition, alors que les politiques budgétaires, au plan juridique, resteront du domaine de la souveraineté nationale. Il importe donc, pour ne pas se trouver avec autant de *policy-mix* qu'il y a d'États-membres dans l'Union, que soit préservée la compatibilité de ces politiques budgétaires inter-gouvernementales sous l'égide du Conseil Ecofin (ou le Conseil de l'euro, pour les sujets qui sont du strict ressort de l'Union monétaire). D'autre part, l'absence d'un véritable budget central ou fédéral censé assurer les fonctions d'amortisseur de choc asymétrique par le biais de transferts inter-régionaux ou même de pilotage macroéconomique, comme il est de règle, à des degrés divers, dans les unions monétaires existantes. Le budget de l'Union européenne représentera en effet 1,2 % du PIB communautaire lors du passage à l'euro. On sait qu'il représente environ 30 % du PIB dans les États fédéraux ou centralisés (il est vrai que la majeure partie des transferts recensés dans ces pays est dévolue à la fonction de redistribution – qui ressort de l'effort structurel de développement et non stricto sensu du *policy-mix* – plutôt qu'à la fonction de stabilisation).

Il est donc parfaitement clair qu'en l'absence de politique monétaire nationale, les fonctions d'ajustement et de « pilotage » macro-économique devront être assurées pour l'essentiel par le canal des politiques budgétaires nationales. Nous verrons que le Pacte de stabilité et de croissance trouve ici en grande partie sa raison d'être.

Le passage à l'Union économique et monétaire rend par ailleurs plus aiguë la préoccupation de stabilité des finances publiques et ce pour trois raisons : en premier lieu, le surendettement d'un État, au-delà de ses effets perturbateurs éventuels sur les grands équilibres macro-écono-

miques et la gestion des « biens communs » que seront la stabilité des prix, l'équilibre de la balance des paiements ou la crédibilité internationale de l'euro, peut entraîner d'autres types d'externalité; l'accroissement massif du déficit d'un ou de plusieurs États de l'Union susciterait par exemple un risque de dégradation de la confiance, à même de pénaliser l'ensemble de la zone, via l'émergence de primes de risque sur les taux d'intérêt. Le risque est alors de « surcharger » la politique monétaire et de réduire ses marges de manœuvre, et au-delà son efficacité et sa crédibilité; en second lieu, les États-membres troqueront en UEM une contrainte d'équilibre des marchés de change et de leurs balances de paiement, qui s'exerce à court terme, contre une contrainte intertemporelle de solvabilité, qui s'exerce à long terme. Le passage à l'euro comporte à cet égard une espèce « d'aléa moral », qui peut au demeurant justifier les craintes que se produise un relâchement des efforts d'ajustement consentis pendant la phase de transition; enfin, l'expérience suggère qu'en dépit d'un financement désormais parfaitement banalisé des dettes publiques dans le cadre du marché unique (et de l'interdiction de tout financement direct par les banques centrales, qu'impose l'article 104 A du traité), les marchés, en raison de leur myopie, discriminent de façon imparfaite les qualités intrinsèques des débiteurs. En d'autres termes, il serait illusoire de penser que les spreads de taux liés au risque de signature (qui ne dépassent pas généralement 50 à 60 points de base entre États émetteurs des unions monétaires existantes, comme le Canada, par exemple) puissent permettre à eux-seuls d'assurer la discipline nécessaire à la bonne gestion du club.

25

*DES RÈGLES DE DISCIPLINE BUDGÉTAIRE, LAQUELLE
ÉTANT INDISPENSABLE EN TOUT ÉTAT DE CAUSE,
APPARAISSENT DONC UNE CONDITION NÉCESSAIRE
AU BON FONCTIONNEMENT DE L'UEM.*

Cependant, le respect de normes de déficit ou de dette ne peut pas garantir à lui seul la cohérence du *policy-mix* dans l'UEM. Même si cela est peu probable, au regard de l'homogénéisation des conditions macroéconomiques prévalant au sein de la zone, on ne peut exclure totalement une configuration dans laquelle les États-membres, tout en respectant à la lettre le plafond de déficit de 3 % du PIB, mèneraient des politiques budgétaires transitoirement divergentes. Dans cette hypothèse, l'orientation commune des politiques économiques, mais aussi le *policy-mix* communautaire, seraient indéterminés. Le SEBC serait alors

lui-même confronté au risque de définir des conditions monétaires trop pénalisantes pour les États conduisant des politiques budgétaires restrictives, ou à l'inverse trop laxistes pour ceux pratiquant des politiques budgétaires plus souples... Ne perdons pas de vue que la politique monétaire unique se déterminera en fonction d'un objectif de stabilité des prix, ces derniers se déterminant en fonction de la situation macro-économique globale de l'Union. Dans la gestion de nos « biens communs », stabilité des prix, équilibre externe et crédibilité internationale de l'euro, il faudra bien considérer, au-delà des politiques budgétaires nationales, leur somme pondérée qui sera la seule grandeur pertinente en vue d'établir un *policy-mix* équilibré de l'Union. Il faut aussi souligner qu'un défaut de cohérence réduirait la « lisibilité » de la politique monétaire unique du SEBC auprès des marchés, qui ne manqueraient pas de la sanctionner en imposant des primes des risques sur tout ou partie de la courbe des taux d'intérêt de l'euro.

Pour toutes ces raisons, il apparaît que, même et peut-être surtout en se plaçant du point de vue de la crédibilité de la politique monétaire unique, il est indispensable à la fois de préserver une situation budgétaire soutenable pour l'ensemble de la zone euro et d'être en mesure d'identifier une orientation commune des politiques budgétaires, condition préalable à la définition d'un *policy-mix* approprié à la situation de l'Union.

DU BON USAGE DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

Personne ne conteste aujourd'hui que l'ajustement budgétaire imposé par le traité de Maastricht aux pays de l'Union européenne était de toute façon inévitable. Je me limiterai à évoquer ici quelques grandeurs significatives. La dérive des finances publiques des pays européens ressort par exemple très clairement si l'on observe trois coupes historiques : 1961-1970, 1971-1980 et 1981-1990, périodes au cours desquelles les ratios moyens des déficits rapportés au PIB dans l'Union européenne à 15 sont passés de - 0,2 % à - 2,6 % et enfin à - 4,0 % ; la situation s'est d'ailleurs encore aggravée jusqu'en 1993, où ce ratio a culminé à - 6,1 %.

Le rapport de la dette publique au PIB de l'Union européenne a quant à lui dépassé le seuil de 60 %, qui est le critère de référence du traité de Maastricht et ce dès 1992 ; très inerte, il se dégrade encore et se situait en 1997 à 72,4 %. Malgré une détérioration au cours des six dernières années du ratio d'endettement public, la France reste, avec le

Royaume-Uni, le Luxembourg et la Finlande, parmi les rares pays de l'Union européenne à maintenir leur dette publique en dessous du seuil de 60 % du PIB.

On connaît bien l'effet fondamentalement pervers de l'accumulation de la dette publique, du point de vue notamment des marges de manœuvre de la politique budgétaire. Ainsi en retenant l'hypothèse que la croissance du PIB, l'inflation et le taux d'intérêt se maintiennent aux niveaux actuels, les États-membres aujourd'hui les plus endettés de l'Union devraient dégager des surplus budgétaires primaires (c'est-à-dire avant paiement des charges d'intérêt de leur dette) de l'ordre de 5 % à 7 % pour ramener le ratio de dette publique au PIB au seuil des 60 % avant 2015. Compte tenu de l'inertie des dépenses courantes et de transferts, le risque est qu'un tel ajustement s'opère principalement par une contraction des investissements et/ou un alourdissement de la fiscalité. Il est par ailleurs tout aussi évident que lorsque les dépenses publiques représentent un poids excessif du revenu national (plus de 54 % du PIB en France, par exemple) il y a perte d'efficacité; les frais généraux de l'économie pèsent alors sur l'investissement et la création d'emplois sans amélioration correspondante des services publics.

Nous devrions être tous d'autant plus enclins à assainir nos finances publiques que la plupart des experts et observateurs s'accordent aujourd'hui pour estimer que les ajustements budgétaires sont profitables au plan macro-économique non seulement à long terme, ce dont personne n'a jamais douté, mais dans la plupart des cas aussi à court terme. Les travaux empiriques tendant ainsi à montrer que dans les pays où les stabilisateurs automatiques sont grippés du fait d'un endettement excessif, les effets positifs de relance dits « keynésiens » attendus d'un accroissement des déficits publics s'effacent de plus en plus devant des effets dits « néo-ricardiens », des agents économiques plus rationnels anticipant qu'un surcroît de dépenses financé par l'endettement de l'État se traduira inévitablement par une ponction fiscale elle-même accrue à un horizon plus ou moins éloigné. À l'extrême, tout déficit supplémentaire des administrations publiques sera compensé par l'augmentation correspondante de l'épargne des autres agents économiques (ou même plus que compensée, si ces mêmes agents anticipent que les déficits ont été portés au-delà du seuil de soutenabilité à partir duquel s'enclenche un effet de « boule de neige » sur la dette publique). *A contrario*, des plans de réduction drastique des déficits, particulièrement dans le cas où la situation initiale était très dégradée et plus encore lorsque l'ajustement s'opère prioritairement par une baisse des dépenses improductives, se révèlent favorables à la croissance et à l'emploi. De ce point de vue, les expériences fameuses du Danemark ou de l'Irlande, qui avaient dans les

années quatre-vingt consenti des coupes considérables dans leurs déficits, sans « sacrifice » de croissance ou même en stimulant cette dernière, ne font plus figure d'exception.

Le Pacte de stabilité et de croissance, qui sera la pierre angulaire de mise en cohérence des politiques budgétaires et du *policy-mix* communautaire dans l'UEM, favorisera ce type d'enchaînements vertueux en même temps qu'il sera le garde-fou apte à prévenir toute dérive budgétaire susceptible de nuire à la stabilité de l'Union. Mais son rôle ne se limite pas à prévenir les dérives ou à la sanctionner. Il aura aussi pour fonction essentielle de permettre aux États-membres, dont on a vu qu'ils devraient assurer par leurs politiques budgétaires les ajustements macro-économiques nationaux, de recouvrer l'efficacité de stabilisateurs automatiques aujourd'hui grevés dans la plupart des États européens par des charges de dettes publiques excessives et par l'inertie de dépenses improductives. Inciter un État à rechercher l'équilibre ou même dégager un excédent budgétaire à moyen terme est le moyen de lui assurer la possibilité d'opérer une politique contracyclique en phase de récession, ou de parer à un choc économique spécifique, sans pour autant dépasser la valeur de référence de 3 %. Ses marges de manœuvre budgétaires et partant l'efficacité de cet instrument de réglage macro-économique national d'autant plus précieux qu'il aura à jouer un rôle clé en Union monétaire, sont alors préservés. Le pacte de stabilité et de croissance doit permettre en somme de « recharger automatiquement le fusil budgétaire » en phase de croissance pour être en mesure de l'utiliser en phase de récession.

Des travaux rétrospectifs récents de la Commission de l'Union européenne sur le sujet nous incitent à l'optimisme quant à l'efficacité à attendre d'un tel dispositif. Il en ressort en effet qu'au cours des 36 dernières années, parmi les pays de l'Union européenne, des situations budgétaires initiales équilibrées auraient permis dans tous les cas d'utiliser leurs stabilisateurs conjoncturels pour faire face à des récessions annuelles, sans dépasser le seuil de 3 % de déficit public. Comme il est naturel, le respect de ce seuil est plus problématique en cas de grave récession ; c'est précisément en prévision de ces cas exceptionnels que le Pacte de stabilité et de croissance prévoit une tolérance, le seuil de 3 % pouvant être dépassé en cas de récession exceptionnellement grave. Cette clause, est-il besoin de le souligner, doit aussi permettre aux États-membres de faire face à des chocs asymétriques de grande ampleur.

Enfin, un point important (et rassurant) à souligner, du point de vue de la cohérence du *policy-mix* de l'Union, est l'homogénéité des cinq principaux États-membres de l'Union (Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni, Espagne) au regard des indicateurs de sensibilité de leurs

déficits publics aux variations du PIB, qui se situent tous dans une fourchette allant de 0,5 à 0,6 (la moyenne communautaire se situant à 0,5). En d'autres termes, les fluctuations de la croissance de l'activité génèrent dans ces cinq pays des effets à peu près analogues sur les soldes budgétaires. Cette grande homogénéité des stabilisateurs conjoncturels valide *ex ante* l'établissement d'une norme budgétaire unique, plus lisible et aussi plus facile à gérer, plutôt que la fixation d'une norme spécifique à chaque pays.

Naturellement, il faut rappeler que le pacte de stabilité n'épuise pas toutes les possibilités de coordination des politiques économiques dans l'UEM, même si, il convient de le faire remarquer, il confèrera au Conseil des ministres de l'Union européenne beaucoup plus d'influence sur les budgets des États-membres que n'en a le gouvernement fédéral américain sur les budgets du Texas ou de la Californie, ou le gouvernement fédéral allemand sur le budget de la Bavière... En amont, le Traité définit très clairement un cadre général de coopération économique. Ainsi, l'article 103 fonde juridiquement l'adoption par le Conseil européen des grandes orientations de politiques économiques pour l'Union de même que l'exercice de la surveillance multilatérale. L'article 103A prévoit le déclenchement d'une assistance financière communautaire en cas de très graves difficultés économiques frappant un État-membre. L'article 109 définit par ailleurs les modalités de définition et de mise en œuvre de la politique de change de l'euro vis-à-vis des devises tierces, de même que les relations entre pays de l'Union monétaire et ceux ne l'ayant pas encore rejoint, particulièrement dans le cadre de la gestion du nouveau mécanisme de change européen (SME *bis*). L'article 109 B prévoit que le SEBC et le Conseil Ecofin puissent s'informer et dialoguer, en respectant strictement l'indépendance de chacun, notamment à propos de questions relevant du *policy-mix* dans l'UEM.

29

Au total, nous disposons désormais de l'arsenal des instruments de *policy-mix* nécessaires pour faire face aux conditions normales et aux aléas qui peuvent survenir dans l'UEM. Répétons-le, cet arsenal n'a sans doute pas d'antécédent historique ni d'équivalent contemporain, parce que l'UEM européenne constitue un modèle d'intégration profondément original. Mais je suis convaincu de sa capacité à assurer un *policy-mix* équilibré entre les politiques budgétaires nationales et la politique monétaire unique.

Enfin, au-delà du dosage des instruments classiques du *policy-mix* que sont la politique monétaire et la politique budgétaire, un grand champ reste ouvert aux réformes structurelles, qui conditionnent d'ailleurs très largement l'efficacité d'ensemble du *policy-mix* de l'Union

ainsi que de chacune des économies nationales prise isolément. Je pourrais détailler les nombreuses touches disponibles de ce clavier structurel, la compétitivité des entreprises, l'éducation et la formation, l'organisation du marché du travail, celle du marché des biens et services, le vaste chantier de la modernisation du secteur public, etc.

La réforme structurelle est un grand chantier européen, indispensable si l'on veut pouvoir lutter plus efficacement contre le chômage, que l'on fasse l'euro ou pas. On reproche parfois aux européens d'avoir concentré toute leur énergie sur la préparation de l'euro au détriment des réformes de structure. En réalité, la monnaie unique et les réformes structurelles sont étroitement complémentaires et pas contradictoires. D'abord parce que la monnaie unique, en parachevant le grand marché unique européen, est en elle-même une réforme structurelle majeure de l'ensemble des marchés de biens et de services. Ensuite, parce que le renforcement de la concurrence économique et de la coordination gouvernementale au sein de l'Union incitera chaque économie à corriger ses défauts structurels en tirant parti des expériences des autres. Enfin parce que, dans le contexte d'une politique monétaire fédérale et de politiques budgétaires harmonisées par le Pacte de stabilité et de croissance, le clavier structurel apparaîtra comme étant celui sur lequel l'action réformatrice des gouvernements pourra se concentrer.