

La création d'un marché unifié de capitaux dans la CEE

Robert RAYMOND

Directeur général des études à la Banque de France

124

L'Acte unique européen entreprend la première révision d'ensemble des mécanismes communautaires, tels qu'ils ont été définis par le traité de Rome. Il vise à réaliser avant la fin de 1992 un marché unique des biens, des services et des capitaux au sein de la Communauté européenne. Dans le domaine de l'économie réelle, cette initiative implique en particulier que l'on renonce aux perceptions aux frontières, ce qui exige une harmonisation au moins partielle des taux d'imposition des marchandises. Des progrès en matière de normes, de recherche et de développement, un rapprochement de la compétitivité des secteurs productifs nationaux sont nécessaires pour asseoir la concurrence sur des bases homogènes.

Ce projet comporte un volet financier, qui en constitue l'autre aspect, non moins important. Il repose sur deux éléments qui sont complémentaires et ne peuvent être dissociés, bien qu'ils répondent à des logiques différentes : la suppression du contrôle des changes et la libre prestation de services financiers.

La suppression intégrale du contrôle des changes consiste, au-delà du libre règlement des transactions courantes, à éliminer toute restriction aux mouvements de capitaux.

La libre prestation de services financiers autorisera tout établissement à servir des clients dans un autre pays membre sans s'y installer (autrement que, le cas échéant, sous la forme d'un simple bureau de représentation) et, par conséquent, sans se soumettre aux règles de toutes sortes (fiscales, monétaires et prudentielles) qui y sont en vigueur.

S'y ajoute *a fortiori* le principe de la reconnaissance mutuelle qui permet à une banque d'un pays de la Communauté de s'implanter sans restriction dans un autre.

La libre circulation des capitaux donnera à la libre prestation de service son plein impact. Réciproquement, la seconde mesure incitera à des délocalisations d'actifs financiers, ceux-ci venant se loger dans le pays où ils sont le mieux traités. Ces déplacements d'un système bancaire à l'autre, d'une place financière à l'autre, se feront avec ou sans conversion d'une monnaie en une autre.

MARCHÉ UNIFIÉ DE CAPITAUX

L'ÉTABLISSEMENT D'UN MARCHÉ PARFAIT DE CAPITAUX

Ressenties par les professionnels comme une source de concurrence plus acharnée et de risques supplémentaires, l'élimination des restrictions de changes et la libre prestation de services financiers sont envisagées comme un acte positif par leurs promoteurs. Elles visent, en effet, à établir un marché de capitaux parfait, qui se prête à une affectation optimale des ressources disponibles et atteigne une dimension suffisante pour équilibrer les autres pôles monétaires du monde, aucun marché national n'ayant en Europe à lui seul la taille critique. Elles ne sauraient être dissociées des perspectives à long terme offertes par le traité de Rome en vue d'une intégration économique et monétaire ultérieure. Elles doivent donc marquer une étape dans cette voie.

Les conséquences de ces réformes ne s'arrêtent pas au seuil de la Communauté. Il suffit qu'un pays membre au moins n'ait aucun contrôle des changes (et tel est bien le cas) pour que toute restriction éliminée par un autre pays membre doive l'être *erga omnes*. Cela veut dire qu'au terme du processus (sauf à ce que l'Allemagne ou le Royaume-Uni rétablissent des contrôles, ce qui est improbable), les pays de la Communauté seront totalement ouverts aux transferts de capitaux, entre eux et vis-à-vis de l'extérieur.

En matière de prestations de services, tous les partenaires européens imposent par la force des choses une série de disciplines aux institutions financières qu'ils hébergent. Il s'agit donc pour eux de s'entendre sur des positions harmonisées. Cela est également vrai pour les règles d'accueil de banques étrangères.

La disparition générale des contrôles des changes exposera l'ensemble des résidents européens à la séduction de paradis fiscaux situés hors d'Europe ; toutefois, ce n'est pas là une situation nouvelle, au moins pour les pays qui ont déjà aboli toute restriction ; il ne faut donc pas en exagérer les risques. Le salut réside dans la qualité de la régulation monétaire et l'efficacité des places financières en Europe.

125

Les deux axes de la libéralisation financière (capitaux et services) ne sont d'ailleurs plus de nature à provoquer une révolution. Aucun système de contrôle des changes n'est étanche. Les restrictions, lorsqu'elles existent, ne s'appliquent qu'aux résidents, ne limitent généralement pas leurs emprunts à l'étranger, peuvent être contournées par la fraude et par des comportements économiques rationnels comme le *termaillage (leads and lags)*. Au surplus, l'innovation financière s'est traduite par une intégration partielle et technique des marchés.

On peut en conclure que pour les pays qui n'y sont pas encore, le passage à la liberté ne fera qu'accentuer (plus ou moins, selon les cas) une contrainte extérieure qui est déjà présente. Beaucoup de pas ont d'ailleurs été faits dans cette direction depuis que le principe de base de l'Acte unique a été approuvé.

La contrainte extérieure est évidemment différente pour les pays qui adhèrent au mécanisme de changes fixes et pour les autres. Elle est très forte pour les premiers : l'un d'entre eux ne peut se débarrasser sans danger du contrôle des changes que s'il est dans une situation macro-économique semblable à celle de ses partenaires et si le statut administratif et fiscal des capitaux y est convenablement harmonisé avec les leurs. À défaut, il s'expose à des fuites de capitaux (ou des entrées) exigeant des interventions lourdes et une révision soudaine de ses taux d'intérêt, s'il veut préserver la parité de sa monnaie.

Les pays dont la monnaie n'est pas enserrée dans des marges de fluctuations disposent en apparence d'une plus grande souplesse. Toutefois, s'ils ne réunissaient pas les conditions économiques et techniques nécessaires pour que l'abandon des contrôles ne déstabilise pas leur taux de change, ils retrouveraient la contrainte

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

extérieure par le biais des effets induits d'une dépréciation de leur monnaie, notamment sur les prix.

UN RÔLE ACCRU DU TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Dans ces conditions, les instruments de la politique monétaire ne peuvent qu'évoluer vers un rôle accru du taux du marché monétaire. Des modes de contrôle quantitatif du crédit, tels qu'ils ont été adoptés dans maints pays, et en France, de 1972 à 1986, ne seront plus praticables. Leur efficacité, déjà entamée par l'innovation financière, ne résiste pas à la liberté des changes : un emprunt en devises couvert à terme devient alors un substitut parfait à un emprunt en monnaie nationale.

Les réserves obligatoires pourront encore être utilisées dans le cadre national, mais sans excès. Elles sont, en effet, ressenties par les banques comme une taxation et entrent donc dans le lot des contraintes qui ne peuvent s'écarter trop d'une moyenne européenne sans risque d'éviction.

Enfin, un effort d'harmonisation préalable (à la libération des actes financiers et à la libre prestation) peut se révéler nécessaire dans deux domaines principaux :

- la fiscalité financière ; or, celle-ci est particulièrement complexe en France :
 - fiscalité des revenus de l'épargne (régime des intérêts obligataires, des livrets défiscalisés, des dividendes, modalités de déclaration),
 - fiscalité du capital épargné (détaxation partielle de l'acte d'épargne, régime des plus-values),
 - fiscalité des intermédiaires financiers,
 - à la limite même, fiscalité des entreprises, qu'il faut étudier sous l'angle de la compétitivité, et qui rend l'investissement direct plus ou moins rémunérateur,
 - fiscalité spécifique des entreprises et des opérations du secteur financier ;
- les ratios et codes de conduite de toutes natures. Sur ce terrain, des rapprochements sont en cours à l'échelle européenne et même entre les Dix.

UNE ZONE DE STABILITÉ DES TAUX DE CHANGE

Même si tous les pays de la Communauté n'ont pas adhéré pour l'instant au mécanisme de change à marges étroites, le SME fait partie intégrante du projet européen. Il a pour but de ménager une zone de stabilité des taux de change, considérée comme une étape vers l'intégration monétaire. Celle-ci sera complète lorsqu'existera une monnaie européenne, c'est-à-dire une unité monétaire dont la quantité en circulation serait réglée par une autorité unique — une banque centrale européenne.

Il est clair que nous n'en sommes pas encore à ce stade ultime qui suppose un abandon explicite de souveraineté, nécessitant des révisions constitutionnelles (comme celle de la loi fondamentale portant statut de la Bundesbank).

L'Acte unique n'impose pas des transformations aussi profondes. Prenons donc pour point de départ ce qui existe, c'est-à-dire le fonctionnement actuel du SME pour la France, qui s'est soumise aux disciplines des marges de fluctuations étroites.

Dans ce cadre, et même à supposer que les précautions d'ordre technique aient été prises, la suppression du contrôle des changes qui avait pour effet de retarder ou d'atténuer les variations du taux de change modifie les conditions d'exercice de la politique monétaire.

Il existe une incompatibilité théorique entre la liberté des transferts, la fixité des taux de change et l'autonomie de la politique monétaire. L'adoption des deux premiers paramètres oblige à renoncer au troisième et impose une convergence, en principe parfaite, des résultats économiques. La question se pose alors de savoir qui va

MARCHÉ UNIFIÉ DE CAPITAUX

déterminer les résultats à atteindre ensemble, c'est-à-dire les objectifs finals des politiques monétaires coordonnées.

Le raisonnement qui vient d'être présenté est évidemment très théorique. En effet, d'une part, la convergence ne saurait être totale à tout instant, d'autre part, le mécanisme de change européen ne saurait être assimilé à une fixité rigoureuse.

Le mécanisme de change comporte deux souplesses : les marges de fluctuation (aussi étroites soient-elles) et les réalignements. La pratique est que ces derniers sont effectués le plus tard possible et que les changements de parités sont — sauf exception — en retrait par rapport à la correction intégrale des différentiels d'inflation accumulée. Il en résulte pour les pays inflationnistes un effet vertueux sur les prix (les prix à l'importation restent en retard sur les prix extérieurs) et une incitation à améliorer les facteurs structurels de la compétitivité, sous peine de perdre durablement des parts de marché. Depuis 1979, c'est un fait qu'en Europe les taux d'inflation ont de mieux en mieux convergé.

Si l'on admet qu'en donnant leur accord à l'Acte unique européen les Gouvernements ont entendu progresser vers l'unité européenne et non compromettre la stabilité monétaire récemment acquise, au surplus encore imparfaite et fragile, c'est qu'ils ont implicitement accepté l'idée de veiller plus attentivement à améliorer et préserver la convergence de leurs économies.

On s'est interrogé sur ce qui devait converger. Les détenteurs d'actifs financiers sont à l'évidence sensibles à l'érosion monétaire et à l'accumulation de déficits ou d'excédents des paiements courants. Toutefois, les opérateurs établissent aussi leurs anticipations en tenant compte de l'orientation générale de la politique conjoncturelle, de la politique budgétaire, etc.

Les défauts de convergence doivent — si l'on veut maintenir des taux de change stables — être compensés par des écarts de taux d'intérêt et donner lieu, dès qu'ils sont visibles, à des mesures correctrices crédibles.

127

Plus les contrôles sont allégés, plus aisément les anticipations des opérateurs se traduisent par des transferts de fonds. Il faut donc s'attendre à ce que la liberté des mouvements de capitaux rende plus difficile le maintien de cours stables. Toute divergence entre données fondamentales, ou même toute nouvelle aussitôt interprétée par le marché (ce qu'on appelle la « psychologie du marché »), exigeront une réplique plus musclée des banques centrales sous forme d'interventions et/ou de variations de taux d'intérêt internes. Toute tentative de mener une politique autonome, tout changement de cap solitaire seront plus vite sanctionnés par une crise de change.

Aussi bonne soit-elle, la convergence n'apporte cependant pas une garantie absolue, car les opérateurs peuvent estimer malgré tout qu'à terme le risque n'est pas identique sur toutes les monnaies du système. Ils sont influencés par les événements politiques internes de chaque pays et leur sentiment sur l'aptitude de chaque pays à absorber des chocs externes. La libération des mouvements de capitaux rend donc opportun un renforcement du SME et, particulièrement, des mécanismes de solidarité qu'il comporte.

Quant à la manière de coordonner plus étroitement les politiques économiques (fiscales, par exemple) et monétaires, elle ne rencontre pas d'obstacles institutionnels majeurs dans la mesure où les cercles de concertation existent : réunions au niveau ministériel, Comité monétaire, Comité des Gouverneurs. C'est la pratique qu'il convient de faire évoluer. Il est clair que, pour les pays qui ont réussi à ramener leur taux d'inflation vers zéro, le débat entre autonomie et coordination n'a pas de sens : ils ont conscience d'avoir accompli leur devoir tant national qu'europpéen et jugent qu'il appartient à leurs partenaires de s'aligner sur eux (conception dite asymétrique du SME). Les petits pays très ouverts se rallient facilement à cette thèse, dans la mesure

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

où il est essentiel pour eux de maintenir un taux de change stable avec la monnaie la moins inflationniste. D'autres pays européens militent pour l'élaboration d'objectifs communs, sans que la charge de l'ajustement pèse exclusivement et constamment sur les monnaies les moins fortes du système. Ce débat nourrira les rapports intra-communautaires dans les années à venir. □

ef