

FINANCES ET MONNAIES EUROPÉENNES : LA RÉVOLUTION DE 1989

Passé pratiquement inaperçu lors de son adoption par les chefs d'État et de gouvernement européens en 1986, l'Acte unique européen, et singulièrement son volet douanier, qui prévoit la création, au 1^{er} juillet 1993, d'un marché unique européen des biens, a, au cours des mois passés, envahi le discours politique et les médias, jusqu'à acquérir le caractère incantatoire d'un refrain trop entendu. Les discours et analyses abondent sur ce qu'implique le grand marché des biens en matière de comportement des entreprises françaises et de fiscalité indirecte sur les produits.

Au contraire le thème de l'intégration financière est souvent ignoré ou, au mieux, traité sur le mode mineur. Il y a lieu de s'en étonner si l'on songe d'une part que l'échéance en est beaucoup plus rapprochée — les principales mesures de libéralisation des mouvements de capitaux et des services financiers sont censées être effectives avant la fin de 1989 — et d'autre part que les conséquences potentielles et les implications en matière de politique économique nationale — fiscalité des valeurs mobilières et politique monétaire — auront sans doute une portée considérable sur la souveraineté économique de la France.

Quelle fiscalité des capitaux en Europe ?

L'annonce du rétablissement d'un impôt annuel sur le patrimoine — l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) — a relancé le débat sur les risques de fuite des capitaux que comporterait un alourdissement de notre fiscalité de l'épargne accumulée. Et il est vrai qu'il s'agit là d'un problème majeur, pas seulement dans le cas spécifique de l'ISF, mais plus généralement pour l'ensemble du dispositif de taxation des revenus de placement.

Disparités économiques et fiscales des secteurs financiers

Les secteurs financiers des différents pays européens sont caractérisés par la grande diversité de leur situation économique. Opérant sur des marchés parfois très protégés, parfois au contraire très ouverts à la concurrence étrangère, façonnés par des décennies de traditions réglementaires et d'habitudes d'épargne fortement marquées par les cultures nationales, elles-mêmes très hétéroclites, ces secteurs financiers sont sans doute plus hétérogènes que les branches industrielles. Leurs performances (gamme des produits offerts, prix des services, rentabilité...), si elles n'ont pas souvent fait l'objet d'études comparatives aussi poussées que dans le cas des industries⁽¹⁾, semblent elles aussi extrêmement diverses.

La fiscalité applicable aux différents produits financiers de cette gamme étendue de combinaisons rendement-risque est elle-même très variée. Certains États, tels, officiellement, et

Luxembourg et, dans une certaine mesure, la RFA — où l'évasion fiscale sur les revenus de placement des ménages est, semble-t-il, considérable et tolérée en l'absence d'obligation de déclaration par les banques — font figure de paradis fiscaux, tandis que d'autres, telle la France, appliquent scrupuleusement un code fiscal complexe et très discriminant selon les produits. Faute, là encore, d'études synthétiques comparant systématiquement les rendements nets d'impôts des divers placements dans les différents pays, on ne peut avoir qu'une impression de l'hétérogénéité de régimes fiscaux, qui semble considérable⁽²⁾.

Le nouvel espace financier européen

Le processus d'intégration financière en Europe a longtemps marqué le pas sur les réalisations du Marché commun des biens et les politiques communes. Timidement amorcé au début des années soixante par plusieurs directives communautaires de libéralisation des mouvements de capitaux, il a été très vite inversé par le recours systématique des États aux clauses de sauvegarde prévues dans ces directives. En réalité jusqu'au début des années quatre-vingt les marchés financiers européens étaient plus cloisonnés que les marchés des biens et services. L'essor remarquable des activités bancaires au cours des deux décennies s'est donc opéré dans un cadre national, pour l'essentiel, et l'internationalisation qui s'est effectivement produite n'a touché que certaines activités spécifiques. Visant surtout à contourner les réglementations nationales, elle a été mondiale beaucoup plus qu'européenne.

Depuis quelques années le retard de l'intégration financière a été plus que comblé. Le mouvement général de déréglementation et de décloisonnement des marchés financiers à l'échelle nationale permet aujourd'hui une gestion souple de tous les portefeuilles, rendus plus fluides par l'abaissement des obstacles aux transactions. Fruit des directives communautaires de 1972,

⁽¹⁾ Voir, pour des comparaisons détaillées de prix des produits et services non financiers, le rapport de la Commission des Communautés européennes : « 1992 : la nouvelle économie européenne », *Économie européenne*, n° 35, 1988. Le numéro suivant (« La création d'un espace financier européen », *Économie européenne*, n° 36, mai 1988) ne présente aucune étude de ce type.

⁽²⁾ Le « rapport Lebègue » récemment publié par le Conseil national du crédit (*La fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché intérieur européen*, CNC, Paris, juin 1988) recense les régimes fiscaux des produits financiers dans les douze pays des CE, mais n'évalue pas l'impact global de la fiscalité sur les portefeuilles. Une telle évaluation avait été tentée dans une précédente étude (Alain Gubian et Jacques Le Cacheux : « Fiscalité des placements liquides et financiers de ménages en France, en RFA et aux États-Unis », *Revue de l'OFCE*, n° 18, janvier 1987) ; elle ne concerne cependant que deux pays européens et ignore le problème de l'évasion fiscale en RFA.

enfin appliquées, la liberté des changes et des mouvements de capitaux est désormais assurée dans tous les pays des CE, à l'exception des membres les plus récents (Grèce, Espagne et Portugal).

L'Acte unique européen surtout introduit des innovations majeures concernant la liberté d'établissement des institutions financières étrangères et de prestation de services dans les différents pays, liberté qui sera alors virtuellement complète. Dès 1989 la plupart des obstacles à la libre concurrence entre organismes de placement collectif devraient aussi être levés. Pour l'essentiel donc, le nouvel espace financier européen, presque aussi parfaitement intégré que le sont actuellement les secteurs financiers nationaux, sera achevé avant le marché unique des biens et services.

Les risques de « délocalisation » : vers l'exonération des revenus de placement ?

Cette évolution ne peut que se traduire par un accroissement considérable de la substituabilité entre les différents instruments de placement, selon des critères de rendement net. Certes la mobilité des capitaux en Europe est déjà forte. Mais alors qu'elle ne concerne aujourd'hui qu'un nombre relativement réduit d'investisseurs, dont les portefeuilles sont, il est vrai, de grande taille, le processus actuel d'intégration devrait, grâce à la liberté d'établissement, étendre cette faculté à l'ensemble des épargnants. Dans de telles conditions, il est probable que la substituabilité entre produits financiers se révèle bien plus grande qu'entre les biens et services non financiers — « l'argent n'a pas d'odeur » ! Il n'a pas de patrie non plus !

La concurrence accrue entre institutions financières présentera sans doute des avantages pour les épargnants — choix élargi, tarification plus économique... Toutefois elle comporte un risque important de « délocalisation » de l'épargne nationale de certains pays qui, pour une raison ou une autre, se trouveraient être moins compétitifs. Si un tel processus ne devait aboutir qu'à la disparition des institutions financières les moins performantes, il serait souhaitable, en dépit des coûts (en termes d'emploi surtout) de reconversion qu'il comporte. Mais si l'on peut penser qu'un marché libre réalisera une allocation efficiente de l'épargne européenne entre les projets les plus rentables, le financement de certains types d'investissements jugés prioritaires — logement social, recherche... — risque de s'en trouver compromis⁽⁵⁾, et celui d'éventuels déficits publics un peu moins aisé.

Enfin et surtout cette intégration financière obligera à une harmonisation fiscale, bien plus poussée sans doute que pour la TVA sur les produits si, comme on peut le penser, la mobilité des capitaux se révèle beaucoup plus forte que celle de la plupart des biens et services. Une telle harmonisation ne pourra probablement être qu'un alignement sur le moins-disant fiscal⁽⁶⁾. Comment en effet imaginer que des pays, comme le Luxembourg, dont la fortune financière repose largement sur les privilèges fiscaux qu'ils octroient libéralement, acceptent de bon gré toute autre solution ? Et contrairement au marché unique des produits, protégé par un tarif extérieur commun, le nouvel espace financier européen sera aussi ouvert sur les marchés financiers internationaux que le sont aujourd'hui certains des pays membres (Luxembourg et Royaume-Uni sur-

tout)⁽⁵⁾, puisque, comme on l'a souligné, l'intégration financière est plus mondiale qu'européenne : les paradis fiscaux ne manquent pas hors d'Europe !

L'intégration monétaire précipitée ?

La suppression de la plupart des entraves aux transactions financières, se traduisant par une substituabilité accrue entre actifs libellés dans les différentes devises, ne peut manquer d'avoir des conséquences majeures dans le domaine de la monnaie. En effet un système monétaire régional, quel qu'il soit, ne peut fonctionner en assurant simultanément la fixité des parités, la liberté totale tant des changes que des mouvements de capitaux et l'autonomie des politiques monétaires nationales⁽⁶⁾.

Depuis près de deux ans déjà on peut observer les implications de la libéralisation des mouvements de capitaux en France. Le maintien d'une parité fixe à l'égard du mark, devise de référence en fait, sinon en droit, de l'actuel Système monétaire européen (SME), contraint les autorités monétaires françaises à pratiquer une politique monétaire alignée, pour l'essentiel, sur celle de la Bundesbank. Cela implique l'abandon de ce fait de tout objectif monétaire quantitatif et une gestion des taux d'intérêt subordonnée aux mouvements des taux allemands, eux-mêmes plus souvent dictés par les fluctuations du dollar que par des considérations d'ordre interne à l'Europe⁽⁷⁾.

Les mesures de libéralisation financière prévues pour 1989 ne pourront qu'accentuer cette dépendance des taux d'intérêt, si l'on veut préserver des parités dont la fragilité se trouvera encore aggravée par la forte substituabilité entre actifs financiers. Dès lors l'objectif affiché d'un « franc fort », rendu crédible par un recours sans hésitation à des manipulations de taux d'intérêt chaque fois que nécessaire, ne saurait être présenté comme un objectif national. Un franc idéalement fort ne pourra être obtenu que par une subordination complète de la politique monétaire française à celle de la Bundesbank. « Le roi est nu... » : le franc fort ne serait qu'un satellite de la monnaie allemande. Le processus d'intégration financière est sans doute plus ou moins inéluctable ; mais la France aurait, dans ces conditions, avantage à encourager une unification monétaire complète⁽⁸⁾ — la création complète d'une véritable monnaie et d'une véritable banque centrale communes — dans la gestion de laquelle elle pourrait faire entendre sa voix.

L'institution prochaine du « nouvel espace financier européen » a donc toutes chances de remettre en cause, et beaucoup plus radicalement semble-t-il que le « marché unique », l'autonomie de décision des États membres dans deux domaines vitaux de leur souveraineté économique : la fiscalité, qui risque de ne plus devoir peser que sur les seuls facteurs peu mobiles — donc essentiellement le travail et, dans une moindre mesure, l'immobilier — et la gestion de la monnaie. En faudra-t-il bien davantage pour que soit instauré à l'échelon européen un véritable organe de contrôle démocratique, supranational et souverain ?

Jacques LE CACHEUX
Département des études de l'OFCE

⁽⁵⁾ Un recours aux subventions budgétaires directes ou aux bonifications d'intérêt est cependant envisageable dans ces cas.

⁽⁶⁾ Voir les propositions, somme toute modérées, contenues dans le « rapport Lebègue », *op. cit.*

⁽⁷⁾ La Commission des CE a bien fait quelques propositions pour instituer une « protection extérieure commune » contre les mouvements spéculatifs (cf. *Économie européenne*, n° 36, *op. cit.*) ; mais, malgré leur timidité, elles risquent de se heurter à l'opposition déterminée de certains États membres.

⁽⁶⁾ Cf. Michel Aglietta, dans : « Régimes monétaires, monnaie supranationale, monnaie commune », document de travail CEPIL, Paris, juin 1988.

⁽⁷⁾ Cf. Jacques Le Cacheux et François Lecoine, « Les contradictions du Système monétaire européen », *Lettre de l'OFCE*, n° 50, décembre 1987. On pourrait certes imaginer une gestion plus « coopérative », ou concertée, des taux d'intérêt dans le SME. Force est cependant de reconnaître que tel n'a pas été généralement le cas.

⁽⁸⁾ Cf. Jean-Marcel Jeanneney, « Les effets d'une monnaie européenne », *Lettre de l'OFCE*, n° 53, mars 1988.

UNE CROISSANCE RAISONNABLE

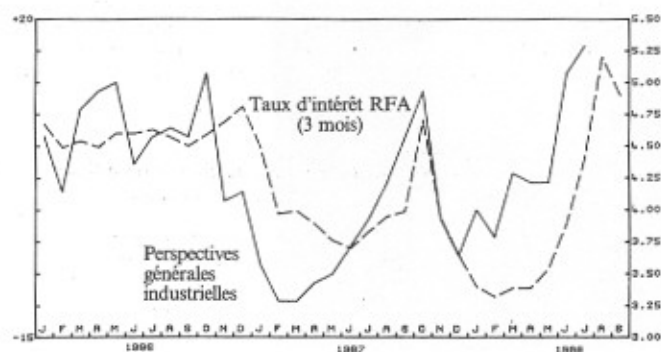
Voilà une rentrée comme on n'en a pas connu depuis longtemps. Il y a neuf ans, à l'automne 1979, les industriels français tenaient sur l'activité le même discours qu'à présent : nette progression récente de la production, carnets de commandes se remplissant allégrement, stocks jugés inférieurs à la normale. Un constat rassurant, qui les poussait à prévoir la poursuite de la croissance à un rythme à peine ralenti. Oublié l'accès de pessimisme enregistré six mois plus tôt, à la suite de la flambée du pétrole brut. Las, l'hiver s'achevait à peine que l'économie de 1980 plongeait vers la récession. Les prévisionnistes n'avaient eu que le tort de l'annoncer un an trop tôt. A force de crier au loup, il arrive quand personne n'y croit plus.

L'histoire économique se répète-t-elle à l'identique ? A l'évidence non. C'était pour avoir décalqué sans précaution les enchaînements consécutifs au premier choc pétrolier que l'on avait annoncé prématurément les conséquences du second. Sans prêter suffisamment attention aux politiques économiques bien distinctes menées à ces deux occasions. En 1974 l'équilibre budgétaire était la norme et le dollar vivement recherché pour payer le pétrole. En 1979 la RFA et le Japon jouaient à fond la relance et le dollar était pléthorique. Les contraintes financières ont ainsi mis plus de temps la deuxième fois à assiéger le secteur privé.

Et maintenant ? Doit-on s'attendre à voir revirer l'opinion dans le sens pessimiste ? La question vaut d'être posée car il y a bien eu resserrement des contraintes financières pendant six mois aux États-Unis, et depuis trois mois en Europe. On peut heureusement y répondre négativement. Les tendances des demandes nationales sont bien orientées, mais sans emballement. L'investissement productif en est partout le principal moteur. Les difficultés d'approvisionnement en matières premières semblent de nature temporaire et les ressources en énergie sont abondantes. Rien dans l'avenir proche ne paraît devoir imposer aux politiques économiques un de ces brutaux changements de cap à l'origine de tant de récessions. D'ailleurs, qu'on s'en réjouisse ou non, l'extrême sensibilité des marchés financiers, en raison directe de leur taille croissante liée aux déficits persistants, dicte aux gouvernants leur conduite. Signe des temps : si les économistes s'acharment tant à affiner leurs théories des jeux coopératifs, c'est sans doute que le décloisonnement des marchés impose déjà la coordination dans les faits.

La France progresse au rythme de son environnement extérieur. Les révisions sur la croissance de 1988 poursuivent, en

Climat des affaires en France et contrainte financière



Sources : INSEE, Bundesbank (dernier taux à mi-septembre)

l'amplifiant, celles concernant 1987. La progression du PIB sera d'au moins 3 % cette année et celle de la production manufacturière d'environ 4 %. La branche automobile résiste beaucoup mieux que prévu en cette fin de cycle supposée, les autres industries de consommation maintiennent un cap légèrement ascendant. Les biens intermédiaires ont surmonté leur hésitation de début d'année et s'alimentent de la bonne tenue du BTP et de la reprise des biens d'équipement professionnel.

La demande en provenance de l'étranger paraît satisfaisante, mais la demande intérieure prend les devants depuis le printemps, alors que les deux évoluaient parallèlement l'an passé. Il y a une apparente saturation de la consommation et surtout de l'automobile chez nos partenaires commerciaux, qui est moins marquée en France. Il y a surtout chez nous un dégel de l'investissement qui vient combler le retard pris dans les années 1984-1985 à la suite des mauvais résultats de 1982-1983.

Le pouvoir d'achat des ménages s'accroît d'environ 2 % cette année, comme l'an dernier. Cependant les gains ont été plus faibles au premier semestre en raison d'un profil irrégulier des prix. Une compensation à la hausse est à l'œuvre, d'autant qu'aucun relèvement de cotisation sociale n'est intervenu. La consommation peut donc reprendre sa progression, un moment interrompue.

La forte augmentation des profits de 1987 bénéficie logiquement à l'effort d'équipement présent. Dans l'industrie le taux d'investissement avoisine les 15 % de la valeur ajoutée. Ce niveau, inconnu depuis 1974, n'a rien d'excessif en soi. Il est même vraisemblablement insuffisant pour interrompre la montée des tensions sur les capacités de production. On est donc tenté de considérer comme un minimum la hausse de 7 % en valeur de l'investissement 1989 annoncée par les industriels en juin dernier.

En effet les profits de 1988 ne sont pas pour le moment menacés par la montée des coûts, tandis que la baisse octroyée des taux d'intérêt peut décider les PME qui resteraient hésitantes face au coût du crédit.

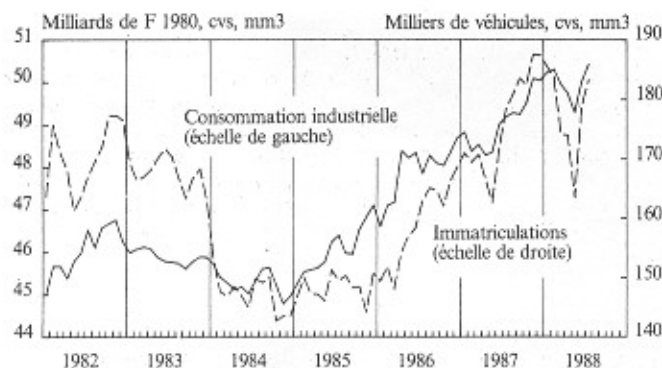
Le stockage considérable de produits manufacturés retracé par les comptes nationaux depuis dix-huit mois reste une énigme dans la mesure où il n'est recoupé par aucune enquête qualitative ou quantitative menée par l'INSEE. En tout état de cause, réel ou fictif, il ne saurait être considéré comme une menace potentielle pour l'activité. Les seuls à se plaindre d'un niveau excessif seraient les commerçants tournés vers la consommation dont on attend un renforcement.

Reste la montée de la contrainte financière internationale évoquée plus haut. Bien sûr elle n'épargne pas la France et il serait vain de croire pouvoir s'y soustraire. Il faut continuer à supporter des taux d'intérêt réels élevés, condition actuelle de maintien du franc à sa parité. Mais il n'y a pas là que des inconvénients : c'est un appel à investir efficacement dans un contexte où le dollar, principale monnaie de financement, reste bon marché.

Philippe SIGOGNE
Directeur du département des diagnostics de l'OFCE

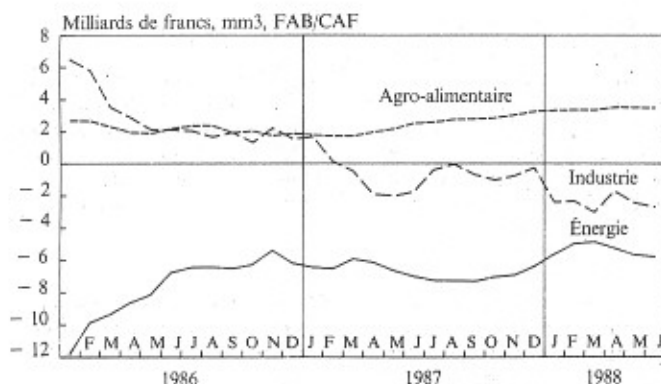
FRANCE

Consommation industrielle et immatriculations d'automobiles



La consommation des ménages en produits manufacturés, qui avait baissé depuis février, s'est redressée en juillet, puis s'est consolidée en août malgré un léger recul. Cette reprise, accompagnée par celle du pouvoir d'achat, apaise les craintes d'un plafonnement de la demande de biens durables que justifiaient le haut niveau atteint par celle-ci à la fin de 1987 et le retournement qui s'ensuivit. Les achats de véhicules neufs ont rythmé les mouvements de la consommation de produits industriels : leur repli, amorcé au début de l'année, s'est accusé en juin (-16,3%) dans l'attente du nouveau millésime. Le rebond des immatriculations en juillet et le bon chiffre du mois d'août permettent une progression du marché de 5,5% sur les huit premiers mois et laissent augurer un nouveau record en 1988 (après 2,1 millions de véhicules en 1987).

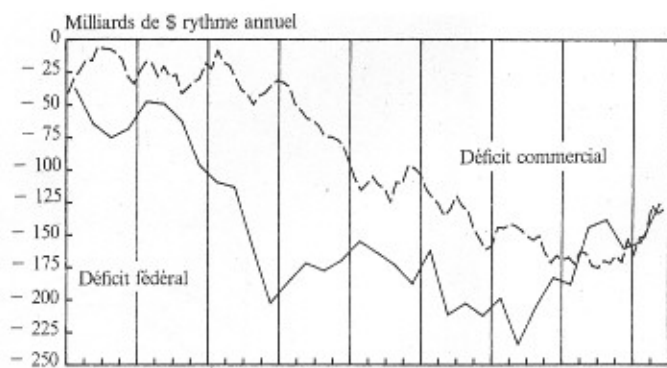
Soldes extérieurs



De janvier à juillet 1988 le déficit commercial (FAB/FAB) a atteint 2,1 milliards par mois, au lieu de 2,6 en 1987. L'excédent agro-alimentaire s'est élevé à 3,6 milliards par mois, au lieu de 2,4 en 1987 ; progression des exportations, en particulier de céréales, et modération des importations grâce à la forte baisse du prix des produits tropicaux importés (café, cacao) se sont combinées. Le déficit énergétique a été réduit à 5,4 milliards par mois, au lieu de 6,8 en 1987, car de fortes baisses de prix et de volumes importés ont eu lieu au premier trimestre. Mais le déficit industriel s'est creusé : 2,6 milliards par mois au lieu de 0,7 l'an passé, soit une perte annuelle de près de 23 milliards s'il se stabilisait à ce niveau. La progression des exportations a été compensée par des importations élevées, surtout de biens d'équipement, mais aussi de biens de consommation courante.

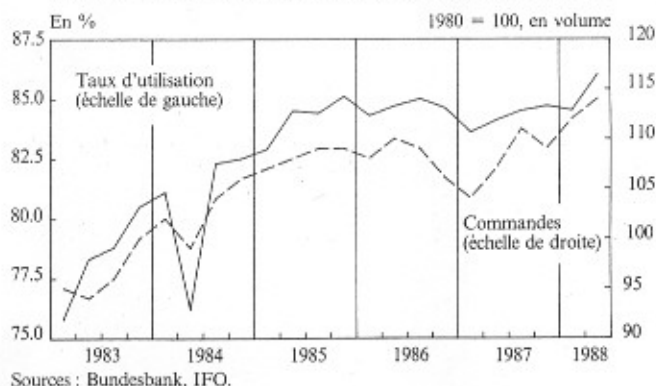
ÉTRANGER

Déficits budgétaire et commercial aux États-Unis



Aux États-Unis la résorption des déficits, budgétaire et extérieur, s'est confirmée sur la première moitié de l'année. Tandis que l'accord entre l'Administration et le Congrès de novembre 1987 a abouti à une limitation des dépenses fédérales, les recettes sont supérieures aux prévisions en raison d'une activité soutenue, en partie due au dynamisme des exportations. Dans ces conditions le déficit fédéral pourrait être en 1988 inférieur à la limite fixée par la loi Gramm-Rudman-Hollings (144 milliards). Les exportations bénéficient des effets de la forte dépréciation du dollar et d'une demande mondiale particulièrement dynamique. La baisse du taux de pénétration amorcée au premier trimestre 1988 semble se poursuivre à en juger par les chiffres du commerce extérieur récents. Les importations ont à nouveau reculé en valeur en juillet (9%). En conséquence le déficit commercial a continué à se réduire (9,5 milliards en juillet, après 13,2).

Utilisation des capacités et entrées en commande en RFA



En RFA l'activité est restée soutenue au deuxième trimestre après un très bon début d'année. Sur les six premiers mois le PNB a augmenté de 3,9% par rapport au premier semestre de 1987. La croissance de la production manufacturière (4,9% en juillet sur un an) a porté l'utilisation des capacités à 86% en juin selon l'enquête de l'IFO, soit le plus haut niveau atteint depuis 1973. Ce secteur a été dynamisé par de substantielles commandes étrangères en biens intermédiaires et d'équipement et par la reprise de l'investissement national. La progression de la demande extérieure, peu liée jusqu'à présent à la dépréciation du DM (de 3,5% en termes effectifs de janvier à juillet) pourrait en bénéficier au second semestre, rendant peu probable une réduction des excédents commercial et courant cette année.

L'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) publie sous le même titre « Observations et diagnostics économiques » une Revue trimestrielle et, le quatrième mercredi du mois, une Lettre mensuelle. Les signataires s'expriment à titre personnel.

ABONNEMENTS Tarifs 1988	LETTRE 10 n°/an	REVUE 4 n°/an	REVUE ET LETTRE
Institutions, entreprises	140 F	310 F	400 F
Particuliers	70 F	200 F	240 F

Les demandes d'abonnement sont à adresser à l'OFCE avec un chèque à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications.