

Le Royaume-Uni et l'UEM

In: Politique étrangère N°1 - 1999 - 64e année pp. 45-62.

Résumé

Pour Willem Buiter, en dépit d'un démarrage délicat, du risque de mise en cause de la légitimité d'une Banque centrale européenne peu transparente et peu responsable, et d'une difficile coordination des politiques monétaire et budgétaire en Europe, l'Union économique et monétaire sera un succès. Le Royaume-Uni va rejoindre la zone euro d'ici 2003, voire avant. L'incertitude ne réside que sur la date de cette adhésion car les obstacles internes sont plutôt faibles alors que les coûts de la non-adhésion, en termes à la fois politiques et économiques, sont relativement élevés. Selon lui, s'il ne veut pas rester « sur la touche », le Royaume-Uni doit savoir « où se trouve son destin ».

Abstract

Britain and EMU, by Willem Buiter

The only real threats to the success and survival of EMU are the perception that the ECB lacks legitimacy. Lack of openness, transparency and accountability are built into the laws and operating procedures of the ECB. In a democratic polity, accountability is a prerequisite for the survival of Central Bank independence. Monetary union involves a transfer of national sovereignty to the supranational centre. The legitimacy of this transfer will depend on the effectiveness with which the European Parliament will exercise its constitutional duty of calling the ECB to account. The UK will join EMU as soon as the UK government can jump the hurdles to membership that it is, regrettably set for itself. There are costs both to the UK and to the current Euroland members of the UK not being an EMU member from the start.

Citer ce document / Cite this document :

Buiter, Micolet Paul. Le Royaume-Uni et l'UEM. In: Politique étrangère N°1 - 1999 - 64e année pp. 45-62.

doi : 10.3406/polit.1999.4825

http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/polit_0032-342X_1999_num_64_1_4825

Willem H. BUITER | **Le Royaume-Uni et l'UEM**

Pour Willem Buitter, en dépit d'un démarrage délicat, du risque de mise en cause de la légitimité d'une Banque centrale européenne peu transparente et peu responsable, et d'une difficile coordination des politiques monétaire et budgétaire en Europe, l'Union économique et monétaire sera un succès. Le Royaume-Uni va rejoindre la zone euro d'ici 2003, voire avant. L'incertitude ne réside que sur la date de cette adhésion car les obstacles internes sont plutôt faibles alors que les coûts de la non-adhésion, en termes à la fois politiques et économiques, sont relativement élevés. Selon lui, s'il ne veut pas rester « sur la touche », le Royaume-Uni doit savoir « où se trouve son destin ».

Politique étrangère

L'Union économique et monétaire (UEM) est entrée de facto en vigueur avec la baisse coordonnée des taux d'intérêt de toutes les banques centrales de la zone euro le 3 décembre 1998. Alors que la Banque centrale européenne (BCE) n'a été mise en place, de jure, que le 1^{er} janvier 1999, cette réduction des taux d'intérêt a vraiment été sa première décision de politique monétaire. Le Royaume-Uni, fidèle à sa longue tradition de ne se joindre que tardivement et à contrecœur aux nouveaux arrangements propres à faire avancer la construction européenne, ne participera pas à l'UEM jusqu'à nouvel ordre.

Dès lors, un certain nombre de questions se posent. Premièrement, l'UEM va-t-elle être un succès ? Deuxièmement, le Royaume-Uni va-t-il rejoindre l'Union et, si oui, quand ? Troisièmement, quels sont les coûts liés à la non-participation du Royaume-Uni à la première vague, à

Willem H. Buitter est professeur de macroéconomie internationale à l'université de Cambridge et membre du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre.

Les opinions exprimées sont celles de l'auteur. Elles ne représentent pas nécessairement les avis et opinions de la Banque d'Angleterre ou ceux des autres membres du Comité de politique monétaire.

Ce texte a été traduit par Paul Micolet.

la fois pour ce pays et pour les membres de l'UEM ? Quatrièmement, si le Royaume-Uni devait en temps opportun rejoindre l'UEM, devrait-il, avant cette adhésion, adopter un mécanisme de change du type de celui du Système monétaire européen (SME), avec des marges étroites de fluctuation, et faudrait-il l'y contraindre ?

L'UEM sera-t-elle un succès ?

La récente crise asiatique, et ses répercussions jusqu'en Afrique du Sud, en Amérique latine et dans la Fédération russe confirment à-propos l'idée que je défends depuis longtemps qu'en l'absence de restrictions sur la mobilité internationale des capitaux financiers, une monnaie commune devient le seul régime de change qui soit viable et permette à l'intégration des marchés financiers de produire la totalité de ses bénéfices potentiels. Des taux de change fixes mais ajustables sont des accidents en puissance. Un régime de taux de change déterminés par le marché, c'est-à-dire de flottement libre, est viable dans le sens technique où il peut survivre, mais il ne le fait qu'au prix d'une instabilité excessive et de déséquilibres persistants, inhérents à la juxtaposition d'un marché financier techniquement efficace et de secteurs clefs de l'économie réelle caractérisés par des ajustements lents des prix et des salaires.

L'UEM a toutes les chances de durer. Elle ne peut pas être emportée par des attaques spéculatives entre les pays-membres, que ce soit entre le 1^{er} janvier 1999 et la date de la fin de la démonétisation des devises nationales (au plus tard le 1^{er} juillet 2002), ou ultérieurement. Une attaque spéculative contre des devises de l'UEM ne pourrait pas plus conduire à l'effondrement de celle-ci qu'un changement des billets de 5 livres sterling en billets de 10 livres pourrait mener à l'effondrement de l'union monétaire du Royaume-Uni. Comme pour toute union monétaire, l'UEM pourrait se dissoudre si un ou plusieurs des États-membres ou des régions qui la constituent choisissaient de la quitter. Par exemple, un pays frappé par un choc asymétrique particulièrement grave sur les débouchés de sa production pourrait trouver les coûts liés à l'absence d'un instrument monétaire national prohibitifs. Bien que les traités de Maastricht et d'Amsterdam ne contiennent aucune disposition pour quitter l'UEM (ni d'ailleurs pour abandonner toute autre institution ou mécanisme de l'Union européenne), il ne fait aucun doute qu'un pays qui souhaiterait réellement partir

pourrait le faire. La probabilité que cela se produise, en l'absence de calamité économique ou politique majeure, reste cependant très faible. L'apparition soudaine de positions en devises étrangères massivement déséquilibrées provoquerait à elle seule de véritables cauchemars aux hommes d'affaires et aux responsables politiques et offrirait aux experts et aux juristes spécialisés dans les faillites des emplois rémunérateurs pendant des décennies.

La BCE maintiendra une inflation faible. L'idée qu'une UEM étendue impliquait un euro faible a toujours été un non-sens. Le mandat de la BCE et ses statuts, y compris les termes et conditions dans lesquels sont nommés les membres de son Directoire et les autres membres du Conseil, laissaient tous penser que la BCE serait une banque centrale traditionnelle et conservatrice, dans le style de la Bundesbank. La composition du Directoire et de l'ensemble formé par les gouverneurs des 11 Banques centrales nationales montre également clairement que la BCE et le Système européen de banques centrales (SEBC) sont dirigés par une équipe de professionnels rigoureux du monétarisme. Ce n'est pas la même chose qu'une collection d'anti-inflationnistes primaires. En fait, c'est précisément parce que l'importance prépondérante de la stabilité des prix apparaît naturelle aux membres du Conseil de la BCE, tout autant qu'elle se trouve inscrite dans les statuts, que la BCE, comme la Bundesbank avant elle, pourra être plus pragmatique, plus souple et plus efficace dans son soutien à l'activité économique réelle de la zone euro, que n'aurait pu l'être une institution dominée par des activistes postkeynésiens de l'emploi.

Dans le court terme surtout, les politiques de la BCE sont susceptibles de conduire à une valeur externe élevée de l'euro. Dans le plus long terme, le fait que la zone euro soit aussi fermée que les États-Unis (en matière de commerce extérieur) encouragera une politique de *benign neglect* quant à la valeur externe de l'euro, qui ressemblera à l'attitude de la Fed et du Trésor américain vis-à-vis du dollar.

L'UEM s'en sortira malgré des débuts difficiles, marqués par les histoires qui ont entouré la nomination de son premier Président. Je ne fais pas référence au fait que le gouvernement français a insisté pour faire de celle-ci une question *politique*. La présidence de la BCE est une affaire politique. Il est tout à fait normal que les banquiers centraux de la zone euro, qui pensaient avoir réglé la question entre eux,

se soient vu rappeler par les élus quelle est leur juste place. Ce qui est déprimant, c'est que le président français ait choisi de faire de la présidence une affaire de nationalité, violant ainsi la lettre et l'esprit des traités. Le *gentlemen's agreement* selon lequel Willem F. Duisenberg ne servirait que pour quatre ans et serait remplacé par « un Français » (n'importe quel Français ?) était un véritable « accord de coquins ». J'espère et je pense que le premier titulaire le traitera avec le respect qu'il mérite.

La seule menace réelle à laquelle se trouve confrontée l'UEM sera la perception par l'opinion du fait que la BCE manque de légitimité politique. Ce manque de légitimité a deux dimensions : premièrement, l'opacité de la BCE et le fait qu'elle ne soit pas suffisamment comptable de ses actes ; deuxièmement, le fait que l'intégration monétaire ait devancé une intégration plus générale sur les plans politique et institutionnel.

Le manque d'ouverture, de transparence et de responsabilité, inscrit dans les statuts de la BCE et apparemment sur le point d'être renforcé par la pratique que créent ses procédures opérationnelles pourrait bien saper la viabilité de l'ensemble de l'entreprise. Il reste à espérer qu'une culture d'ouverture sera cependant adoptée. Néanmoins, la « règle des seize années » relative à la publication des minutes de la BCE – aussi proche que possible de la maxime « pas maintenant, pas demain, jamais » – n'est pas de bon augure.

Willem Duisenberg a entièrement raison de refuser de témoigner devant quelque parlement national que ce soit. Lui-même, et les autres membres du Directoire, devraient être comptables de leurs actes, individuellement ou collectivement, devant le seul Parlement européen. S'il devait prendre au sérieux la demande française, Willem Duisenberg devrait passer la plus grande partie de son temps dans un spectacle itinérant entre les différentes capitales de la zone euro. Les gouverneurs des banques centrales nationales devraient, bien sûr, être comptables de leurs actes devant leurs parlements nationaux, même s'ils sont mandatés par les traités pour agir dans l'intérêt de l'ensemble de l'Union et non comme des agents de leurs gouvernements ou d'autres intérêts nationaux.

L'idée souvent évoquée selon laquelle les votes de chaque membre du Conseil de la BCE ne devraient pas être enregistrés car, sans le couvert

de la confidentialité, les membres individuels seraient plus sensibles à la pression politique nationale, mérite d'être examinée de plus près. Une interview rapporte les propos suivants de Willem Duisenberg : « *Si le vote du représentant national était connu, il y aurait des questions désagréables dans le but de faire pression sur lui pour des scrutins futurs* »². Je considère que c'est exactement le contraire qui se passe.

J'accepte le fait que des autorités politiques nationales vont essayer de faire pression sur « leur(s) » ressortissant(s) qui siège (nt) au Directoire de la BCE ou sur « leur » gouverneur de banque centrale nationale. Bien que ce soit contre la lettre et l'esprit des traités, cela se produira certainement. La question est de savoir comment les membres du Directoire et les banquiers centraux nationaux peuvent être protégés le plus efficacement contre ces pressions.

Je prévois que, quelle que soit la confidentialité formelle des réunions et des délibérations du Conseil de la BCE, les chefs de gouvernements nationaux sauront exactement dans les trois minutes qui suivront un scrutin qui a voté en faveur de quoi. Six membres du Directoire, onze gouverneurs nationaux et un très grand nombre d'assistants seront présents aux réunions du Conseil. Fuites et renoncements à toutes les règles de confidentialité seront la règle plus que l'exception. Les responsables politiques nationaux disposeront donc de facto de toute l'information nécessaire pour exercer une pression efficace. Cette information ne sera cependant pas formellement disponible pour les instances chargées de superviser la BCE (le Parlement européen dans le cas du Directoire de la BCE, et les parlements nationaux dans celui des gouverneurs des banques centrales de la zone euro). Les membres du Conseil pourront se cacher derrière l'alibi de la confidentialité et éviter ainsi de devoir justifier d'avoir cédé à des pressions politiques nationales. Ce ne sont pas le secret et la confidentialité qui gênent les jeux d'influence déloyale, mais la transparence. Les pièces enfumées et la confidentialité sont davantage susceptibles de permettre le détournement du mandat de la BCE par des pressions politiques nationales que la transparence et la confusion occasionnelle et passagère qu'elles peuvent entraîner.

2. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, lundi 29 juin 1998.

La confidentialité des scrutins détruit également tout vestige d'une responsabilisation individuelle des membres du Directoire quant à leurs actes. Elle encourage une recherche excessive de consensus et de compromis. Si elle est mise en œuvre, cette confidentialité a de fortes chances de renforcer le pouvoir du Président par rapport à celui des autres membres. Et la seule défense dont disposent les autres membres du Directoire et du Conseil face à une monopolisation complète du pouvoir de décision par le Président se résume aux divulgations sélectives de renseignements et aux conférences de presse concurrentes dont la Bundesbank a été coutumière. C'est là un bien médiocre substitut à la nécessaire responsabilité démocratique.

Mais, si je pense que les procès verbaux des votes individuels devraient être rendus publics le plus rapidement possible, j'estime que les minutes devraient être anonymes. La justification de cette concession à l'opacité est d'ordre pratique. Des transcriptions textuelles, ou même des opinions sélectionnées mais attribuées individuellement à des membres, réduiraient à néant l'utilité des réunions du Conseil. Les membres viendraient avec des positions et des déclarations préparées qu'ils liraient pour enregistrement. Il n'y aurait aucune place pour une discussion ouverte sur des scénarios alternatifs ou sur des spéculations du type « que se passe-t-il si... ? ». Les réunions formelles deviendraient des moments tout préparés, destinées à un simple enregistrement. Les discussions réelles se déplaceraient ailleurs, ôtant la raison d'être de la publication des minutes.

Ce qui précède ne constitue pas un argument valable contre la publication d'un type de minutes présentant les faits et considérations clefs qui ont sous-tendu le vote de chacun des membres. La BCE a accepté de ne pas publier les minutes pour éviter d'envoyer de faux signaux aux marchés financiers. Selon les mots de Willem Duisenberg : « *Si nous faisons cela [publier les minutes], nous influencerions les anticipations des marchés avant la réunion suivante. Nous ne voulons pas faire cela* »³. Mais en ne publiant pas des minutes (anonymes) qui offrent un résumé correct des réunions du Conseil, tout ce que l'on obtient c'est de remplacer la spéculation *informée* des participants aux marchés par des spéculations *non informées*. Dans la théorie des jeux

3. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, lundi 23 juin 1998.

non coopératifs, figurent bien des exemples clairs de circonstances dans lesquelles la circulation d'informations supplémentaires réduit le bien-être ; mais il est réellement difficile d'imaginer des conditions qui relèvent de l'élaboration de la politique monétaire de la BCE, dans lesquelles une meilleure qualité et une pertinence accrue de l'information dégraderaient la performance économique. L'argument est entièrement non convaincant.

La BCE devra apprendre que l'indépendance, loin d'être incompatible avec l'ouverture et la responsabilité, ne peut, dans une société démocratique, survivre sans ces deux compagnons gênants. La BCE est le dernier avatar d'une tradition de banques centrales qui considèrent leur activité comme une vocation sacrée, quasi mystique, un culte dont les prêtres célèbrent les saints sacrements à l'abri des regards indiscrets des non-initiés. Cette mystique de la banque centrale, l'esprit de clan et de club qu'elle encourage parfois à l'excès n'a aucune raison d'être, et représente en outre une menace pour la légitimité des objectifs qu'une banque centrale est censée servir : la stabilité des prix, la prévention et la gestion du risque financier systémique ainsi que la minimisation des écarts de production et d'emploi par rapport au plein emploi. Les dispositions du Royaume-Uni concernant l'indépendance de la banque centrale, pourtant loin d'être parfaites, sont, sur presque tous les aspects, préférables à celles qui vont certainement être mises en œuvre par la BCE.

L'union monétaire implique un transfert de souveraineté nationale au niveau central ou fédéral. Si ce transfert de pouvoir n'est pas perçu comme légitime par les résidents de la zone euro, l'autorité des institutions de la BCE et du SEBC sera remise en question et contestée par ceux qui se sentent lésés. En règle générale, dans le passé, les banques centrales ont été créées quand était en place une structure gouvernementale plus forte et plus légitime qu'elle ne l'est aujourd'hui dans l'UEM. Il y a eu quelques exceptions. Les sept provinces qui formaient la République des Pays-Bas (au XVI^e siècle) établirent une union monétaire avec seulement les institutions (con)fédérales les plus faibles et avec une autorité budgétaire presque complètement décentralisée. La Belgique et le Luxembourg se trouvaient en union monétaire depuis 1922 sans une intégration politique poussée.

J'ai une très grande sympathie pour la position allemande traditionnelle selon laquelle une plus grande intégration politique aurait dû accompagner (ou même précéder) l'union monétaire. Pourtant, l'ensemble de l'expérience de l'intégration européenne, depuis la Communauté économique du charbon et de l'acier (CECA), a bien été une manœuvre politique sous couvert de coopération économique. Elle a été un succès jusqu'à présent, et cela pourrait continuer. Je me sentirais plus rassuré cependant si le Parlement européen devait voir ses pouvoirs renforcés au point de pouvoir exercer une surveillance effective sur la BCE. Le fait que le 14 janvier 1999 le Parlement européen, pour la première fois, n'a pas seulement aboyé mais a été sur le point de mordre, a donc été une très bonne nouvelle. Bien qu'il n'ait pas osé contraindre à la démission l'ensemble des 20 membres de la Commission suite aux allégations de fraude, de népotisme et de mauvaise gestion, il a effectivement mis la Commission en liberté surveillée jusqu'au 15 mars 1999, date à laquelle un comité indépendant doit établir un rapport sur ces allégations.

La coordination entre les politiques monétaire et budgétaire dans la zone euro a de grandes chances de poser durablement des problèmes. L'axe germano-néerlandais de la BCE se méfie de l'Euro-XI qu'il interprète comme une tentative de saper l'indépendance de la banque centrale. Cette inquiétude n'est certainement pas sans fondements, mais les dirigeants de la BCE ne semblent pas vraiment réaliser que des acteurs indépendants peuvent choisir de coordonner leurs actions, et que la coopération est possible, et utile, même quand les parties coopérantes ont des objectifs qui ne coïncident pas, voire qui divergent. La politique économique n'est pas un jeu à somme nulle, et la coopération et la coordination peuvent bénéficier à toutes les parties. Les déclarations du Conseil de la BCE, selon lesquelles la coordination des politiques budgétaire et monétaire ne fait pas partie de son mandat, sont déplacées.

Le premier objectif du Système européen des Banques centrales, tel qu'il est défini dans l'article 2 des statuts du Système européen des Banques centrales et de la Banque centrale européenne (statuts du SEBC), est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjuger de l'objectif principal de stabilité des prix, le SEBC devra soutenir les politiques économiques générales de la Communauté en vue de contribuer à l'accomplissement des objectifs de la Communauté. Il ne semble pas

déraisonnable de penser qu'une coordination appropriée des politiques monétaire et budgétaire est l'un des objectifs de la Communauté. À condition qu'elle ne sape pas la stabilité des prix, la réussite d'une coordination appropriée entre politique monétaire et budgétaire est donc aussi l'une des tâches de la BCE.

Même lorsque le problème de méfiance mutuelle peut être surmonté, trouver le bon équilibre et la coordination adéquate entre les politiques monétaire et budgétaire reste dans le meilleurs des cas un défi, même en présence d'une seule autorité monétaire et d'une autorité budgétaire unique. Au Royaume-Uni, avant que la Banque centrale ne devienne indépendante, une autorité unique, le chancelier de l'Échiquier, déterminait les politiques monétaire et budgétaire. Les résultats de la politique de stabilisation macroéconomique du Royaume-Uni depuis la Seconde Guerre mondiale n'ont pourtant rien pour faire vraiment envie au reste du monde. La coordination entre la BCE et les 11 ministres des Finances sera autant un défi logistique qu'un problème politique.

Tant que la situation budgétaire moyenne des États-membres ne sera pas suffisamment inférieure au plafond du Pacte de stabilité et de croissance (c'est-à-dire un budget structurellement équilibré et un ratio du déficit budgétaire global par rapport au PIB qui n'excède pas 3 %), et donc tant que les accroissements contracycliques des déficits du secteur public ne pourront pas remplir leur fonction traditionnelle de réducteur de l'amplitude du cycle, l'utilisation de la politique budgétaire pour la stabilisation conjoncturelle dans la zone euro sera sévèrement limitée. La seule alternative serait la non-application des plafonds de déficit budgétaire. Quelques aménagements vont sûrement être trouvés, mais je m'attends à ce que ces plafonds représentent, pour un certain nombre de gouvernements de la zone euro dans les deux prochaines années, une contrainte forte.

Étant l'unique joueur du concert économique européen qui possède à la fois le violon et l'archet, seule la BCE pourra pallier les retournements conjoncturels non anticipés. Il est dès lors très encourageant que cette nouvelle institution ait démontré, par l'action politique pré-natale du 3 décembre 1998, qu'elle pouvait suivre une ligne ferme de stabilité des prix sans souffrir d'une rigidité cadavérique quand il s'agit de répondre aux développements qui menacent l'économie réelle.

L'UEM réussira-t-elle à promouvoir une plus grande prospérité au niveau de la zone euro que ce qu'aurait pu permettre un arrangement monétaire alternatif ? Mon sentiment est qu'elle apportera sans doute une contribution positive en matière de stabilité macroéconomique, à condition que les gouvernements nationaux réforment leurs stabilisateurs budgétaires automatiques pour générer des déficits plus contracycliques.

Des coûts de transactions plus faibles et une plus grande transparence des prix aideront à parfaire le marché commun, à limiter la discrimination par les prix et d'autres pratiques restrictives. Ce sont des bénéfices non négligeables et qui en valent la peine, bien qu'il ne faille pas en attendre des effets extraordinaires.

Une des questions clefs pour les membres continentaux de l'UEM est de savoir si les impulsions dans les réformes structurelles concernant les marchés du travail, des produits et financiers, si notoires dans la course vers l'UEM, ne vont pas s'évanouir maintenant que le prix a été remporté. On observe dans de nombreux pays des signes du syndrome FPM ou syndrome de « fatigue-postmaastrichtienne ».

Ni sur le plan technique, ni sur le plan économique, l'UEM n'implique un degré plus élevé d'harmonisation des politiques réglementaires, fiscales et de subvention, ou un budget fédéral européen plus important. Cependant, l'approfondissement de l'intégration des marchés consécutive à la mise en place progressive de l'Acte unique européen va conduire les hommes politiques des États-membres à harmoniser les impôts et les réglementations sur les facteurs de production les plus mobiles. Les asymétries entre les taux d'imposition (et entre les taux de subvention et les niveaux de réglementation) sont supportables tant que les bases d'imposition sont relativement immobiles. Plus celles-ci sont mobiles entre les juridictions fiscales, plus grande est la pression à l'égalisation des taux. Les mécanismes politiques de la concurrence sur les taxes, les subventions et les réglementations, forceront cette convergence des taux au niveau le plus faible pour les impôts, au niveau le plus élevé pour les subventions et au niveau le plus souple pour les réglementations. C'est pourquoi les travailleurs et les consommateurs supportent finalement l'essentiel du poids de tous les impôts, quelle que soit la région administrative où ils sont payés et collectés. Les récents appels d'Oskar Lafontaine à une plus grande harmonisation des impôts

sur l'épargne et les entreprises ne vont vraisemblablement pas rester sous silence. C'est une réponse aux pressions du marché, qui, relayées par les mécanismes politiques de la concurrence fiscale, conduisent les taux marginaux effectifs concernant les bases d'imposition mobiles à converger vers le niveau le plus bas.

Dans la mesure où l'UEM représente en fait l'étape suivante dans l'agenda fédéraliste européen, elle va créer un élan politique vers un degré plus grand de centralisation ou d'harmonisation de la prise de décision sur certains aspects de la vie économique et sociale, et vers une plus grande redistribution transfrontière entre les États-membres. Fondamentalement pourtant, c'est l'intégration économique réelle voulue par Margaret Thatcher quand elle a signé l'Acte unique européen, qui va fournir, via les marchés, la principale impulsion vers une plus grande harmonisation des taux d'imposition, des taux de subvention et des niveaux de réglementation.

Le Royaume-Uni rejoindra-t-il l'UEM et quand ?

Aujourd'hui, il n'est plus question de savoir si le Royaume-Uni va rejoindre l'UEM, mais quand il va le faire. Le lancement réussi de l'euro, et les rappels récurrents, par un environnement international instable, des bénéfices inhérents à l'appartenance à la plus grande zone de stabilité monétaire, ont déplacé la perception que peuvent avoir les classes politiques éclairées du rapport entre les coûts et les bénéfices de l'adhésion à l'UEM.

Le Royaume-Uni rejoindra l'UEM dès qu'un référendum sur cette question pourra être gagné, après la première élection générale remportée par un parti ou une coalition pro-UEM, et sitôt que les membres actuels de l'UEM lui permettront de le faire. Il n'est absolument pas évident que tous les *ins* accepteront avec enthousiasme que le Royaume-Uni devienne membre, s'il se décide à en faire la demande et au moment où il le fait. L'histoire sert ici d'avertissement. Après que le Royaume-Uni, sous le gouvernement conservateur du premier ministre Harold Macmillan, a eu déposé sa candidature pour rejoindre le Marché commun en 1961 (contre l'opposition du Parti travailliste de Hugh Gaitskell, qui accusa le Premier ministre de trahir 1 000 ans d'histoire), le général de Gaulle opposa son veto par deux fois, en 1963 et 1967.

Il est vrai que le traité de Maastricht stipule que tout pays remplissant les critères d'adhésion définis dans le traité devrait être admis dans l'union monétaire. Cependant, le gouvernement du Royaume-Uni a jusqu'à présent exprimé sa détermination de ne pas (re)joindre le mécanisme de change, l'un des critères imposés dans le traité. Il est probable (ce sujet est discuté de façon plus approfondie ci-dessous) que les membres actuels de la zone euro devront décider ensemble si la livre sterling a été suffisamment stable pour assurer la qualification du Royaume-Uni à l'adhésion à l'UEM. Ce sera une décision politique, et le Royaume-Uni pourrait être contraint d'en payer le prix, voire d'essuyer un autre veto.

Ainsi, un ancien porte-parole des finances du SPD, Ingrid Matthäus-Maier, a récemment déclaré dans une réunion privée de parlementaires britanniques que l'Allemagne escomptait que le Royaume-Uni paye le prix de son entrée dans un euro couronné de succès, et que l'acceptation de l'harmonisation fiscale pourrait faire partie de ce prix⁴.

Les obstacles intérieurs à l'adhésion du Royaume-Uni ne semblent pas représenter de réelles menaces. Alors que le gouvernement New Labour ne sera peut-être jamais dans une position aussi favorable pour remporter un référendum sur l'UEM (ou sur quoi que ce soit) qu'il ne l'était juste après sa victoire aux élections générales de 1997, il le gagnera très vraisemblablement, s'il mène une campagne active en faveur de l'adhésion et qu'il reste uni. Les seules circonstances que je puisse envisager dans lesquelles un référendum conduirait au rejet de l'adhésion de l'UEM seraient la combinaison, entre début 1999 et la date du référendum, de résultats monétaires désastreux dans la zone euro et de politiques monétaires et de changes exemplaires et couronnées de succès au Royaume-Uni. Clairement, si cela devait se produire, aucun gouvernement en pleine possession de ses facultés ne voudrait adhérer ; le problème ne se présentera donc pas.

Le chancelier de l'Échiquier a dressé une liste de cinq critères économiques qui devront être remplis avant que le Royaume-Uni ne souhaite rejoindre l'UEM. Ils portent sur :

– la convergence des cycles et des structures économiques ;

4. *Financial Times*, 14 janvier 1999, p. 8, "UK told price for EMU entry may be tax harmony".

- la flexibilité des marchés et des institutions ;
- l'effet de l'adhésion à l'UEM sur les investissements à long terme au Royaume-Uni ;
- l'effet de l'adhésion à l'UEM sur la City ;
- l'effet de l'adhésion à l'UEM sur la croissance, la stabilité et l'emploi.

Ces cinq critères sont suffisamment vagues pour n'avoir aucun contenu opérationnel réel. Quand le jour viendra, les partisans de l'UEM déclareront qu'ils sont vérifiés et les opposants affirmeront qu'aucun ne l'est.

Je serais surpris que le Royaume-Uni reste en dehors de l'UEM après 2003. Il pourrait même adhérer bien avant cette date.

Les coûts de la non-adhésion du Royaume-Uni

Des coûts existent, tant pour le Royaume-Uni que pour les membres actuels de la zone euro. En ce qui concerne le Royaume-Uni, les coûts politiques sont importants. Le Royaume-Uni n'a pas voix au chapitre, ni au Conseil de la BCE ni à l'Euro XI⁵. Il aura une place de second rang dans l'élaboration de la politique macroéconomique en Europe, même pour les questions extérieures à l'UEM. En outre, jusqu'à ce que le Royaume-Uni devienne membre de l'UEM, il aura le statut de second violon dans le concert politique européen. Cette perte d'influence s'étendra bien au-delà de la sphère économique.

Quant aux coûts économiques pour le Royaume-Uni, ils sont tout autant macroéconomiques que microéconomiques, notamment sectoriels. Concernant les coûts de transaction microéconomiques, un pays qui envisage de se joindre à une union monétaire compare généralement le coût ponctuel de l'adoption de la nouvelle monnaie au flux perpétuel d'économies sur les coûts de conversion entre monnaies. Mais, d'après moi, le Royaume-Uni va devenir membre de toute

5. L'Euro XI, ou Conseil de l'euro, est une réunion informelle des ministres des Finances des pays membres de la zone euro qui se déroule avant la réunion mensuelle du Conseil Ecofin, c'est-à-dire des ministres des Finances de l'ensemble des pays de l'UE. Institué à partir de juin 1998, l'Euro XI a notamment pour objectif de promouvoir la coordination des politiques économiques des pays participants à l'euro. Il n'a aucune capacité juridique à prendre des décisions.

façon, la seule question en suspens étant alors celle de savoir à quelle date ; les coûts ponctuels liés à l'adoption de l'euro devront donc être supportés. L'analyse en termes de comparaison coûts-bénéfices revient dès lors à comparer le gain réalisé en retardant l'adhésion (et son coût ponctuel) de quelques années à la perte durant ces années des bénéfices liés aux économies de coûts de conversion. La valeur actualisée de l'attente est vraisemblablement négative.

La situation de Londres en tant que centre financier international sera vraisemblablement fragilisée. Le dommage sera certainement mineur au début (les irritations liées au système Target⁶, le besoin de tenir la comptabilité en deux monnaies au lieu d'une), mais il pourrait devenir plus sérieux si le statut d'*outsider* du Royaume-Uni devait être perçu comme persistant.

Les centres financiers internationaux sont en principe très mobiles. Ils peuvent être localisés partout où il y a un accès au téléphone (et à Internet). Pour beaucoup de transactions financières, la localisation physique du marché n'est plus nécessaire. Les emplois créés par l'industrie des services financiers tendent à être concentrés géographiquement en raison des externalités de réseaux liées aux regroupements et à la proximité. D'autres facteurs comme la langue, les infrastructures et la qualité de vie jouent également un rôle. Cependant, ces facteurs de localisation sont assez limités et ne devraient pas être considérés comme acquis. L'atout le plus important de Londres en tant que principal centre financier international en Europe tient sans doute au fait qu'il n'est pas Francfort.

En ce qui concerne la gestion macroéconomique, si la livre reste à l'extérieur de la zone euro, elle sera menacée par une démonétisation progressive susceptible d'entraîner des complications pour la gestion monétaire au Royaume-Uni. Des exemples existent déjà d'un transfert des fonctions de numéraire et de monnaie de facturation de la livre à l'euro, même pour des transactions internes. Les fonctions de moyen de paiement et d'intermédiaire des échanges de la livre seront de la

6. Littéralement *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer* ou système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel. Le système Target est un système de règlement interbancaire des paiements transfrontaliers en temps réel en euros. Il a été développé par la Banque centrale européenne et les banques centrales des pays membres de l'UE.

même façon grignotées peu à peu, d'abord dans les transactions internationales, puis dans les transactions intérieures par des agents qui traitent de larges volumes d'affaires libellées en euro, et à terme à travers l'économie intérieure tout entière. Les fonctions de numéraire et de moyen de paiement de la livre ne disparaîtront pas complètement, tant que le Royaume-Uni n'aura pas rejoint l'UEM. Mais la démonétisation graduelle de la livre (ou l'« euroisation » du Royaume-Uni) compliquera la conduite de la politique monétaire au Royaume-Uni, ce qui réduira les coûts liés à l'abandon de l'autonomie monétaire.

La livre sterling sera une mini-devise dans un monde dominé par deux maxi-devises, le dollar et l'euro et une monnaie de taille moyenne, le yen. Quelles que soient la sagesse et l'habileté des gestionnaires monétaires du Royaume-Uni, la mobilité sans restriction des capitaux financiers et le flottement du taux de change vont vraisemblablement conduire à des fluctuations excessives et des déséquilibres persistants du taux de change effectif de la livre. Le flottement du change et l'autonomie de la politique monétaire nationale comportent des bénéfices potentiels. Ils permettent de répondre et d'ajuster l'économie de façon efficace aux chocs exogènes. Face à ces bénéfices, il faut compter avec les coûts des chocs et de l'incertitude inutiles et évitables, créés ou propagés et amplifiés de façon inefficace par un taux de change flottant associé à des marchés financiers intégrés techniquement efficaces.

Finalement, il reste le risque déjà mentionné que, lorsque le Royaume-Uni décidera d'adhérer, les membres actuels de l'UEM ne le laisseront pas faire (ou en tout cas, imposeront délais, coûts et autres motifs d'irritation et d'embarras).

Les coûts de la non-participation britannique pour les membres actuels de l'UEM comprennent tout d'abord et avant tout l'adoption d'un modèle et d'un *modus operandi* pour la BCE qui perpétuent certaines des pires caractéristiques des banques centrales en matière de secret, de manque de transparence et de responsabilité tant individuelle que collective. Les textes réglementaires du traité de Maastricht et du traité d'Amsterdam auraient pu être affinés et améliorés par une saine dose de « conception institutionnelle en temps réel » à la britannique. D'ici à ce que le Royaume-Uni monte à bord, les pratiques, conventions et procédures opérationnelles de la BCE

deviendront vraisemblablement beaucoup plus difficilement modifiables dans une direction qui la rendrait plus transparente et plus comptable de ses actes.

En outre, au détriment des membres actuels de la zone euro, le statut d'outsider du Royaume-Uni affaiblit au sein de l'Union européenne la coalition libérale favorable à l'économie de marché au profit du front dirigiste. Les économies continentales ont pris beaucoup de retard vis-à-vis des réformes de grande ampleur des marchés, des structures fiscales et des États-providence qui leur sont nécessaires. Ce sont l'Allemagne et la France qui ont le moins progressé sur la route de la réforme structurelle, et elles paraissent à présent reculer même en ce qui concerne la reconnaissance de sa nécessité. Les chances que l'UEM fonctionne comme un levier pour les réformes structurelles de la zone euro sont amoindries par l'exclusion que s'impose le Royaume-Uni.

Le Royaume-Uni et le « SME II »

La lettre de la loi est ambiguë. Le critère initial (une participation satisfaisante au SME pendant deux ans préalablement à l'entrée dans l'UEM) s'appliquait à la première vague d'adhésion, mais pas forcément aux adhérents tardifs. La dérogation accordée au Royaume-Uni dans le cadre de l'UEM crée une ambiguïté supplémentaire. Ni l'Italie ni la Finlande n'ont respecté le critère initial. S'il devait être étendu aux nouveaux entrants, les bandes de fluctuations appropriées ne sont pas clairement définies (2,25 % ou 15,00 %).

Les juristes peuvent discuter des subtilités constitutionnelles. Mais pour une gestion macroéconomique sensée au Royaume-Uni, il est important de résister à tout mouvement visant à imposer un régime de type SME avec des bandes de fluctuations étroites. Un régime de taux de changes fixes mais ajustables est, dans le contexte d'une libre mobilité internationale des capitaux, un accident en puissance. L'histoire de la chute de l'UEM en 1992-1993 peut être relue avec profit.

Si un arrangement de type SME II était adopté pour le Royaume-Uni, la cible d'inflation définie pour la Banque d'Angleterre par le gouvernement du Royaume-Uni devrait être abandonnée, pour être remplacée

par un objectif de taux de change. Ce n'est que si on lui donne priorité sur tout autre objectif interne que la défense d'une parité de change (ou d'une bande étroite de fluctuations) peut être crédible. Le bénéfice de la crédibilité tient à la possibilité d'atteindre un objectif de change donné par une modification plus faible des taux d'intérêt.

Une stratégie alternative, et selon moi supérieure, serait de maintenir l'objectif actuel d'inflation jusqu'à la date à laquelle le gouvernement du Royaume-Uni décide de rejoindre l'UEM et les membres actuels de l'UEM décident de le laisser entrer. En ce qui concerne la définition de l'objectif d'inflation, il serait techniquement facile de passer de l'actuel indice des prix de détail du Royaume-Uni (paiements d'intérêt exclus) – RPIX – à l'indice harmonisé des prix à la consommation de la zone euro – HICP. Puisque le taux annuel d'inflation du Royaume-Uni pour l'indice HICP (1,4 %) est en dessous de celui pour le RPIX (2,5 %), il serait sensé de réduire la cible d'inflation au Royaume-Uni (actuellement de 2,5 % par an en accord avec l'indice RPIX) au moment du changement de définition. L'objectif actuel de la BCE pour l'indice HICP est un taux annuel d'inflation compris entre 0 et 2 %. Pouvoir inscrire le taux d'inflation au Royaume-Uni dans cet intervalle ne semble pas constituer un défi insurmontable.

La décision d'adhérer à l'UEM comprend deux éléments déterminants : une *date* et un *taux*. Je suppose que lorsqu'ils auront été choisis, ils seront irrévocables et crédibles. Il ne fait aucun doute qu'il y aura d'importants marchandages quant au taux. Dès qu'une date et un taux auront été définis, la priorité donnée à un objectif d'inflation choisi de façon indépendante au Royaume-Uni sera forcément compromise. Plus la date d'adhésion sera proche (et plus l'écart entre le taux courant prévalant alors et le taux d'adhésion sera faible), plus la gestion des taux d'intérêt et la marge de flexibilité du taux de change au Royaume-Uni seront contraints par la condition de parité des taux d'intérêts après l'adhésion avec ceux des autres membres de l'UEM⁷.

7. Dans un régime de libre mobilité des capitaux, les rendements anticipés des titres étrangers et nationaux de même nature s'égalisent par le jeu de l'arbitrage, ce qui conduit à la relation dite de « parité des taux d'intérêt » : le taux d'intérêt national est égal au taux d'intérêt étranger, augmenté du taux de dépréciation anticipé de la monnaie nationale. Par conséquent, l'écart entre le taux de change actuel entre la livre et l'euro et le taux connu de l'adhésion, qui est nécessairement le taux de variation anticipée du taux de change actuel de la livre, doit être égal au différentiel de taux d'intérêt entre le Royaume-Uni et le Continent. Plus le taux de change de la livre est proche du taux d'adhésion, plus contrainte est la politique monétaire du Royaume-Uni (c'est à dire la gestion du taux d'intérêt).

Une option qui rendrait l'adhésion relativement moins douloureuse serait d'adopter la cible d'inflation des membres de l'UEM dès que la date et le taux seront choisis.

Tout cela est en train de se produire ou se produira bientôt. La zone euro progresse et le Royaume-Uni reste encore une fois sur la ligne de touche. On ne peut qu'espérer que cette petite nation d'Europe occidentale reconnaîtra rapidement où se situe son destin.

14 janvier 1999