

# LA LETTRE DU

N° 152 - DÉCEMBRE 1996

# CEPII

CENTRE  
D'ÉTUDES PROSPECTIVES  
ET D'INFORMATIONS  
INTERNATIONALES

## UEM : ÉLUS, EXCLUS ET PRÉTENDANTS

*Au moment où la Communauté s'apprête à définir les règles du futur pacte de stabilité, il est utile de revenir sur l'ensemble du dispositif qui régira la politique économique dans l'Union monétaire. Tel qu'il se dessine actuellement, dans le cadre d'une union restreinte aux pays les plus "vertueux", il s'avère en effet fortement contraignant : les pays élus perdront non seulement la maîtrise de la politique monétaire, mais aussi, une part importante de leur marge de manoeuvre budgétaire ; ceux, parmi les exclus, qui souhaiteront poursuivre la marche vers l'union monétaire, resteront quant à eux contraints par les critères du Traité, et se trouveront liés par un mécanisme de change inspiré du SME. Face à une baisse de la demande, comme il s'en produit régulièrement dans tous les pays industrialisés, la capacité de réaction de la politique économique ne s'en trouvera-t-elle pas excessivement amoindrie ? Les simulations réalisées ici montrent que le maintien d'une position trop rigide se ferait au détriment de la gestion du cycle européen. Mais une question reste posée : comment introduire plus de souplesse dans la gestion des politiques économiques sans prendre le risque d'une perte de crédibilité ? Envisager une UEM plus large obligerait à se poser d'emblée cette question difficile, mais importante.*

### ■ Une délicate distribution des rôles

La marche vers une monnaie unique en Europe laisse aujourd'hui une impression contrastée. L'euro est de plus en plus crédible aux yeux des marchés ; tous les pays réalisent des efforts importants pour vérifier les critères de finances publiques. Des négociations ont abouti ou sont en cours sur le statut de l'euro, le pacte de stabilité, les relations avec les exclus. Mais l'incapacité de l'Europe à mettre en œuvre une stratégie macroéconomique impulsant la croissance et améliorant la situation de l'emploi, le renoncement à une politique active d'investissement en infrastructure, le coût macroéconomique que s'imposent les Etats membres pour vérifier des critères de finances publiques mal conçus, alimentent l'euro-scepticisme.

En 1998, l'Europe va devoir dessiner les contours de la monnaie unique. Les *élus* qui feront partie de l'Union monétaire dès le 1er janvier 1999, seront choisis par le Conseil européen au printemps 1998, sur la base des résultats économiques de 1997. Le Traité de Maastricht avait fixé une procédure quasi-automatique. Il est probable que les critères imposés ne seront vérifiés strictement que par le Luxembourg, l'Irlande, le Danemark et (sans doute) la France. En Allemagne, la dette publique dépassera 60% du PIB et il n'est pas certain que le déficit public soit inférieur à 3% du PIB. Les dettes publiques de la Belgique et des Pays-Bas sont stables à des niveaux largement

supérieurs à 60% du PIB. Or il est impossible de lancer le projet sans ces pays. Le Conseil aura donc le choix entre renoncer à la date de 1999 et accepter des pays qui ne satisferont pas tous les critères. La première solution paraît difficile à envisager : elle fait courir le risque de nouvelles crises de change et recule la période où les bienfaits de l'unification monétaire sont susceptibles d'apparaître, sans pour autant garantir que, dans deux ou trois ans, davantage de pays vérifieront les critères. Que la plupart des pays de l'UE aient des difficultés similaires renforce la nécessité de l'UEM et de la coordination des politiques économiques. Faisons donc le pari que c'est la seconde solution qui sera retenue.

Parmi les pays qui ne participeront pas à l'UEM, certains (*les prétendants*) seront désireux d'intégrer l'Union monétaire le plus tôt possible. Le Conseil de Dublin a prévu qu'ils pourraient s'engager dans un régime de change semi-fixe vis-à-vis de l'euro, un SME-bis. D'autres (*les exclus*) pourraient ne pas vouloir participer à cet accord de change afin de conserver une politique monétaire autonome. Les pays formant l'Union monétaire (*les élus*) s'engageront quant à eux à respecter une discipline budgétaire stricte, précisée dans un pacte de stabilité.

L'Union monétaire se fera donc dans un cadre particulièrement contraignant, à la fois pour les élus et

pour les prétendants. Nous nous proposons ici de faire le point sur deux questions : les élus ont-ils à craindre les dépréciations compétitives de la part des exclus ? Quelles sont les conséquences du pacte de stabilité ? L'illustration proposée ici retient une hypothèse où les élus se réduiraient à un groupe restreint de pays.

### Encadré 1 : La stratégie du noyau dur

L'accès à la monnaie unique en 1999 serait réservé aux pays qui ont depuis longtemps un bas taux d'inflation et qui ont maintenu leur taux de change vis-à-vis du mark depuis 1987 : Allemagne, Autriche, pays du Bénélux, France, soit 6 pays sur 15. Les prétendants, liés à l'euro par un accord de change, seraient alors l'Irlande, le Danemark (qui ne souhaite pas participer à la monnaie unique, mais qui est membre du SME), l'Espagne et le Portugal (qui ont trop d'inflation), l'Italie (qui a trop d'inflation, mais qui vient de réintégrer le SME), la Finlande (qui vient juste d'entrer dans le SME), soit 6 pays. Seraient exclus le Royaume-Uni (qui n'est plus membre du SME, et qui ne souhaite pas réintégrer un mécanisme de change), la Suède (qui ne participe pas au SME) et la Grèce (qui ne vérifie aucun des critères). Cette option recoupe l'opinion des marchés financiers : les élus seraient ceux dont le taux long est actuellement identique à celui de l'Allemagne. Elle présente un grand avantage : l'UEM commence, sans risque, avec des pays vertueux, ce qui permet à l'euro de bénéficier de taux d'intérêt plus bas. Par contre, elle rompt la solidarité européenne en rejetant les pays d'Europe du Sud (dont, symboliquement, l'Italie, un des pays fondateurs), sans tenir compte des efforts importants que ceux-ci ont fourni en matière de désinflation et de finances publiques.

2

## Faut-il craindre les dévaluations compétitives ?

L'objectif du SME-bis est de protéger les pays élus d'éventuelles dépréciations compétitives des exclus, et de faciliter la convergence nominale de ces derniers. Les pays qui adhèreraient au SME-bis (*les prétendants*) s'engageraient à maintenir leur parité vis-à-vis de l'euro et à avoir une politique budgétaire "saine" contre une promesse de la Banque Centrale Européenne (BCE) de les soutenir en cas d'attaque contre leur monnaie. Même si les marges de fluctuation autorisées par le SME-bis restent larges, la logique est de maintenir une quasi-fixité des changes pour donner crédibilité à la convergence et

permettre aux prétendants de bénéficier de taux à long terme plus bas.

Ce faisant, la capacité de réaction des prétendants face à des chocs spécifiques se trouverait limitée. Afin d'apprécier les implications d'une telle contrainte, nous comparons, à l'aide du modèle multinational Mimoso<sup>1</sup>, les effets d'une baisse de la demande privée dans un pays non membre de l'Union monétaire (ici, le Royaume-Uni), selon que celui-ci est en régime de change flexible ou qu'il participe au SME-bis.

Dans les deux cas sa production et son inflation reculent. En change flexible, sa Banque centrale peut compenser une partie du choc en baissant le taux d'intérêt<sup>2</sup> et en laissant la monnaie se déprécier. *Ex post*, la perte de production est donc moindre dans le pays concerné (tableau 1). Les autres pays européens subissent une baisse de production due à la chute de la demande dans le pays touché par le choc initial et à leurs pertes de compétitivité, ce qui conduit la BCE à légèrement diminuer son taux d'intérêt. Au total, le ralentissement de la croissance reste limité dans les pays élus.

Tableau 1 - Baisse de la demande privée de 2 points de PIB dans un pays non-élu. Ecart à la situation de référence

Effets à 3 ans	PIB <sup>1</sup>	Solde public <sup>2</sup>	Taux d'intérêt <sup>3</sup>	Taux de change <sup>4</sup>	Inflation <sup>3</sup>
<b>Change flexible</b>					
Exclu qui subit le choc	-1,8	-1,1	-0,7	5,1	-0,1
Elus et autres exclus	-0,3	-0,1	-0,3	0,2	-0,1
<b>SME</b>					
Exclu qui subit le choc	-2,5	-1,5	-0,3	0,1	-0,4
Elus et autres exclus	-0,4	-0,2	-0,3	0,1	-0,1

(1) écart relatif en % ; (2) écart en point de PIB ; (3) écart en point ; (4) écart en %, un chiffre positif représente une dépréciation vis-à-vis du dollar.

Source : modèle Mimoso CEPII-OFCE.

Si, par contre, le pays non-élu est empêché, du fait du SME-bis, d'abaisser son taux d'intérêt, il verra sa production diminuer plus fortement. Les autres pays européens ne subissent plus de pertes de compétitivité, mais sont davantage touchés par la baisse de la demande du pays qui subit le choc. Au total, les élus ne gagnent rien à empêcher l'exclu d'ajuster son taux de change à une situation conjoncturelle particulièrement dégradée.

En outre, comme l'a montré l'éclatement du SME en 1992 et 1993, une politique de change quasi-fixe risque d'alimenter des crises spéculatives. Que la BCE soit un peu trop rigoureuse, pour asseoir sa crédibilité, ou que les marchés financiers craignent que l'engagement de change des prétendants ne soit remis en cause, les risques d'une dépréciation des monnaies des exclus par rapport à l'euro sont grands<sup>3</sup>.

Si les pays non-élus (ici, le Royaume-Uni, l'Italie et les autres pays du Sud de l'UE) laissent leurs monnaies se déprécier, ils connaissent un accroissement de leur

1. Voir "La nouvelle version de Mimoso, modèle de l'économie mondiale", *Revue de l'OFCE*, n° 58, juillet 1996.

2. Dans ces variantes, la BCE modifie le taux d'intérêt en fonction de l'inflation et du taux de chômage des élus. Les prétendants suivent le taux d'intérêt de l'euro. Les exclus fixent leur taux d'intérêt en fonction de leurs propres niveaux d'inflation et de chômage.

3. Voir "Elus et exclus de la monnaie unique", *La lettre du CEPII*, n° 143, février 1996.

activité, une hausse de leur inflation et une amélioration de leur solde public (tableau 2).

En SME-bis, les pays non-élus ne laissent pas leurs monnaies se déprécier en cas de choc spéculatif. Ils évitent ainsi une hausse de leur inflation qui aggraverait leur situation vis-à-vis des critères de convergence. Les élus sont dès lors protégés des pertes de compétitivité. Mais les banques centrales des pays menacés sont obligées de relever fortement leurs taux d'intérêt pour maintenir la parité de leur monnaie vis-à-vis de l'euro, de sorte que la production baisse plus dans ces pays qu'en l'absence de SME-bis ; leurs déficits publics se creusent. Les pays élus subissent alors, non plus des pertes de compétitivité, mais une baisse de la demande des pays exclus, si bien qu'ils ne sont pas mieux isolés du choc.

Dans les deux cas, les non-élus risquent de rester à la marge de l'UEM : soit à cause de la divergence de leur taux d'inflation (s'ils sortent du SME), soit à cause du creusement de leur déficit (s'ils restent dans le SME). Dans cette dernière situation, l'ajustement budgétaire requis devra être encore plus drastique en raison du renforcement de la rigueur budgétaire que pourrait imposer le projet actuel de Pacte de stabilité aux pays participants à l'UEM.

Tableau 2 - Dépréciation anticipée des monnaies des exclus de 5%.  
Ecart à la situation de référence

Effets à 3 ans	PIB <sup>1</sup>	Solde public <sup>2</sup>	Taux d'intérêt <sup>3</sup>	Taux de change <sup>4</sup>	Inflation <sup>3</sup>
<b>Change flexible</b>					
Elus	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,1
Non-élus	0,4	0,0	0,7	4,0	0,4
<b>SME</b>					
Elus	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,1
Non-élus	-0,2	-1,4	5,0	0,1	-0,1

(1) écart relatif en % ; (2) écart en point de PIB ; (3) écart en point ; (4) écart en %, un chiffre positif représente une dépréciation vis-à-vis du dollar.  
Source : modèle Mimosa CEPII-OFCE.

## ■ Le pacte de stabilité

La Commission européenne a en effet proposé au Conseil un pacte de stabilité, qui s'inspire, en l'atténuant, du "Pacte de stabilité pour l'Europe" présenté par le gouvernement allemand fin 1995 (encadré 2). L'objectif est d'éviter que certains Etats ne profitent de la disparition des monnaies nationales pour mener des politiques budgétaires trop expansionnistes.

Le Pacte obligerait les pays élus, qui auront en 1997 des déficits proches de 3%, à maintenir des politiques budgétaires restrictives en 1998-1999, de manière à regagner des marges de manœuvre et atteindre en conjoncture moyenne un solde proche de l'équilibre. A partir d'un déficit de 1% du PIB, une récession ne devrait pas creuser le déficit public de plus de 2% du PIB. Dès lors, que se passerait-il si l'UE connaissait une récession

### Encadré 2 : Le pacte de stabilité et le traité de Maastricht

Ce pacte devrait préciser le Traité de Maastricht par deux règlements. Le premier définirait les modalités de la surveillance multilatérale. Chaque pays participant à l'Union monétaire devra présenter, chaque année, un "programme de stabilité" décrivant sa politique budgétaire, avec la contrainte de limiter le déficit public à 3% du PIB et l'objectif d'obtenir l'équilibre ou l'excédent à moyen terme.

Le second précisera et accélèrera la procédure relative aux "déficits excessifs". Des sanctions, décidées à la majorité des 2/3 des pays participants (hors le pays concerné) prendraient la forme d'un dépôt sans intérêt, d'un montant de 0,2% du PIB, majoré d'un dixième de l'écart entre le déficit public enregistré et le seuil de 3%, dans une limite globale de 0,5% du PIB. Si le déficit repasse sous la barre de 3% dans les deux ans qui suivent, l'Etat concerné récupère son dépôt. Sinon, celui-ci est définitivement versé au budget communautaire et un nouveau dépôt doit être effectué. Lors de circonstances "exceptionnelles" (événements qui échappent au contrôle de l'Etat concerné, ou graves récessions économiques) et "temporaires" (la Commission doit prévoir un retour sous les 3% l'année suivante), le déficit public peut dépasser 3% du PIB sans qu'il y ait "déficit excessif", et donc sanction.

3

de l'ampleur de celles de 1973-1975, et de 1990-1993 qui avaient conduit à des augmentations du déficit public de l'UE de respectivement 3 et 4% du PIB ?

Pour illustrer cette question, nous analysons les conséquences d'un choc défavorable de demande dans l'ensemble de l'Union européenne<sup>4</sup>. Partant d'une situation où les déficits publics des pays élus auraient été réduits à 2% du PIB en 1999, on peut imaginer trois stratégies.

Dans la première, les Etats augmentent les dépenses publiques de manière à stabiliser complètement la production. Le déficit public augmente alors de 2,4 points de PIB au bout de 3 ans. Cette stratégie active est incompatible avec le pacte de stabilité.

Dans la deuxième, la politique budgétaire laisse seulement jouer les stabilisateurs automatiques, et ne cherche pas à respecter les règles imposées par le pacte de stabilité: La hausse du chômage et la baisse de l'inflation conduisent la BCE à réduire le taux d'intérêt, ce qui provoque une dépréciation de l'euro. Malgré cela, les élus enregistrent au bout de 3 ans une baisse de leur PIB de 3,2%, et une hausse de leur déficit public de 1,8 point de PIB.

La troisième stratégie enfin ajoute à la précédente, pour les seuls élus, les contraintes imposées par le pacte de stabilité. Leur politique budgétaire reste passive la

4. Le choc considéré ici est d'environ 2 points de PIB sur la demande privée, ce qui correspond à peu près au choc observé entre 1990 et 1993.

première année ; mais, face à la dégradation du déficit public, qui atteint 3,8% du PIB, elle devient très restrictive ensuite. Les pays élus diminuent alors leurs dépenses publiques de 1,6 point de PIB<sup>5</sup>, ce qui amplifie le recul de la production qui atteint 4,6% du PIB. Ce n'est donc qu'au prix de politiques budgétaires fortement procycliques que le déficit public peut rester limité à 3% du PIB. Dans nos simulations, le coût en activité de la troisième stratégie par rapport à la première est élevé (4,6%), pour un gain en solde public limité (1,4 point de PIB).

Tableau 3 - Choc négatif de demande privée en Europe de 2 points de PIB.  
Ecart à la situation de référence

Effets à 3 ans	PIB <sup>1</sup>	Solde public <sup>2</sup>	Taux d'intérêt <sup>3</sup>	Taux de change <sup>4</sup>	Inflation <sup>3</sup>
<b>Politique budgétaire active</b>					
Elus, exclus et prétendants	0,0	-2,4	0,0	0,0	0,0
<b>Politique budgétaire passive</b>					
Elus	-3,2	-1,8	-1,9	9,4	-0,8
Exclus et prétendants	-3,6	-2,0	-1,7	9,3	-1,1
<b>Avec pacte de stabilité</b>					
Elus	-4,6	-1,0	-1,7	12,2	-0,4
Exclus et prétendants	-3,9	-2,0	-1,5	11,5	-0,9

(1) écart relatif en % ; (2) écart en point de PIB ; (3) écart en point ; (4) écart en %, un chiffre positif représente une dépréciation vis-à-vis du dollar.

Source : modèle Mimosa CEPII-OFCE.

Face à une récession généralisée en Europe, les modalités prévues par le pacte ne sont donc tenables que si la politique monétaire de l'Union est nettement plus expansionniste que par le passé<sup>6</sup>. Pour cela, il faudrait que la Banque centrale européenne se donne comme objectif de stabiliser l'activité. Mais pourra-t-elle en pratique jouer ce rôle qui n'est que secondaire dans ses statuts ?

Une solution plus efficace consisterait à coordonner les politiques monétaire et budgétaires, sans se placer *a priori* dans les contraintes du pacte de stabilité. En effet, même si la politique monétaire européenne prend davantage en charge la stabilisation conjoncturelle, elle ne peut se substituer aux politiques budgétaires nationales dans le cas de chocs frappant un seul pays. Aussi voit-on mal comment la conduite des politiques budgétaires en Europe pourrait se faire à partir d'un règlement automatique et éviter l'analyse précise des situations conjoncturelles des pays concernés.

## ■ Une UEM plus large ?

Nous nous sommes placés ici dans le cadre d'une UEM restreinte à un nombre limité de pays. Compte tenu du degré d'intégration des pays de l'Union européenne, un SME-bis ne permet pas d'isoler les élus des événements qui affectent les prétendants. En outre, dans nos simulations, les élus ne sont que peu affectés par les dévaluations des exclus de l'Union monétaire : une croissance insuffisante devrait être attribuée à un niveau trop élevé du taux d'intérêt plutôt qu'à des dépréciations compétitives des partenaires. Un SME-bis laisse en revanche planer une incertitude propre à nourrir des attaques spéculatives qui rendront plus difficile la convergence de ces pays. En faisant le choix d'une UEM restreinte, on prend donc le risque de repousser pour longtemps l'adhésion de nouveaux pays.

L'autre stratégie possible, celle d'une UEM plus large, n'introduit pas de coupures entre les pays attachés à la construction européenne. Elle consiste à prendre plus de risques au départ en acceptant tous les pays membres du SME, dans la mesure où tous ont réduit fortement leurs déficits publics. Au noyau dur, s'ajouteraient alors l'Irlande, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Finlande soit 11 pays sur 15. Dans cette configuration, les taux d'intérêt pourraient être supérieurs au départ à ce qu'ils seraient dans une UEM restreinte. Les problèmes décisifs de gestion de la politique économique en Union monétaire se poseraient d'emblée avec plus d'acuité : que faire quand un pays a trop d'inflation ? Comment gérer les politiques budgétaires nationales hors du carcan des critères et du Pacte de stabilité qui imposent une rigueur budgétaire borgne et dangereuse pour la croissance économique de l'U.E. ? Enfin, comment organiser la coordination entre la politique monétaire de l'Union et les politiques économiques des Etats membres ?

Laurence Boone  
Loïc Cadiou  
Bruno Coquet  
Stéphanie Guichard  
Frédéric Lerais  
Henri Sterdyniak<sup>7</sup>

5. Une baisse de 0,8% serait insuffisante car le gain ex post n'est que la moitié de la mesure ex ante.

6. A l'instar de la Bundesbank, les autorités monétaires réagissent dans nos simulations en augmentant le taux d'intérêt d'1 point lorsque le chômage baisse de 1 point, et de 1,5 point lorsque l'inflation augmente d'1 point.

7. Les auteurs font partie de l'équipe MIMOSA, commune au CEPII et à l'OFCE.

### LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris.  
Tél. 33 01 53 68 55 14  
Fax : 33 01 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION  
Jean Pisani-Ferry  
RÉDACTEUR EN CHEF  
Claire Lefebvre  
CONCEPTION GRAPHIQUE  
Pierre Dusser  
RÉALISATION  
Annick Hutteau  
DIFFUSION  
La Documentation française.

ABONNEMENT  
(11 numéros)  
France 295 F  
Europe 350 F  
Hors Europe 440 F  
(envoi par avion)  
Adresser votre commande à :  
La Documentation française,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex.  
Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)

ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD  
4<sup>ème</sup> trimestre 1996  
Décembre 1996  
Imp. ROBERT-PARIS  
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du  
CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.