

Economie

D'une souveraineté à l'autre

par Rudiger Dornbusch et Pierre Jacquet

LA contrainte de la défense du franc vient d'avoir raison de la détermination affichée par le gouvernement de favoriser en France la baisse des taux d'intérêt. Rarement, la marge de manœuvre de la politique économique n'a semblé si étroite, alors même que la dégradation de la situation et de la confiance semblerait appeler un assouplissement de cette politique.

La France a depuis 1983 accompli d'impressionnants progrès en matière de stabilité financière et de crédibilité de la politique économique et de la politique de taux de change. L'inflation est passée de 13 % en 1982 à 3 % depuis plus de trois ans. Mais, de façon évidente, il s'agit là de conditions nécessaires mais non suffisantes à la prospérité économique et au plein emploi.

Dire qu'il n'y a pas d'alternative aux politiques actuelles est devenu un lieu commun. Nous pensons qu'il y en a une, qui respecte l'orthodoxie retrouvée de notre gestion économique, car il ne s'agit pas de mettre sa crédibilité en danger. Elle passe par l'idée qu'abandonner la souveraineté monétaire permet de renforcer la souveraineté économique et de réhabiliter d'autres instruments de la politique économique aujourd'hui rendus impuissants par le rôle des anticipations de taux de change.

Un reliquat de méfiance

Ecartons tout d'abord la critique qui consisterait à faire porter sur la politique monétaire la responsabilité de la morosité économique. Les taux d'intérêt réels en France sont certes des plus élevés, et l'on souhaiterait voir baisser les taux nominaux. Mais ces derniers échappent largement en pratique au contrôle de la banque centrale dans un environnement de forte mobilité des capitaux. Ils sont, en effet, déterminés par les taux d'intérêt extérieurs, en l'occurrence allemands, les anticipations de dévaluation (qui concernent tant la dépréciation au sein de la bande de fluctuation que les anticipations de réaligement des parités), et une éventuelle prime de risque, qui a maintenant, du fait de l'ouverture et de la déréglementation financière en France, très largement disparu.

On ne peut avoir en France de taux d'intérêt inférieurs aux taux allemands que s'il y a sur les marchés des changes des anticipations d'appréciation du franc français. En l'absence de telles anticipations, le niveau des taux en France est directement contraint par la situation en

Allemagne : on ne peut guère s'attendre à y voir baisser les taux d'intérêt dans un avenir proche, tant le dérapage budgétaire contrarie les objectifs de réduction de l'inflation que la Bundesbank poursuivra coûte que coûte.

Pourquoi le franc français serait-il toujours victime d'anticipations de faiblesse, malgré les progrès accomplis en France et la relative dégradation de la situation macro-économique en Allemagne? En théorie, rien n'y prédispose *a priori*. Dans la pratique cependant, la montée du chômage en France, la situation économique médiocre, les désordres sociaux, les perspectives électorales, suggèrent que le gouvernement pourrait avoir du mal à maintenir la ligne de gestion rigoureuse qu'il s'est fixée, et pourrait être tenté par une « dernière » dévaluation ou être contraint à la mettre en œuvre. Or, en France, la banque centrale n'est pas indépendante du gouvernement, ce qui renforce les risques de dérapage. Il est inutile de chercher plus loin les raisons du reliquat de méfiance de la part des investisseurs. Il est urgent de construire ce dernier rempart protégeant la crédibilité de la politique économique.

Le résultat, c'est que l'Allemagne, dont le ratio de la dette publique par rapport au PIB (47,6 % en 1991) est du même ordre que celui de la France (47,5 %), peut sans risque majeur financer sur les marchés des capitaux un déficit budgétaire de l'ordre de 4 % du PIB. En France, ce déficit est inférieur à 2 % du PIB mais toute suggestion d'en accepter temporairement une hausse, même modeste, ravive les pires craintes d'instabilité financière et monétaire. L'Allemagne disposait certes d'un excédent d'épargne intérieure, c'est-à-dire d'une situation extérieure largement favorable permettant d'aborder la dégradation des finances publiques sans crainte de crise des paiements courants. Mais tant le déficit courant de la France que sa dette extérieure sont de faible ampleur; le pays conserve une excellente signature sur les marchés internationaux des capitaux. S'accrocher à la chimère de la souveraineté monétaire conduit à perdre une marge de manœuvre bien utile dans le domaine budgétaire.

Il ne s'agit ni de défendre le laxisme budgétaire ni de préconiser une relance budgétaire, dite « keynésienne », par la dépense publique. Mais qu'on ne dise pas non plus que la politique budgétaire est impuissante. Tant les Etats-Unis du début des années 80 que l'Allemagne du début des années 90 font

la preuve du contraire. Les problèmes de l'économie française aujourd'hui suggèrent qu'il est important de mener des politiques structurelles et des politiques d'offre, fondées sur des allègements fiscaux et, pourquoi pas, des innovations en matière de politique salariale : promouvoir l'emploi peut passer par la mise en place de mécanismes de partage des profits soutenus par des incitations fiscales afin d'augmenter la flexibilité des salaires. La compétitivité de la France, et sa capacité à créer des emplois, dépendent fondamentalement de l'effort d'investissement qu'elle sera capable de consentir. L'environnement économique, fiscal et réglementaire sera déterminant. La rigueur de la gestion est essentielle. Mais il faut une rigueur voulue, non une austérité subie.

Une Banque de France indépendante

Pour restaurer les marges de manœuvre de la politique économique, deux mesures paraissent essentielles. La première consiste à rendre la Banque de France indépendante, et à lui confier un objectif clair et prioritaire de défense de la valeur de la monnaie, c'est-à-dire de maintien de la stabilité des prix. La seconde vise à évaluer le rôle néfaste des anticipations de change, en fixant irrévocablement le taux de change du franc par rapport au mark, dans le cadre d'une coopération étroite avec l'Allemagne, à laquelle pourrait participer d'autres pays à inflation faible de la Communauté économique européenne.

Dès lors que la Banque de France serait indépendante, cette stratégie serait acceptable pour l'Allemagne. Elle aurait l'avantage de libérer la politique conjoncturelle de notre pays. Elle compléterait aussi très utilement les efforts en vue de l'intégration économique et monétaire en Europe. La fixation des taux de change permettrait non seulement de parfaire l'intégration financière, mais aussi de mettre en œuvre une transition de fait vers l'union monétaire, prouvant le mouvement en marchant. Il est urgent de préférer la souveraineté économique à la souveraineté monétaire.

► Rudiger Dornbusch est professeur d'économie internationale au Massachusetts Institute of Technology (MIT). Pierre Jacquet est adjoint au directeur, responsable du département économique à l'Institut français des relations internationales (IFRI).