

ENTRETIEN AVEC
JEAN PEYRELEVADE

PRÉSIDENT DIRECTEUR GÉNÉRAL DE L'UAP

*« La monnaie unique met fin à l'arbitrage
entre politique monétaire et politique budgétaire »*

REF : Vous êtes l'un des auteurs d'un rapport du Commissariat général du Plan paru en 1989 sur les perspectives de l'union monétaire en Europe. Quel regard portez-vous aujourd'hui sur ce rapport et particulièrement sur le principal thème abordé, celui du risque de délocalisation de l'épargne ?

Jean Peyrelevede : Je dirai que ce rapport avait développé — les faits l'ont montré — une bonne problématique même si, pour ce qui concerne le risque de délocalisation de l'épargne que vous évoquez, les auteurs, dont je suis, l'ont effectivement exagéré. Mais il y a de longs développements sur la nécessité de préserver, voire de favoriser, l'épargne longue et contractuelle qui me paraissent toujours opportuns.

295

Ceci dit, il s'agit de savoir pourquoi la délocalisation de l'épargne a été aussi faible. Je crois que la réponse réside, pour beaucoup, dans l'obstacle psychologique à négocier avec un banquier ou un assureur étranger, dans une langue étrangère et dans une devise étrangère. Et ce risque-là n'a pas encore pu se produire, compte tenu de l'évidente difficulté pour l'homme de la rue à traiter des contrats ou acheter des produits ou des services dans une monnaie autre que sa propre monnaie nationale. Qui aujourd'hui, même parmi les professionnels de la finance, peut énoncer, de mémoire, les onze taux de change de la Communauté ?

— Et avec la monnaie unique ?

— Ce jour-là, les problèmes financiers se poseront dans des termes absolument différents. Car, du point de vue des clients, l'origine des produits n'aura plus aucune importance. Et contrairement à ce qu'avancent les adversaires de la monnaie unique, il y aura un saut qualitatif considérable.

Ce qui d'ailleurs pose d'autres questions, spécialement celles concernant l'harmonisation juridique, fiscales, prudentielle des législations et réglementations. Ces questions sont, pour l'instant, abordées de manière assez timides

par les gouvernements et la Commission de Bruxelles elle-même. Mais il est clair que le jour où un professionnel de la finance pourra choisir à partir de quelle capitale européenne il proposera un produit à l'ensemble de ses clients européens, dans une même monnaie (la monnaie unique), il pourrait, simultanément, déterminer le lieu où l'ensemble du panier juridico-fiscal sera le plus accueillant. C'est à ce moment-là que nous courrons le risque d'avoir une délocalisation d'activités considérable.

— *Est-ce que cela signifie, à vos yeux, que l'harmonisation des systèmes financiers, elle, n'est pas encore à l'ordre du jour ?*

— Aujourd'hui, en dépit de la libéralisation des mouvements de capitaux, nous fonctionnons avec des pratiques différentes, des règles prudentielles peu homogènes, des droits différents, etc. Nous pouvons travailler sans délocalisation de l'épargne parce que nous sommes chacun dans un espace protégé par un obstacle : le change.

A partir du moment où l'opération de change disparaît et où les clients, quels qu'ils soient, se voient offrir la même monnaie comme support de leur épargne, où les systèmes nationaux ne seront plus protégés par cette barrière, je suis absolument convaincu que les autorités européennes seront obligées d'avancer beaucoup plus loin qu'elles ne le pensent dans l'harmonisation des systèmes en matière juridique, comptable, fiscale et prudentielle.

— *Est-ce que le rythme affiché vous convient ?*

— Oui. Vous savez, compte tenu de ce que je viens de dire, plus on va vite, mieux cela vaut. Nous allons entrer, le 1^{er} janvier 1993 dans une phase de transition qui va consacrer l'ouverture du grand marché sans qu'il y ait eu les nécessaires harmonisations dont je viens de parler. Alors, il faudra diminuer le plus possible cette période transitoire inconfortable.

— *Où en est la construction européenne en matière de services financiers ?*

— Nous tournons autour de la même difficulté. La logique de la Commission de Bruxelles est de ne pas se préoccuper à l'excès des problèmes d'harmonisation mais de fixer des règles générales, notamment en matière prudentielle. Et puis, elle laisse à chaque Etat le soin de les appliquer. A bien y regarder, elle ne se préoccupe pas d'harmonisation fiscale, fort peu d'harmonisation juridique et assez peu d'harmonisation réglementaire. Elle considère que sa responsabilité est d'ouvrir les marchés, d'où la libre prestation de services, d'établissement d'agrément, etc. L'objectif est que le jeu de la concurrence résultant de cette ouverture démontre à certains Etats qu'ils ont des règles désuètes, mal adaptées, qu'elles leur font perdre des avantages acquis, etc. L'harmonisation devrait se faire par le jeu de la concurrence. C'est pourquoi, selon cet objectif, les

Etats qui seront hors-concurrence devront, de gré ou de force, s'adapter à l'intérieur du système général. Nous sommes dans cette phase là et cela avance vite. Pour ce qui nous concerne à l'UAP, nous commencerons à distribuer, au printemps 1993, des produits d'assurance-vie dans toute l'Europe, à partir d'un point unique.

Mais cette approche n'est pas durablement compatible avec une monnaie unique. Les défauts d'harmonisation seront intolérables. S'il n'y a pas d'harmonisation un tant soit peu coordonnée, nous verrons naître une menace que nous avons envisagée dans le rapport du Plan, celle d'un alignement au rabais sur le « moins-disant ».

Le grand bond en avant, c'est la monnaie unique. Dans nos systèmes d'entreprises micro-économiques, la monnaie unique va constituer une révolution. L'erreur que nombre d'entre nous avons commise, c'est d'avoir daté le début de cette révolution dès la construction du SME : à l'expérience, il reste très protecteur des organisations de marchés nationales. Je parle, bien entendu, des marchés bancaires et financiers.

— *L'une des critiques contre le SME portait sur la fixation des taux d'intérêt. Elle semble toujours d'actualité...*

— C'est vrai, il est de bon ton de critiquer le SME sur le thème de la fixation des taux d'intérêt, qui se ferait, sous l'influence de l'Allemagne, à un niveau trop élevé. Et il est vrai que la meilleure mesure de politique économique que l'on pourrait prendre aujourd'hui serait si c'était possible, un abaissement général des taux d'intérêts européens. Avec le SME, chaque pays est autonome en matière de politique monétaire. Il peut fixer ses taux d'intérêts comme il l'entend, en toute souveraineté, sauf à vérifier que la valeur de sa monnaie reste située à l'intérieur de la fourchette, le taux de change est fixé par le taux d'intérêt. On est bien obligé de constater que l'Allemagne, pour perler de notre grand partenaire, n'est pas le seul pays à avoir des taux d'intérêt artificiellement élevés parce qu'il refuse de faire un effort de réajustement budgétaire. On pourrait citer aussi l'Espagne, l'Italie et la Grande-Bretagne.

Ce que je veux souligner c'est qu'aujourd'hui n'importe quel pays peut échapper à un effort budgétaire ou fiscal en augmentant ses taux d'intérêts car il a le choix de l'arbitrage entre politique monétaire et politique budgétaire. Pour moi, la monnaie unique a ce très grand avantage de mettre fin à cette possibilité d'arbitrage.

Actuellement, les pays les plus vertueux en matière de politique budgétaire se voient pénalisés par ceux dont le comportement est plus laxiste en la matière. Là, sur ce point précis, réside l'insuffisance du SME. Il ne faut pas seulement reprocher à certains pays de pratiquer une politique de taux d'intérêt élevés mais plutôt de ne pas mettre de l'ordre dans leurs finances

publiques et corrélativement, dans leurs politiques de rémunérations salariales. Il ne faut pas confondre le symptôme et le mal.

Demain, avec la monnaie unique, le choix entre politique monétaire ou budgétaire disparaîtra donc : un seul taux d'intérêt fixé par une seule institution, la Banque centrale européenne. C'est alors que chaque pays retrouvera la pleine obligation de retrouver ses équilibres économiques par les instruments de la politique budgétaire.

— *Estimez-vous que cette nouvelle politique monétaire permettra de mieux rivaliser avec le dollar et le yen ?*

— La clef, c'est l'équilibre externe qui définira les grands axes de la future politique monétaire européenne. Autrement dit, il ne faut pas que le taux d'inflation européen soit supérieur aux taux américains ou japonais. Nécessairement, les pays européens qui seront les mauvais élèves de l'inflation seront montrés du doigt.

Cela d'ailleurs ne peut que me réjouir, puisqu'un assureur, par nature, est un anti-inflationniste convaincu.