

Le SME : performances et perspectives *

Daniel Gros

Niels Thygesen

Cette étude propose, dans une première partie, une analyse du fonctionnement passé du Système européen (SME), mettant l'accent sur les contributions du système à l'objectif — prioritaire en Europe ces dernières années — de stabilité monétaire. La position de la RFA et la nature asymétrique du SME en ont été les ingrédients essentiels. Les contrôles de mouvements de capitaux destinés, au contraire, à sauvegarder une certaine autonomie monétaire des pays à monnaie réputée faible, n'ont peut-être pas été aussi efficaces qu'on le croit. Dans le passé des périodes turbulentes et des périodes « tranquilles » ont alterné. Les autorités monétaires disposent, pour tempérer l'instabilité des taux des changes, de trois instruments : les interventions sur les marchés pour soutenir les devises attaquées, le maniement des taux d'intérêt et, en dernier recours, les changements de parité. La détermination de défendre la parité fait apparaître la notion de crédibilité attachée au SME. Le fonctionnement du système paraît caractérisé par un biais déflationniste, à travers le maintien de taux d'intérêt réels élevés, qui pèsent sur les politiques budgétaires des Etats participants.

Une seconde partie s'attache aux perspectives qui se profilent à l'horizon de 1992. Bien que le SME se soit révélé plus robuste que prévu, le dernier réalignement de janvier 1987 souligne l'insuffisance de sa gestion en cas de poursuite de la chute du dollar et d'une ouverture de tous les marchés des capitaux, deux facteurs qui favorisent les substitutions de devises. A terme ce phénomène de substitution pourrait remettre en cause la maîtrise des agrégats monétaires et l'efficacité de la politique monétaire. Ne devrait-on pas alors favoriser le développement de l'Ecu comme monnaie refuge ? Il ne peut s'agir d'un problème immédiat, car il faudra d'abord résoudre le problème de la

* Cet article constitue une version révisée et abrégée des deux premières parties d'une étude intitulée : « The Achievements, Current Issues and Direction for the Future », publiée sous forme de document de travail n° 35 par le « Center for European Policy Studies » de Bruxelles (CEPS) en mars 1988. Cette étude faisait suite aux travaux d'un groupe d'économistes et de banquiers constitué par le CEPS sous la présidence du professeur Niels Thygesen. Toutefois seuls les auteurs sont responsables des opinions qui y sont émises. Les auteurs remercient Nadine Mendelek de l'université de Paris X-Nanterre pour le travail de traduction et de rédaction de cet article. Le professeur Niels Thygesen tient en outre à exprimer sa gratitude à l'Institut d'études politiques de Paris, à l'Observatoire français des conjonctures économiques. Il remercie tout particulièrement le professeur Jean-Paul Fitoussi pour les discussions fructueuses qu'ils ont eues en janvier 1988 à l'occasion de son séjour à Paris.

participation de la livre sterling et de la peseta à l'accord de change du SME.

Pour l'avenir la question est de savoir si un régime de changes fixes est compatible avec les évolutions qui se dessinent : un moindre recours à des politiques de lutte contre l'inflation, voire leur abandon ; un besoin persistant de modification des prix relatifs ; des disparités entre les dettes publiques, financées dans certains pays membres par une création monétaire plus rapide.

Le système monétaire européen a relativement bien fonctionné jusqu'à présent, et cela malgré les violentes perturbations qui l'ont secoué et ont mis à rude épreuve sa souplesse de gestion. Désormais les contraintes qui pèsent sur son fonctionnement se sont modifiées et le système doit faire face à de nouveaux défis, tant sur le plan intérieur qu'extérieur. L'enjeu est primordial pour l'avenir des relations économiques, non seulement européennes, mais aussi internationales.

Rétrospective des performances du Système monétaire européen

Le SME et la stabilité des taux de change

Lors de la réunion du Conseil européen de décembre 1978 les fondateurs du SME avaient affiché leur volonté de créer une zone de stabilité monétaire en Europe. Cette notion ne fut jamais clairement définie, mais elle comprenait à la fois l'ambition de promouvoir la désinflation dans les pays membres et celle de stabiliser les taux de change intra-SME.

Il est difficile de repérer empiriquement l'existence d'un biais déflationniste inhérent au SME. Les taux d'inflation des pays participants ont fortement baissé dans la plupart des cas, après la flambée des prix consécutive au second choc pétrolier ; mais cette tendance a été partagée par l'ensemble des pays de l'OCDE, à un degré parfois supérieur par le Royaume-Uni et les Etats-Unis, ce qui a favorisé l'appréciation de leurs taux de change effectifs. Ce fut la conséquence des politiques monétaires restrictives poursuivies dans ces deux pays.

Le SME semble avoir fourni un cadre utile et pratique pour le partage des gains issus de la désinflation acquise au cours de la phase des tempêtes allant de 1980 à 1983. Plusieurs pays membres ont en effet affirmé leur volonté politique de poursuivre un objectif précis de taux de change, plutôt que de recourir à une politique plus agressive de dévaluations compétitives, comme le firent la Grèce, la Suède et l'Australie lors de la récession de 1981-1982. Cela aurait pu tenter les pays à monnaies faibles du SME, si celui-ci ne leur avait offert une autre alternative. Si les dévaluations pratiquées pour la lire italienne, le franc français, le franc belge et la couronne danoise, avaient été plus fortes, le taux d'inflation moyen de chacun de ces pays et celui du SME dans son ensemble auraient largement dépassé la moyenne des pays de l'OCDE. On peut donc dire que le SME a réellement contribué à la stabilité monétaire européenne jusqu'en 1983.

Deux démarches ont été utilisées pour mesurer la variabilité à court terme des taux de change intra-européens. L'une consiste à considérer la variabilité des taux de change nominaux, l'autre un indicateur de compétitivité reflétant l'évolution des prix et des coûts. La variabilité des taux de change nominaux semble appropriée, si l'on s'attache à l'objectif de stabilité nominale du SME, afin d'évaluer le succès ou l'échec du système. Toutefois les taux de change bilatéraux pouvant être modifiés en réponse à un différentiel d'inflation, l'indicateur de compétitivité paraît plus pertinent du point de vue des producteurs et consommateurs. En fait les résultats obtenus par l'une et l'autre méthode convergent vers la même conclusion.

La première démarche fut adoptée par les auteurs d'une étude réalisée au Fonds monétaire international et intitulée : « Le SME : développements récents ». L'exploitation des données statistiques révèle que la *variabilité* des taux de change nominaux a diminué de 50 % après 1979 par rapport à la période de référence précédente, et que cette plus grande stabilité est à peu près partagée par tous les pays participants. Cette étude compare en outre la variabilité des taux de change intra-européens avec celle d'un groupe de pays n'appartenant pas au SME. Les auteurs en tirent deux enseignements : d'une part la stabilité des taux de change du système a été meilleure au sein du SME ; d'autre part la création du SME ne semble pas avoir modifié l'évolution des parités des pays non participants. Ainsi le SME a réussi à offrir un oasis de stabilité aux pays membres, sans pour autant influencer sur les rapports entre les devises du système et les monnaies tierces.

La seconde démarche qui consiste à mesurer la variabilité des taux de change nominaux par rapport aux variations des déterminants fondamentaux, représentatifs des mouvements à moyen terme des parités, nous paraît préférable, car nous pensons que les taux de change doivent être déterminés par des facteurs essentiels, tels que les politiques monétaires relatives, la croissance relative du revenu, les différentiels d'inflation, etc. Les taux de change seront alors considérés comme trop *volatiles* si la variabilité d'un taux de change nominal est supérieure à ce qui est justifié par l'évolution des déterminants sous-jacents. Il s'agit de repérer la nature de la volatilité observée et de déterminer si elle est d'ordre purement économique ou d'ordre financier et, dans le

cas où elle dépendrait d'éléments financiers, si elle augmente l'incertitude quant à l'évolution, déjà imprévisible, des facteurs économiques.

Cette démarche a été adoptée lors d'une étude faite au Center for European Policy Studies (Daniel Gros, CEPS, 1987). Deux hypothèses de base sont au cœur de l'analyse. L'une est que la politique monétaire nationale est un déterminant du taux de change ; l'autre qu'elle s'accorde avec les anticipations des opérateurs de marché sur la politique monétaire future pour infléchir l'évolution des parités. En appliquant ce raisonnement au taux de change entre le franc français et le mark, par exemple, il importe de mesurer les degrés d'influence des variations des déterminants fondamentaux sur la volatilité observée de cette parité et, plus particulièrement, d'évaluer ce qu'aurait pu être l'évolution de ce couple de devises si l'information des agents économiques quant à la position de la politique monétaire présente et future avait été parfaite.

Cette méthode a été appliquée aux douze principaux taux de change internationaux et testée sur la période allant de 1973 à 1984. Les résultats obtenus montrent que les variations des taux de change entre le mark et les autres monnaies participantes sont compatibles avec celles des déterminants fondamentaux. Par contre la volatilité des taux de change entre le mark et les monnaies externes au SME est supérieure à ce que l'on pouvait en attendre selon le raisonnement suivi (tableau 1).

1. Volatilité des taux de change et déterminants fondamentaux

	Variabilité des taux de change justifiés par les déterminants fondamentaux ^(a)	Variabilité réelle	Ratio de la variabilité réelle sur la « variabilité des déterminants fondamentaux »
Belgique	14	14	1,02
Danemark	15	20	1,27
France	21	20	0,91
Italie	36	42	1,16
Pays-Bas	12	12	1,08
Japon	16	21	1,36
Suède	20	24	1,20
Suisse	7	15	2,04
Grande-Bretagne ...	26	29	1,11
Etats-Unis	11	22	2,04

Source : Gros, Daniel ; « On the Volatility of Exchange Rates: A test of Monetary and Portfolio Balance Models of Exchange Rates », CEPS Working Document No. 31, table 2 b).

(a) Variabilité du taux de change de la monnaie nationale par rapport au DM qui serait justifié selon un modèle avec ajustement lent des prix ; données trimestrielles 1973 I à 1984 IV.

On voit dans le tableau que, par exemple, la valeur de 0,91 pour la France indique que la volatilité observée du taux de change du franc français est légèrement inférieure à ce qui était prévisible compte tenu des différences marquées entre les politiques monétaires allemande et française. Les valeurs de 1,02 et 1,08 pour la Belgique et les Pays-Bas

respectivement révèlent la compatibilité des évolutions des déterminants fondamentaux et des taux de change. Les chiffres supérieurs à deux, pour les Etats-Unis, le Canada et la Suisse, indiquent que la variabilité de ces monnaies flottantes a été supérieure à celle des données fondamentales, c'est-à-dire que leur volatilité a été élevée. Dans le cas suisse cela pourrait s'expliquer à la lumière de l'évolution du franc suisse avant 1979.

Les conclusions de cette étude du CEPS confirment celles de l'investigation menée au FMI et de bien d'autres recherches : le SME a favorisé la réduction de la volatilité entre les monnaies participantes et a permis aux autorités monétaires des pays membres de s'opposer aux forces déséquilibrantes des marchés. On ne peut toutefois démontrer qu'il ait infléchi les événements dans le reste du monde.

La volatilité réduite entre les monnaies européennes a permis aux producteurs européens de biens et services de répercuter la plus grande stabilité nominale des taux de change dans l'abaissement des coûts liés à l'ajustement de la production aux variations de prix dépendant des taux de change. Au-delà des avantages économiques, les performances du SME ont un impact politique fondamental, puisqu'elles constituent une étape décisive sur le chemin, semé d'embûches, de l'intégration monétaire européenne.

Le SME et la politique monétaire allemande

A l'origine des réticences allemandes à la formation du SME on retrouve la crainte traditionnelle que le système ne remette en cause l'objectif de stabilité des prix en soumettant les autorités monétaires à l'obligation illimitée d'intervenir sur les marchés des changes. Les événements n'ont offert aucun fondement à cet argument puisque l'inflation allemande, mesurée par l'indice des prix à la consommation, est passée d'un rythme annuel de 5 % entre 1979 et 1980 à près de zéro ces deux dernières années. Mais la tendance à la désinflation étant un phénomène généralisé, on ne peut imputer cette performance à l'existence même du SME. Le débat reste donc ouvert quant au degré de contrainte que le système peut exercer sur la conduite de la politique monétaire allemande.

Une étude réalisée au CEPS (Ulrich Camen, 1986) révèle que cette contrainte a été plutôt faible de 1979 à 1984. La Bundesbank aurait stérilisé, en l'espace d'environ trois mois, les trois-quarts de l'impact des variations des réserves de change sur la base monétaire. De plus les mouvements de capitaux entrants et sortants se sont compensés généralement au lendemain d'un réalignement jugé crédible par les opérateurs des marchés financiers. Enfin toute une gamme de mesures techniques a permis aux autres banques centrales d'intervenir en marks sans pour autant perturber la liquidité allemande sur ces marchés, i.e. en menant des interventions de type asymétrique sur les euromarchés. Ainsi la Bundesbank a pu maintenir une politique monétaire indépendante, au moins jusqu'en 1985, sans que le SME ait pu la remettre en cause.

On retrouve cette conclusion dans une autre étude portant sur l'évolution des taux d'intérêt allemands (Rolf Caesar, 1987). L'incidence des règles du SME sur les taux d'intérêt allemands est surtout temporaire. La politique de taux d'intérêt à long terme des autorités monétaires allemandes est déterminée indépendamment des obligations du système.

Les récentes évolutions financières des années 1986-1987 risquent de modifier cet état des choses. L'objectif de monnaie banque centrale fixé par la Bundesbank pour l'année 1986 n'a pas été réalisé. La plage permise pour l'expansion de cet agrégat était comprise entre 3,5 et 5,5 % ; or l'expansion observée a été de 7,8 %. Face à cela les autorités monétaires allemandes ont élargi la fourchette à 3 % – 6 % et ont autorisé un changement de base pour le calcul du nouvel objectif quantitatif. La nouvelle base de référence est le stock de monnaie banque centrale prévalant à la fin de l'année 1986. En dépit de ces mesures, ce nouvel objectif a été dépassé d'environ 2 points en 1987. Les raisons de cette rapide création monétaire non anticipée sont difficiles à déterminer. On en peut présenter trois explications. La première est que le déclin des taux d'intérêt et la disparition quasi-totale de l'inflation ont accru la volonté des résidents allemands de détenir la monnaie sous forme liquide et quasi-liquide (dépôts bancaires) d'un montant suffisant pour expliquer la croissance monétaire observée (il s'agit d'un mouvement glissant le long d'une fonction de demande de monnaie stable lorsqu'elle est proprement spécifiée). La deuxième est qu'il existe entre les mains des résidents allemands un montant excessif d'actifs monétaires qui se traduira par une dépense supplémentaire rééquilibrante. La troisième est que les chiffres observés cachent un phénomène de substitution de devises, les non-résidents détenant des encaisses monétaires libellées en marks en Allemagne.

Chacune de ces explications est de nature à se répercuter différemment sur les politiques économiques. Si l'on retient la seconde hypothèse comme la plus probable, la croissance monétaire peut être jugée excessive et inquiétante. Quoi qu'il en soit, la Bundesbank a été apparemment guidée par des considérations d'ordre externe en réajustant son objectif quantitatif de 1986 et 1987 et en décidant le changement de base intervenu l'année dernière. Il apparaît que la Bundesbank gère en fait avec des objectifs souples, en tenant compte des variations des diverses composantes de la demande de monnaie, fonction à la fois de l'évolution du revenu nominal, des taux d'intérêt et d'un taux d'inflation beaucoup plus bas qu'auparavant, comme aussi de l'accroissement du nombre, incertain, des non-résidents détenant des encaisses libellées en monnaie allemande. Mais si l'augmentation de la demande de marks en 1986 et 1987 a été induite par les facteurs cités ci-dessus, la Bundesbank aurait dû l'anticiper et l'inclure dans la formulation des objectifs pour ces deux années-là. Aussi des doutes grandissants apparaissent-ils en Allemagne depuis quelques mois sur l'efficacité de la procédure de fixation des objectifs quantitatifs annuels de la Bundesbank, qui semble incapable de prévoir les mouvements à la baisse de la vitesse de circulation de sa monnaie. Le dernier krach boursier est venu alimenter les inquiétudes et renforcer la position de ceux qui réclament des objectifs intermédiaires plus appropriés, tels que les taux d'intérêt

réels, le revenu nominal ou encore le taux d'inflation allemand, afin de s'adapter à un environnement financier perturbé, à l'instabilité de la vitesse de circulation de la monnaie et au rythme effréné des innovations financières.

Le Conseil de la Bundesbank a retardé l'annonce de ses objectifs monétaires pour 1988, de décembre 1987 à janvier 1988, mais a persisté à en afficher. Nous approuvons personnellement les observateurs allemands (Norbert Kloten, 1987) qui restent favorables à la fixation d'objectifs quantitatifs en Allemagne. D'abord parce que ce processus a globalement bien fonctionné durant treize années consécutives en s'appuyant sur la crédibilité de la politique monétaire allemande. Le dépassement observé en 1986 et 1987, bien que significatif, est proche de celui qui survint en 1977 et 1978, période d'appréciation du mark et d'achats importants de devises ; à l'époque les autorités monétaires décidèrent de conserver l'objectif quantitatif fixé et le dérapage fut amorti les années suivantes. Ensuite parce qu'il reste encore à prouver que l'objectif monétaire retenu par la Bundesbank, ou n'importe quel autre agrégat, est remis en cause par un phénomène de substitution de devises qui brouillerait l'information.

En adoptant, le 21 janvier 1988, son nouvel objectif fondé sur l'agrégat monétaire M3, la Bundesbank a modifié sa procédure de contrôle, tout en conservant la même orientation. Cela n'implique pas, dans l'immédiat, que le SME constitue une sérieuse contrainte pour la politique monétaire de la Bundesbank. Même si cette institution menait une politique indépendante de ses partenaires du SME, les pressions politiques internationales la contraindraient à un ajustement global. Le dérapage monétaire observé en Allemagne résulte essentiellement de l'affaiblissement du dollar et, dans une bien moindre mesure, des tensions internes au système européen.

Il existe cependant deux canaux de transmission par lesquels le SME pourrait exercer des pressions indirectes sur la politique monétaire allemande. Si les autorités monétaires des Etats-Unis, du Japon et du Royaume-Uni tenaient la Bundesbank pour responsable de la politique monétaire de l'ensemble du SME, elles influenceraient fortement l'Allemagne pour que celle-ci prenne en compte des intérêts externes dans son effort de réduction des déséquilibres économiques globaux. D'autre part les autres pays membres ne se soumettraient à la discipline imposée par un système plus rigoureux que s'ils percevaient les décisions prises par la Bundesbank comme adaptées à leurs propres intérêts et priorités.

A partir des analyses précédentes on peut dire que l'existence du SME n'a eu qu'un impact limité sur les orientations de la politique monétaire allemande, du moins jusqu'en 1985-1986. Toutefois ce jugement doit être nuancé à la lumière des derniers soubresauts monétaires qui soulignent l'influence croissante des règles du SME sur la politique de la Bundesbank. Cela est particulièrement vrai en l'absence de toute coopération budgétaire effective entre les principaux gouvernements. Une contrainte supplémentaire pourrait alors pousser la Bundesbank à inclure dans la formulation de sa politique monétaire des facteurs exogènes reflétant les intérêts d'autres pays alors même que les objec-

tifs quantitatifs visés seraient dépassés. En lui même le SME pourrait fonctionner sans véritable coordination des politiques budgétaires ; mais, à terme, la Bundesbank, en raison du rôle central qu'elle joue au sein du système serait prise au piège d'une création monétaire beaucoup plus rapide, induite par des facteurs non monétaires, à la fois internes et externes, qui sont à la base de l'excédent allemand.

Le SME, système asymétrique ?

L'autonomie de la politique monétaire allemande s'est manifestée tout au long de la période de fonctionnement du SME. Les autres pays membres ont dû s'aligner pour défendre leurs parités avec la devise allemande lorsque l'objectif de désinflation est devenu la priorité absolue. Le SME est ainsi devenu un système hiérarchisé et asymétrique.

Une étude (C. Mastropasqua, S. Micossi et R. Rinaldi, 1987) faite dans le cadre d'un modèle à quatre pays (l'Allemagne, la Belgique, la France et l'Italie) essaie de mesurer le degré moyen de stérilisation des interventions sur les marchés des changes. Alors que l'Allemagne stérilise, sur la période 1979-1987, en moyenne 60 à 80 % de ses interventions en l'espace d'un trimestre, l'Italie et la France ne le font qu'à concurrence de 30 et 40 % respectivement. Ces résultats impliquent que la Bundesbank a une capacité environ deux fois supérieure à celle de l'Italie et de la France. La stérilisation des interventions allemandes n'étant pas de 100 %, les flux de réserves des changes exercent néanmoins une certaine influence sur les agrégats monétaires. Les données utilisées ne font toutefois pas la distinction entre les interventions menées en devises du SME et celles en dollars. Par conséquent il paraît difficile d'imputer la non stérilisation du résidu à l'existence du SME, sachant que la Bundesbank accorde beaucoup d'importance à la gestion du couple dollar-mark dans le cadre de sa politique monétaire.

L'asymétrie imposée par l'Allemagne apparaît à certains particulièrement nocive, empêchant le SME d'être véritablement représentatif de tous ses participants. Mais le désir d'une plus grande symétrie entre en conflit avec la réalité d'un régime de taux de change fixes, où un seul pays peut à long terme déterminer sa politique monétaire nationale, qui servira de point d'ancrage au niveau général des prix et à l'offre de monnaie des autres pays membres. Cette réalité est bien connue sous le nom de $(n - 1)^{\text{ème}}$ degré de liberté.

La théorie économique suggère qu'en l'absence d'une politique monétaire commune un système intégré de taux de change fixes comme le SME est forcément asymétrique. Il est malaisé de prouver empiriquement cette proposition, puisque les autres pays membres peuvent toujours contourner la discipline du SME en dévaluant leurs monnaies. Cependant, selon certaines hypothèses, on devrait pouvoir repérer cette asymétrie à travers l'évolution des taux d'intérêt en Allemagne et dans les autres pays européens (F. Giavazzi et A. Giovannini, 1987). L'Allemagne imposant à ses partenaires le degré de contrainte monétaire qu'elle a choisi, les déplacements d'actifs de portefeuille ne devraient pas affecter les taux d'intérêt allemands, sachant par ailleurs

que la Bundesbank pourrait les stériliser ; tandis que les autres membres du SME n'ont pas le même degré de liberté pour agir, si bien que ces mouvements d'actifs déstabiliseraient leurs taux d'intérêt.

L'étude du tableau 2 confirme l'existence d'une telle asymétrie. Les taux d'intérêt allemands sont analysés d'après une équation d'anticipation des taux d'intérêt du prochain trimestre sur la base de l'évolution des taux d'intérêt passés et présents, ainsi que d'autres variables macroéconomiques. On remarque que les erreurs résiduelles diminuent fortement après 1978, ce qui indique que les taux d'intérêt allemands sont de mieux en mieux anticipés. Par contre les taux d'intérêt français (représentés par les taux de l'euro franc pour éviter l'incidence des contrôles de capitaux) sont bien plus difficiles à prévoir depuis l'avènement du SME. Les taux d'intérêt italiens, mesurés par les taux de l'euro lire sur la même période, sont mieux anticipés par les opérateurs de marché. Cependant les incidences asymétriques de la gestion des relations entre les devises européennes sont perceptibles dans le sens de variation des erreurs résiduelles : les taux d'intérêt de l'euro lire paraissent avoir été sept fois plus volatiles que les taux de l'euro mark depuis la création du SME, alors que les taux internes de ces deux pays connaissent une variabilité comparable. Dans l'ensemble les résultats ne permettent pas d'aboutir à un jugement définitif, mais il apparaît que le SME a stabilisé les taux d'intérêt en Allemagne et en Italie, alors que la variabilité des taux français sur l'euro marché reste forte.

2. Volatilité des taux d'intérêt : Période SME composée à la période pré-SME

	Avant SME *	SME **
RFA :		
Taux domestiques	14	3
Taux des euro-devises	5	3
France :		
Taux domestiques	4	6
Taux des euro-devises	18	30
Italie :		
Taux domestiques	7	3
Taux des euro-devises	38	21

* The period « Pre EMS » uses data from 1971-1979 for the domestic rates and from 1973-1979 for the offshore rates.

** The « EMS » period uses data from 1979-1986.

NB : Les chiffres représentent les innovations, ou erreurs de prévision (multipliées par 1 000) d'une équation qui prédit les taux d'intérêt à partir des taux d'intérêt passés et d'autres variables macroéconomiques. Pour plus de précisions, voir Giavazzi et Giovannini (1987), dont ce talon est extrait.

On retrouve ces conclusions dans une autre étude (M. J. Artis et M. P. Taylor, 1987) qui mesure les changements de variabilité des taux d'intérêt internes après mars 1979 sur la base de tests économétriques bien plus complexes. Les résultats auxquels elle aboutit montrent que dans les quatre pays de référence (l'Allemagne, les Pays-Bas, la France et l'Italie) les taux d'intérêt nominaux à court terme sont beaucoup plus

stables après mars 1979, bien que la relation testée ne soit significative que dans le cas de l'Italie et des Pays-Bas.

La période du SME se caractérise par une asymétrie de l'évolution des taux d'intérêt allemands d'une part, français et italiens d'autre part quant à leur stabilité. Il paraît pourtant difficile d'en tirer des enseignements définitifs puisque la responsabilité du SME n'est pas clairement établie pour expliquer les disparités observées entre les variabilités des taux d'intérêt ; ces différences peuvent aussi provenir des politiques monétaires et budgétaires nationales non coordonnées. Une analyse plus détaillée de sous-périodes du SME pourrait mieux nous renseigner sur la nature de l'asymétrie en distinguant la première période de fonctionnement du SME, où de grands réalignements ont été concédés, et la période plus récente où le SME a expérimenté des réajustements plus espacés dans le temps et de moindre ampleur.

Le SME et les contrôles de mouvements de capitaux

La France et l'Italie ont mis en place des contrôles de capitaux bien avant la création du SME et certains observateurs pensent même que le système aurait éclaté sans ces barrières protectrices. La volonté de protéger les taux d'intérêt domestiques des mouvements de capitaux spéculatifs a été renforcée par l'instabilité du dollar qui a provoqué des tensions sur les changes intra-européens. Dans un article publié par le CEPS (D. Gros, 1987) l'auteur reconnaît la nécessité de tels contrôles de capitaux dans les phases agitées, mais il conclut à leur inefficience dans les autres phases pour infléchir les taux d'intérêt trop élevés en France et en Italie. Ce jugement repose sur l'idée que ces deux pays sont des économies ouvertes liées au marché international des capitaux. Par conséquent l'existence de taux d'intérêt plus attractifs sur les marchés extérieurs est une forte motivation qui pousse les opérateurs à contourner les contrôles de capitaux. Le termaillage est le principal instrument de détournement de capitaux. Les exportateurs français et italiens retardent le rapatriement de leurs recettes en devises en jouant sur les termes de paiement de leurs contrats commerciaux lorsqu'ils anticipent un réalignement et que les taux d'intérêt servis à l'étranger sont supérieurs aux taux d'intérêt domestiques. Les autorités ont réagi à ces procédures en élargissant leur contrôle aux clauses de paiement des contrats à l'importation et à l'exportation. Cela rend la tâche des négociants plus difficile et coûteuse, mais pas impossible. Des flux limités de capitaux continueront, à court terme, à échapper au contrôle des autorités et il est probable que les opérateurs inventeront de nouveaux moyens pour contourner la réglementation. Les fuites de capitaux sont fonction croissante du temps et du différentiel de taux d'intérêt entre les marchés domestiques et internationaux. A long terme l'effet cumulatif de ces flux de capitaux annule l'efficacité des contrôles instaurés en France et en Italie, puisque les taux d'intérêt finiront par s'égaliser.

Le coût imposé par les contrôles de capitaux aux négociants ne concerne que les flux de capitaux au passage de la frontière. Une fois

ce capital transféré à l'étranger, il est à l'abri des sanctions des autorités nationales. Il est inclus dans les actifs de réserve des agents privés et rémunéré au taux d'intérêt plus élevé des marchés internationaux. La valeur de ce capital dépend alors du différentiel d'intérêt à court terme et du différentiel de rendement anticipé. L'anticipation d'un élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt domestique et international suffit à accélérer les sorties de capitaux.

D'après cette analyse les taux d'intérêt des pays à contrôle de capitaux doivent à long terme atteindre le niveau des taux d'intérêt internationaux. Les données disponibles pour la France et l'Italie indiquent que durant la majeure partie de la période étudiée leurs taux d'intérêt ont été relativement proches des taux d'intérêt internationaux. La libéralisation des mouvements de capitaux ne devrait donc pas élever sensiblement la moyenne des taux d'intérêt à long terme. Par conséquent le SME ne devrait pas en être trop affecté.

Les réactions des autorités italiennes et françaises par rapport à la gestion du SME ont différé. L'observation du différentiel de rendement moyen entre les marchés domestique et international du franc français et de la lire permet de s'en rendre compte. Dans une étude récente K. Rogoff (1985) évalue le différentiel de rendement des actifs italiens et constate qu'il est de 1,2 % inférieur, lors des premières années de fonctionnement du SME, au différentiel de rendement des quatre années précédant la mise en place du système : il est passé de 5 à 3,8 %. C'est l'inverse qui se produit pour la France : il était de 2 % avant le SME et a gagné 1,2 point dans les cinq années suivant la création du système. Sur l'ensemble de la période du SME le différentiel de rendement reste plus élevé en Italie (3,8 %) qu'en France (3,2 %).

Les contrôles de capitaux se sont révélés indispensables en France et en Italie pour protéger dans une certaine mesure les taux d'intérêt internes des perturbations exogènes issues des périodes agitées qui précèdent les réalignements. La dérèglementation en cours dans ces deux pays les privera de cette barrière protectrice. Le SME ne devrait pas en souffrir à court terme si les différentiels d'inflation se réduisent assez pour que les éventuels réajustements soient modestes et n'induisent pas un bond du taux de change le lendemain du réaménagement des parités. Si l'on arrive à restreindre la fréquence des réalignements à un par an tout au plus, la gestion du SME se poursuivra sagement, même après la libéralisation des mouvements de capitaux. L'Italie pourra bénéficier d'un plus grand degré de liberté grâce aux marges de fluctuations élargies de la lire qu'il serait prudent de conserver dans un premier temps, afin de lui permettre d'évoluer graduellement vers la liberté totale des mouvements de capitaux. La Belgique a aussi un système de contrôle des capitaux consistant en un double marché des changes : un marché officiel pour les transactions courantes et un marché libre pour les mouvements de capitaux financiers ⁽¹⁾. Seul le taux de change du marché officiel, lié aux échanges commerciaux est con-

(1) La France et l'Italie avaient expérimenté le même type de système au début des années soixante-dix, mais ont abandonné le contrôle de leur taux de change commercial en 1973 et 1974 respectivement.

trôlé par les autorités, l'autre taux de change fluctuant librement. L'expérience belge prouve que cette forme hybride de contrôle n'est pas plus efficace que les autres.

Les périodes paisibles et agitées du SME

Des crises récurrentes secouent régulièrement le SME. Elles s'expriment dans les mouvements perturbateurs de capitaux à court terme lorsque le marché doute de la grille de parités du système et anticipe un proche réalignement. Il est important de repérer les sources de ces tensions afin de les prévenir⁽²⁾. Un simple cadre analytique permet de répondre à ces préoccupations et de définir ce que sont les périodes paisibles et agitées du marché des changes d'une devise particulière du SME, ainsi que le passage d'un état à un autre.

On incorpore la plupart des spécificités du système en supposant que les autorités des pays à monnaie faible veulent éviter des taux d'intérêt trop élevés et qu'elles ont instauré des contrôles de capitaux.

Les périodes paisibles du SME résultent de l'engagement des autorités monétaires de défendre la grille de parités existante. La probabilité qu'un réalignement se produise dans un proche avenir est nulle si la crédibilité de cet engagement est forte. Les chocs exogènes (une variation de la devise américaine par exemple) pourront alors être amortis grâce à des flux modestes de capitaux, sans que la volonté des autorités soit remise en cause, ni même testée.

Il arrive cependant que l'engagement à défendre les parités fixées soit perçu comme limité. Les autorités monétaires des pays à monnaies faibles devront alors élever leurs taux d'intérêt afin de circonscrire les fuites de capitaux qui ne manqueraient pas de se produire. Mais leur action peut avoir des effets pervers, car l'augmentation des taux d'intérêt a un coût politique difficilement supportable à brève échéance. L'incertitude grandissante des opérateurs de marché quant à la résistance des autorités peut déclencher la spéculation. La perception par les agents privés des préférences des agents publics est au cœur d'une dynamique qui peut se révéler stabilisante ou au contraire déséquilibrante. Dans un cas une légère variation du taux d'intérêt suffira à contenir les sorties de capitaux. Dans l'autre le moindre choc sur un déterminant fondamental ou un déplacement des préférences des détenteurs de portefeuille peut déclencher une crise. La montée des tensions se traduit par des sorties de capitaux d'abord limitées, puis croissantes au fur et à mesure que les taux d'intérêt domestiques subissent une pression plus forte et que la probabilité d'un réalignement apparaît. A terme ces mouvements de capitaux finissent par déstabiliser les relations de change et le réajustement s'impose, alors que la nature du choc initial ne laissait pas prévoir une telle situation. Dans les mois

(2) Daniel Gros, « Tranquil and Turbulent Periods in the EMS and the Possibility of Self-Fulfilling Crises », document de travail du CEPS n° 30, juin 1987. Dans la section 2-1, on utilise un cadre analytique différent pour analyser les périodes agitées du SME. On suppose la parfaite mobilité du capital plus appropriée pour la prochaine étape d'évolution du système européen.

qui suivent un réalignement les marchés retrouvent un nouvel équilibre à condition que l'ampleur du réaménagement des parités soit suffisante pour maintenir les nouveaux taux d'intérêt. A la lumière des récents événements de janvier 1987 il est apparu que la stabilité du SME est liée à la crédibilité des politiques monétaires et surtout à l'engagement des autorités nationales de défendre leur taux de change contre les perturbations financières, de manière à conserver des parités reflétant l'évolution des déterminants fondamentaux.

Les éléments analytiques d'une telle étude permettent d'évaluer la pertinence des décisions du Comité des gouverneurs lors de sa réunion de septembre 1987 ⁽³⁾. Les banques centrales européennes ont estimé le montant des ressources disponibles pour une gestion souple du SME. Elles concluent que l'allongement de la durée du financement à très court terme, le doublement du plafond autorisé lors du renouvellement automatique au bout de trois mois ainsi que le financement des interventions intramarginales par le FECOM n'épuiseront pas ces ressources. Ces différentes mesures, en renforçant le SME, ralentiront les phénomènes spéculatifs responsables des périodes agitées du système.

Le SME et les taux d'intérêt réels

Les tensions sur les changes intra-européens, provoquées par les perturbations financières liées au taux de change directeur entre le dollar et le mark, compliquent les ajustements entre les économies européennes. Il faudrait que le SME favorise l'égalisation des taux d'intérêt réels et l'harmonisation des taux de change réels. Or les différentiels de taux d'intérêt réels entre la France et l'Allemagne sont extrêmement variables, alors que dans le cas des relations entre l'Italie et l'Allemagne ces différentiels sont mieux anticipés. On retrouve, là encore, des disparités de réactions entre l'Italie et la France. Il n'en reste pas moins que, pour ces deux pays, le différentiel moyen des taux d'intérêt réels a augmenté par rapport à l'Allemagne après l'instauration du SME. Les taux d'intérêt réels étaient en moyenne négatifs pour l'Italie (- 3,1 %) et la France (- 1,0 %) sur la période 1974-1979, mais positifs pour l'Allemagne (+ 0,8 %). Ce différentiel favorable aux actifs allemands s'est réduit au cours des premières années de fonctionnement du SME, les taux d'intérêt réels ne pouvant qu'augmenter en France et en Italie. En 1985-1987 l'écart a changé de signe, les taux réels de ces deux pays étant devenus supérieurs aux taux allemands.

Les taux d'intérêt réels en Allemagne ont largement dépassé leur niveau historique, lors des premières années de fonctionnement du SME, avant de revenir aux alentours de 2 % (tableau 3). Cette évolution est à rapprocher de la montée généralisée des taux d'intérêt internationaux au début des années quatre-vingt et de la politique de désinflation menée par la Bundesbank. La France et l'Italie ont dû s'aligner lorsque la désinflation est devenue l'objectif exclusif des gouvernements. Il n'est donc pas surprenant que les taux d'intérêt réels de ces deux pays soient aussi élevés.

(3) Communiqué de presse du 18 septembre 1987 annonçant l'accord du 8 septembre 1987 entre les banques centrales européennes.

3. Taux d'intérêt réels, *ex post*

	1968-1973	1974-1979	80	81	82	83	84	85	86	87
RFA	1,6	0,8	4,9	7,6	4,0	2,5	3,9	2,7	1,6	2,2
France	—	- 1,0	0,0	2,8	1,9	2,4	3,4	3,0	2,7	4,9
Italie	- 0,6	- 3,1	- 3,9	1,3	1,2	2,4	3,1	4,4	3,4	4,0
Grande-Bretagne . . .	0,1	- 4,9	- 4,0	1,2	4,0	4,2	5,2	5,1	6,8	5,2
Etats-Unis . .	0,5	- 0,7	1,8	4,7	3,4	4,0	3,8	3,6	2,9	1,7

Source : Buiter, Willem (1982) « The Current Global Economic Situation Outlook and Policy Options, with Special Emphasis on Fiscal Policy Issues », p. 20. Non calculations for Italy 1984-1987.

Italie 1984-1987 : Calculs de l'auteur.

Le SME et la politique budgétaire

Certains observateurs du SME ⁽⁴⁾ soutiennent que le système contient un biais déflationniste pouvant infléchir les politiques budgétaires des pays membres. L'absence d'une complète mobilité du capital et le contrôle des variations de taux de change intra-européens pèsent sur les ajustements des économies européennes. Chaque pays craint de faire isolément une relance par la demande qui, si elle n'est pas relayée par les autres pays membres, risquerait de détériorer sa balance des paiements alors que les gains en terme d'emploi iraient aux pays voisins. Or les pays membres du SME constituaient en un ensemble, ayant des taux de change flottants vis-à-vis du reste du monde, si bien qu'une relance budgétaire collective pourrait y restaurer la croissance nécessaire. Faute d'une telle démarche coopérative les pays membres supportent des contraintes qui y entravent les efforts d'amélioration de la situation de l'emploi. C'est en ce sens qu'on peut dire que le SME induit un biais déflationniste.

Les données statistiques viennent appuyer cette idée, puisqu'elles montrent que l'emploi continue à diminuer dans les pays du SME, contrairement à d'autres pays de l'OCDE où des créations nettes d'emploi ont modestement réapparu depuis deux ans. P. de Grauwe estime que l'impact déflationniste du SME sur les politiques budgétaires a réduit la croissance de la demande globale. Une politique budgétaire plus dynamique devrait être entreprise par un pays qui, capable de faire face aux contraintes extérieures, adopterait une stratégie cohérente pour l'ensemble du système. L'Allemagne se trouve ainsi désignée pour exercer cette position dominante. Mais peut-on encore convaincre les autorités de Bonn qu'il s'agit d'une politique optimale, puisque l'efficacité d'une expansion budgétaire a été remise en cause lors de l'expé-

(4) Notamment Paul de Grauwe dans un article intitulé « Fiscal Policy in the EMS: A Strategic Analysis », International Economics Research Paper n° 53, Centrum voor Economische Studien, université de Louvain. Le même raisonnement fut suivi par le groupe macroéconomique du CEPS, voir notamment J. Drèze et alii, « The Two-Handed Growth Strategy for Europe: Autonomy through Flexible Cooperation », document de travail du CEPS n° 34.

rience de relance budgétaire suivant le Sommet de 1978 ? Le gouvernement allemand a rétabli une politique budgétaire restrictive permettant en 1982 la rigueur budgétaire jugée nécessaire. D'après certains économistes allemands désireux d'améliorer la croissance, l'anticipation de déficits budgétaires décroissants sur les périodes suivantes ferait baisser les taux d'intérêt amortissant ainsi les effets trop restrictifs de la politique budgétaire initiale, qui n'aurait selon ce raisonnement, aucun impact déflationniste. Par conséquent la dégradation de la situation de l'emploi dans d'autres pays membres serait imputable au manque de rigueur budgétaire. Le Danemark a réduit son déficit public et maintient un taux de croissance supérieur à la moyenne communautaire de 1983 à 1986. De même la réduction des déficits belge et italien a permis d'améliorer la croissance de la production et de l'emploi.

En présence d'une mobilité accrue du capital l'expansion budgétaire comporte des avantages, mais aussi des inconvénients. Les avantages viennent de ce que les taux d'intérêt domestiques, alignés alors sur le niveau communautaire, sont peu sensibles à l'action des autorités publiques du pays qui poursuit cette politique d'expansion. Par conséquent, l'effet d'éviction de l'investissement privé par le financement de l'impulsion budgétaire ne jouerait plus de la même manière. L'amélioration de la production nationale et de l'emploi qui procurerait aussi l'expansion inciterait les autorités à recourir plus souvent aux instruments de politique budgétaire. Le seul inconvénient que risquerait de supporter le pays qui mènerait cette expansion serait le risque d'une détérioration des paiements courants en l'absence d'une véritable coordination.

Le processus de négociation collective de l'accord de change du SME

Le système de Bretton Woods souffrait d'un manque de coordination permettant un partage des responsabilités. Les réajustements étaient décidés de façon unilatérale sans que les autres pays participent à la décision. L'alternative qui se posait aux FMI était liée à la nature de l'ajustement, à savoir une variation des parités ou une modulation des politiques économiques nationales.

La plupart des onze réalignements survenus au sein du SME jusqu'en mars 1987 sont le résultat d'une négociation collective et multilatérale. Dans certains cas — les dévaluations de la couronne danoise en novembre 1979 et de la lire italienne en mars 1981 et juillet 1985 — le processus de décision est informel, parce que provenant d'une demande isolée de réajustement, qui ne touche qu'un seul taux de change, les autres parités restant inchangées. Normalement les réalignements font l'objet d'une concertation collective, souvent complexe, pouvant aboutir à des modifications inférieures à celles que souhaitent les pays concernés. Depuis 1981 la France et l'Allemagne ont engagé d'abord une négociation bilatérale. Après que l'ampleur de la variation du taux de change entre le mark et le franc français a été déterminée, les autres pays membres ont eu à décider de leurs réajustements par rapport à ce taux de change directeur. Il est arrivé à deux reprises dont en janvier 1987, que les autres pays participants ait infléchi l'accord

bilatéral. A présent les autorités européennes accordent une importance croissante aux mesures d'accompagnement domestiques nécessaires dans le pays qui dévalue. Le SME est par là supérieur au système de Bretton Woods et au serpent monétaire européen qui le précédait.

Le réalignement de janvier 1987 s'est situé hors du champ d'arbitrage habituel, la baisse du dollar et le démantèlement des contrôles de change ayant alors soumis les taux de change européens à la pression, beaucoup plus forte qu'auparavant, de facteurs purement financiers. Il n'était pas justifié par des divergences macroéconomiques fondamentales et permanentes.

Les perspectives d'évolution du SME

L'achèvement du marché intérieur européen en 1992 est devenu l'objectif des gouvernements. Désormais le Système monétaire européen doit faire face à des enjeux renouvelés de la construction européenne. Nous nous proposons d'analyser six problèmes à partir du rapport de la Communauté européenne dit de Padoa Schioppa d'avril 1987, de celui du comité des gouverneurs de septembre 1987 et de la littérature académique.

La libéralisation des marchés de capitaux et le rapport Padoa Schioppa (1987)

Ce rapport engage une réflexion approfondie sur les inconvénients et les avantages de la poursuite du statu quo actuel, dans un contexte de mobilité accrue du capital, à l'horizon de 1992. Il établit deux scénarios alternatifs, dont l'un serait une démarche coopérative et l'autre un quasi statu quo comportant un système de réalignements plus fréquents, mais d'ampleur limitée et un élargissement des marges de fluctuations, visant à décourager la spéculation grâce à l'augmentation de l'incertitude sur l'évolution des taux de change. Les auteurs soulignent le risque d'effets pervers, issus d'une mobilité croissante du capital, qui déclencheraient des crises récurrentes de change.

Deux considérations s'opposent à cette vision des choses. La levée des contrôles de capitaux renforce la crédibilité de l'engagement des autorités monétaires auprès des agents privés de défendre leur parité, car un réalignement se révélerait coûteux et inefficace dans de telles conditions. D'autre part la modulation des taux d'intérêt nécessaire pour soutenir le taux de change est relativement minime dans un contexte de forte mobilité du capital. On ne peut donc conclure que la libéralisation des capitaux menace la cohésion du SME, dès lors que les autorités peuvent absorber les tensions par des réajustements du type de janvier 1987. Alors la continuité manifestée par les taux de change intra-européens a permis aux devises faibles, dont le cours central avait baissé, d'atteindre la partie supérieure de la bande de fluctuations

après le réalignement et elles ont pu se maintenir en bonne position pendant plusieurs mois. Les banques centrales européennes doivent respecter deux principes de base : maintenir leur devise à l'intérieur des marges de fluctuations autorisées, tout en profitant pleinement de ce degré de liberté, décourager la spéculation en accroissant l'incertitude du marché quant à la date d'un éventuel réajustement et de son ampleur. Le SME y gagnera en stabilité, même si des modifications des parités se produisent de temps à autre. Il y aurait danger de revenir à un système du type de Bretton Woods qui permettait de réaliser d'importants gains spéculatifs.

On surestime peut-être la menace d'une instabilité financière. Les grands flux de capitaux ont rarement des origines purement financières, encore que les autorités monétaires soient souvent tentées de les présenter sous ce jour, comme en décembre 1986 et janvier 1987. Les sources de tension entre les pays membres se trouvent plutôt dans leurs paiements courants, notamment dans la concentration du surplus communautaire entre les mains de l'Allemagne et des Pays-Bas. On ne peut, par conséquent, blâmer les opérateurs financiers pour leurs anticipations négatives et les agents privés d'exporter des capitaux vers les pays excédentaires, si l'on admet que les pays déficitaires doivent logiquement avoir recours à la dévaluation pour tenter de reconquérir des parts de marché.

Cependant la stabilité du SME dépend davantage des réactions des autorités européennes que de la mobilité du capital *per se*. Cette proposition est renforcée par une récente étude (M. Obstfeld, 1987), dont l'auteur montre qu'il peut certes y avoir une attaque spéculative instantanée si les opérateurs craignent que les autorités réagissent à tout accroissement du niveau général des prix par une variation du taux de change ; leurs anticipations enclenchent alors un enchaînement pervers de d'inflation et de dévaluations puisqu'elles forcent les autorités à dévaluer effectivement. Mais il en irait tout autrement si les gouvernements européens, afin de défendre les parités existantes, acceptaient une certaine perte de compétitivité résultant d'un différentiel d'inflation défavorable. Dans ces conditions le système serait plus stable.

Les substitutions de devises

La libéralisation des mouvements de capitaux obligera à recourir à une politique commune à l'égard des devises tierces, sans laquelle l'émergence de véritables phénomènes de substitutions de devises risquerait d'enrayer les rouages du SME. Il faudra piloter les différentiels de taux d'intérêt intra-européens en fonction des objectifs de taux de change, afin d'amortir les variations des réserves de change qui ne manqueront pas de se produire dans les pays autres que l'Allemagne. Néanmoins, la mobilité accrue du capital obligera la Bundesbank à stériliser de plus grands montants de capitaux à court terme.

La Bundesbank occupe une position centrale au cœur de ce système, car elle détermine le niveau général des prix allemands et sa politique monétaire offre un ancrage nominal aux autres pays membres

liés par la relative fixité de leurs parités. La fonction de demande de la monnaie allemande, supposée stable, relie le niveau des prix à la politique monétaire de la Bundesbank. La publication d'objectifs quantitatifs permet de contenir les anticipations inflationnistes en Allemagne. Toute augmentation des prix et du déficit de la balance des paiements dans les autres pays membres aurait pour effet de contracter le montant des encaisses réelles, jusqu'au point où les prix de ces pays retrouveraient un niveau d'équilibre relatif aux prix allemands.

Cette dynamique ne peut jouer que si l'Allemagne est reconnue et acceptée comme le chef de file par ses partenaires, c'est-à-dire si ces derniers suivaient les objectifs internes de croissance du crédit de celle-ci. Sinon les possibilités de substitution entre devises européennes menaceraient la stabilité de la demande de monnaie en Allemagne et la crédibilité des objectifs quantitatifs de la Bundesbank.

Si les résidents communautaires, en particulier les grandes entreprises européennes, accumulaient d'importantes encaisses de transaction en devises, la stabilité des fonctions de demande de monnaies nationales se réduirait, au point que les objectifs monétaires nationaux n'auraient plus une véritable signification. Il est *a priori* difficile de prévoir quelles sont les devises européennes les plus susceptibles de remplir une fonction de substitution. Mais en fait la devise allemande apparaît comme constituant pour les autres résidents européens une alternative bien plus séduisante que l'Ecu. Un processus déstabilisateur toucherait les encaisses monétaires allemandes détenues sous forme de billets et de dépôts bancaires. La Bundesbank devrait donc modifier sa procédure actuelle de contrôle de l'offre de monnaie nationale, qui perdrait de plus en plus de signification. Aucune analyse empirique n'a pu jusqu'à présent repérer ces phénomènes de substitutions à grande échelle. Il s'agit d'une menace que les pays membres du SME n'affronteront que dans un avenir plus ou moins lointain (D. Gros, 1987).

Les substitutions de devises dépendent du degré d'utilité que les agents attachent aux diverses devises, y compris l'Ecu. Par exemple l'utilité d'actifs de transaction libellés en marks pour un négociant non résident en Allemagne est fonction du volume de son commerce avec des firmes allemandes et de la proposition de contrats commerciaux libellés en marks. Elle dépend aussi du degré d'utilisation de la devise allemande par ses concurrents. Le coût attaché à ce type d'encaisse de transaction est fonction du taux d'intérêt allemand et des coûts de transaction liés au système eurobancaire. En l'absence de contrôle de mouvements de capitaux le taux d'intérêt corrigé des anticipations de change est égal pour toutes les devises. Les coûts pesant sur les opérateurs financiers sont alors les coûts de transaction lors de l'utilisation des différentes devises dans divers systèmes bancaires. Des économies d'échelle existant en ce domaine, les agents économiques sont incités à concentrer leurs actifs de portefeuille sur un petit nombre de devises. Une telle analyse prospective souligne l'importance de facteurs, autres que les différences de taux d'intérêt, qui déterminent des demandes de monnaie nationales ou de l'Ecu. Il est peu vraisemblable que plusieurs des pays membres supportent indéfiniment les mouvements liés aux substitutions de devises. Les économies d'échelle et le

contrôle monétaire justifie un plus grand usage de l'Ecu, monnaie parallèle. Plutôt qu'une sévère concurrence entre les devises intra-européennes.

L'évolution prospective à court terme de l'Ecu

Nous ne pousserons pas notre investigation dans les chausse-trappes du rôle de l'Ecu comme monnaie unique. Nous nous contenterons d'étudier les voies qui s'offrent à court terme à la devise européenne, compte tenu des réalités économiques.

Les données statistiques indiquent que l'envolée de l'Ecu privé a pris fin depuis environ deux ans. Il occupe à présent une part de marché stable comme instrument financier. Son évolution future dépend de deux scénarios alternatifs : soit un renforcement de la stabilité du SME, grâce à une plus grande convergence des performances économiques des pays participants ; soit une amélioration de la qualité de l'Ecu en tant qu'actif de réserve et de transaction dans le nouveau contexte de libéralisation des mouvements de capitaux, donc de l'intégration financière.

Dans la phase actuelle la progression de l'Ecu bute sur celle du SME. L'Ecu pourrait encore accroître sa part de marché, puisqu'il offre un bon moyen de couverture contre les risques de variabilité résiduelle des taux de change intra-européens. Son plus grand handicap est sa définition de devise panier incluant une devise forte (livre sterling) et une devise faible (lire) qui n'appartiennent pas entièrement au système européen. La position de la livre sterling peut entraver la progression de l'Ecu sur les marchés ; on en a fait l'expérience en 1986, lors de la forte dépréciation de la devise anglaise. Les utilisateurs potentiels de l'Ecu sont surtout réticents en raison du manque d'accords formels liant toutes les devises appartenant à la définition de l'Ecu. Cela risque de décourager les opérateurs, même si, dans certains cas, les devises non liées par l'accord de change du SME s'alignent sur les parités requises.

Plusieurs moyens de donner l'impulsion nécessaire à l'extension du rôle de l'Ecu sont analysés dans des documents de travail des membres du CEPS (W. Gebauer, 1986 et R. S. Maserà, 1987). L'un consiste dans la connexion des deux Ecus, officiel et privé, à travers la BRI, qui agirait comme interface à condition que les fonctions de cet organisme s'étendent à la fonction de prêteur en dernier ressort. Un autre est de rendre irréversibles les engagements officiels de libérer les transactions en Ecus. Un troisième est d'encourager son utilisation dans un système de comptabilité commune. Ces mesures faciliteraient la reconnaissance mutuelle des produits financiers nationaux au sein des pays membres.

Restent les réticences à promouvoir un Ecu défini sous forme de panier. La définition composite de la devise européenne en fait l'expression caractéristique moyenne de ses dix composantes. L'Ecu est donc jugé moins fiable que la plus forte devise du système et l'arbitrage entre les deux fait resurgir les aspects asymétriques étudiés auparavant. Est-ce à dire que le gain de crédibilité que l'on peut retirer d'un

rattachement de l'Ecu au mark, devise la plus forte du système, soit préférable à une devise de qualité moyenne telle que l'Ecu ?

Certains partisans de l'intégration monétaire européenne pensent que l'extension du rôle de l'Ecu privé mènera à l'unification. Il est vrai que l'introduction de l'Ecu officiel fut une innovation majeure du système et que la croissance imprévisible de cette unité dans les transactions financières privées est la marque du succès du fonctionnement du SME. Mais aucune relation transparente n'existe entre les deux Ecus. Le renforcement du SME ces deux dernières années n'a pas provoqué un nouvel essor des marchés privés de l'Ecu. Les avantages qui seraient tirés d'une connexion des deux Ecus seraient que l'Ecu pourrait devenir une monnaie parallèle secondant les efforts de gestion plus rigoureuse des taux de change et favorisant la coopération monétaire. Mais la croissance de l'Ecu, symbole monétaire européen, n'est une condition ni nécessaire, ni suffisante pour atteindre un stade avancé de l'intégration monétaire qu'on peut imaginer s'opérant autour du mark.

Les perspectives offertes à de nouveaux membres du SME

Le cas du Royaume-Uni

L'épineux problème de la participation du Royaume-Uni au SME soulève les passions dans l'ensemble de l'Europe. Il faut soigneusement soupeser les inconvénients et les avantages d'une telle association pour le Royaume-Uni lui-même⁽⁵⁾, et pour ses partenaires européens. Plusieurs types de coûts sont attachés par les économistes étrangers à la pleine participation de la livre sterling à l'accord de change du SME. L'argument de circonstances du Premier ministre britannique est l'incidence facheuse, par le biais déflationniste du SME, des politiques budgétaires restrictives menées par l'Allemagne sur la croissance permise. On a aussi fait valoir que rattacher la livre sterling au mark risquerait de conduire à un taux de change beaucoup trop élevé pour la devise anglaise. Le différentiel d'inflation entre les deux pays, d'environ 4 %, empêcherait le maintien d'une parité fixe. On peut toutefois objecter que cette contrainte est partagée par l'ensemble des autres pays membres. Une autre préoccupation concerne le statut de pétrodevise de la livre sterling. La chute brutale du prix de l'énergie en 1985 puis les fluctuations marquées à la baisse comme à la hausse de la livre sterling vis-à-vis des autres devises européennes obligent à ne pas exclure des bouleversements à venir de sa position. Un nouveau choc pétrolier aliènerait la compétitivité de la Grande-Bretagne au sein du SME.

Le problème le plus sérieux qui s'est posé, est de savoir si les degrés de liberté acquis par les mouvements de capitaux en 1979 n'empêchent pas le Royaume-Uni de respecter un régime de taux de

(5) Les considérations britanniques sont analysées par l'un des membres du groupe, C. H. Johnson, « Britain and the EMS », 1986.

change fixes mais ajustables. Cette préoccupation est certes commune aux autres partenaires du SME, en raison du marché unique de 1992 ; mais bien sûr, la livre sterling a un statut de devise internationale qui risquerait d'amplifier les incidences de chocs financiers.

Les observateurs britanniques, dont certains partisans d'une intégration monétaire et financière complète (E.G. Goodhart, 1986), envisagent un scénario déstabilisateur, où l'affaiblissement progressif de la livre sterling, issu d'un niveau d'inflation plus élevé, déclencherait des crises récurrentes de change. Les autorités monétaires britanniques seraient alors forcées d'élever le taux d'intérêt pour lutter contre les importantes pertes de réserves qui ne manqueraient pas de se produire. Une véritable participation du Royaume-Uni au SME risquerait donc d'accroître la volatilité des taux d'intérêt intra-européens. C'est pourquoi ce pays a préféré rester dans les limites d'un accord informel, tout en tentant de se rapprocher plus ou moins comme en 1987 des conditions imposées par l'accord de change, en pilotant le taux de change de la livre sterling de manière qu'il ne s'écarte pas trop de celui du mark.

A l'inverse on peut arguer que le SME donnerait au Royaume-Uni des moyens de lutte contre l'inflation plus efficaces que le contrôle quantitatif des agrégats monétaires décidé en 1980 mais virtuellement abandonné en pratique. Il lui offrirait un cadre de coordination monétaire pouvant infléchir les taux d'intérêt dans le sens d'une moindre variabilité. Une association *de facto* au SME ne remplace pas une participation *de jure*. Le Royaume-Uni a mené une stratégie de politique de change, en maintenant le taux de change entre le mark et la livre sterling dans une fourchette de 2,90 à 3,00 DM en 1987. Cette stratégie s'inscrit dans une ligne directrice générale de stabilisation du système monétaire international tracée par les accords du Louvre. La décision des autorités monétaires britanniques est d'autant plus louable que la crise financière d'octobre 1987 aurait pu l'en dissuader, à l'instar d'autres périodes agitées où la livre sterling suivait les fluctuations du dollar à la baisse, notamment en 1986, année où la dépréciation de la devise britannique a failli détériorer la cohésion du SME en contribuant, en seconde position après la chute du dollar, aux tensions qui ont abouti aux réalignements d'avril 1986 et janvier 1987.

L'intérêt de tous les membres actuels du SME est de contrôler l'évolution de la livre sterling grâce aux règles de fonctionnement du SME et à ses contraintes. Il s'agit aussi d'inclure la place financière de Londres dans l'intégration financière européenne, afin que le système européen puisse participer à égalité aux réformes du Système monétaire international, aux côtés du Japon et des Etats-Unis.

Le cas des pays méditerranéens

Des trois nouveaux pays membres, la Grèce, l'Espagne et le Portugal, seule l'Espagne prépare activement son entrée dans le SME. Les objectifs poursuivis par ce pays sont les mêmes que ceux de ses partenaires européens : la réduction de la variabilité du taux de change de la peseta et la lutte contre l'inflation, bien plus élevée que chez ses

partenaires, afin de l'aligner sur la moyenne communautaire. Un engagement total et crédible de l'Espagne au sein du SME y faciliterait la désinflation en agissant dans le bon sens sur les anticipations inflationnistes car elle réduirait les coûts qui lui sont associés en termes de taux d'intérêt réels. Toutefois des facteurs économiques risquent de perturber l'entrée de l'Espagne dans le SME : la croissance monétaire y est encore quelque peu excessive, et le processus incomplet d'élimination des tarifs douaniers s'oppose dans un premier temps au libre commerce de l'Espagne avec ses partenaires européens.

Si l'Espagne veut maintenir la peseta à l'intérieur des marges de fluctuations autorisées elle devra subordonner ses objectifs internes à une politique de change rigoureuse. La difficulté ne devrait pas être insurmontable, car la croissance des agrégats monétaires n'a été supérieure que de 2 % à la moyenne communautaire en 1986 et 1987. Une comparaison des économies espagnole et italienne indique que les différences en matière d'inflation et de croissance monétaire sont minimales. Avec une politique monétaire plus restrictive l'Espagne pourrait participer au SME, à condition que les marges élargies de fluctuation accordées à la lire italienne soient dans un premier temps appliquées à la peseta (J. Vinals, 1987). Des marges élargies de fluctuations seront d'autant plus souhaitable que l'Espagne va abolir 6 % de tarifs douaniers actuels en 1989. Or on ignore encore l'impact quantitatif qu'aura cette réduction sur les secteurs exportateurs et sur les marchés de changes.

La Grèce et le Portugal ne peuvent encore envisager une participation au SME. Leur inflation est trop élevée et leurs structures économiques sont trop éloignées de celles de leurs partenaires européens. Ils devront engager des politiques d'ajustements structurels très importantes avant de se porter candidats.

Taux de changes réels et réalignements des parités

On peut réduire les déséquilibres courants en agissant sur le taux de change réel ou en définissant une politique axée sur la demande globale.

L'impact relatif des variations de la demande et du taux de change réel a été évalué dans une étude récente (L. Bini-Smaghi et S. Vona, 1987). Les auteurs mesurent les élasticités par rapport aux prix et par rapport au revenu des flux commerciaux entre la France, l'Allemagne, l'Italie et le reste des pays de l'OCDE. D'importantes asymétries apparaissent entre les élasticités de ces trois pays, l'élasticité prix étant faible par rapport à l'élasticité revenu. Les simulations entreprises dans cette étude indiquent que par conséquent la moindre petite correction apportée aux déséquilibres des paiements courants nécessiterait de grandes variations des taux de change intra-européens. Une légère modification du rythme de croissance de la demande aurait un bien plus grand effet sur l'évolution de la balance des paiements.

On ne peut donc tout attendre d'un réalignement pour rétablir un niveau acceptable des taux de change réels. Des mesures d'accompa-

gnement de la demande sont un juste complément aux variations des parités, sans quoi des pressions inflationnistes renouvelées annuleraient les gains de compétitivité acquis lors d'un réalignement. De fait la plupart des réalignements intervenus entre 1981 et 1983 ont été appuyés par des mesures complémentaires dans les pays à monnaies faibles. Mais il est à craindre que la perspective de réajustements succesifs, limités dans l'espace et en ampleur, enlève aux gouvernements la volonté de mener à bien leurs actions correctives. La tentation de recourir à des réalignements de plus en plus fréquents risque de déstabiliser le système. Moduler les politiques économiques par une action sur la demande, afin de résoudre les déséquilibres actuels, est de beaucoup préférable.

Les modifications de taux de change réels ne se font en effet pas forcément par une variation des taux de change nominaux. L'ajustement des prix et des salaires nominaux peut infléchir cette variable réelle. La nécessité de tels ajustements ne risque pas de surgir brutalement, car il est peu probable que les chocs externes qui ont été dus à la brutale flambée des prix pétroliers se répètent. En outre rien ne prouve qu'ils aient affecté les pays membres de façon tellement disparate que des réalignements se soient à cause d'eux imposés. Il en est de même des mouvements erratiques du dollar. Normalement salaires et prix ont le temps de s'ajuster, car les différentiels d'inflation amortissent les effets déflationnistes dans les pays nécessitant une dépréciation réelle de leur taux de change.

La politique budgétaire au sein du SME

Le double engagement de minimiser la fréquence des réalignements et d'abolir les contrôles de capitaux est particulièrement difficile à tenir pour les pays membres finançant un lourd déficit par voie monétaire. Pour que le SME puisse être une oasis de stabilité monétaire, il faut que tous les pays participants luttent contre l'inflation. Cela interdirait presque le financement des déficits publics par création monétaire. C'est pourquoi l'Italie a mis fin à l'obligation imposée à la Banque d'Italie de reprendre tous les bons du Trésor invendus lors des règlements mensuels. La politique monétaire et la politique budgétaire ne sont pas il est vrai forcément interdépendantes, puisque on peut financer un déficit public en émettant des titres. Ainsi a-t-il été possible de réduire l'inflation ces dernières années, en Italie et en Belgique, en dépit des importants déficits, mais ce mode de financement ne peut durer indéfiniment, car si le stock de la dette publique continuait à s'accroître au rythme de l'élargissement les déficits budgétaires sans que la croissance réelle suive de manière à contenir la dégradation du ratio dette sur PNB, la situation deviendrait très vite insoutenable. A long terme des déficits budgétaires atteignant entre 8 et 10 % du PNB sont incompatibles avec les engagements et priorités du SME, parce qu'ils devront, tôt ou tard, être monétisés.

Le SME impose donc à long terme une certaine discipline à la politique budgétaire, même dans un contexte de mobilité croissante du

capital. Malheureusement les autorités budgétaires de certains pays membres sont portées à ne connaître que cette réalité qu'est un lien indirect entre le maintien du SME et des déficits budgétaires supportables.

L'étude des relations à long terme des politiques monétaires et budgétaires a été faite par Sargent et Wallace (1986) dans le cadre d'un simple modèle analytique. Les deux auteurs déterminent les limites de l'endettement public par l'évolution du ratio dette sur PNB, qui doit à un certain moment être borné et même stabilisé. Cela sera facilité si la croissance réelle est supérieure à la progression du taux d'intérêt réel que le gouvernement doit payer pour sa dette. Malheureusement ces dernières années les taux de croissance du PNB ont rarement dépassé les taux d'intérêt réels dans les pays du SME. Par ailleurs les taux d'intérêt nominaux ont été supérieurs à l'accroissement du PNB nominal. Dans de telles conditions le ratio d'endettement public ne peut être stabilisé que grâce à un solde budgétaire excédentaire ou en réglant les charges financières par création monétaire. Les pays les plus endettés devront donc se soumettre à un régime désinflationniste s'ils veulent rattacher leur monnaie aux devises les plus fortes du système.

En fait tout gouvernement lourdement endetté est tenté de réduire ses charges financières réelles en dévaluant sa monnaie. Une dévaluation non anticipée par les agents déclenche une poussée inflationniste qui réduit la charge réelle de la dette antérieurement contractée. Mais cet effet ne jouera plus dans l'avenir quand les agents privés anticiperont cette réaction et agiront en conséquence en exigeant des taux d'intérêt plus élevés. Aussi même un gouvernement non lié aux obligations du SME ne pourra durablement alléger par cette voie son endettement. Contrairement à l'opinion de certains observateurs (T. Padoa-Schioppa et alli, 1987 et R. Dornbush, 1987) il aura donc intérêt à participer au système européen, peu inflationniste, afin de bénéficier de la crédibilité d'un tel système.

En vérité un pays ne peut résoudre ses problèmes d'ajustements structurels en se servant de l'arme de la dévaluation et de l'inflation.

Références bibliographiques

- ARTIS, Michael J. et TAYLOR, Mark P., « Exchange Rates in the EMS: Assessing the Track Record », article présenté à la conférence de Perugia des 16 et 17 octobre 1987.
- BINI-SMAGHI, Lorenzo et VONA, Stefano, « Economic Growth and Exchange Rates in the EMS: Their Trade Effects in a Changing External Environment », article présenté à la conférence de Perugia des 16 et 17 octobre 1987.
- CAESAR, Rolf, « International Zinszusammenhang und Deutsche Zinspolitik im Europaeischen Waehrungssystem », *Konjunkturpolitik* n° 1, 1987, p. 47 à 70.
- CAMEN, Ulrich, « FRG Monetary Policy under External Constraints 1979-1984 », document de travail du CEPS n° 21, 1986.
- DE GRAUWE, Paul, « Fiscal Policy in the EMS: A Strategic Analysis », *International Economics Research Paper* n° 53, Centrum voor Economische Studien, octobre 1986.
- DORNBUSH, Rüdiger, « The EMS, the Dollar and the Yen », article présenté à la conférence de Perugia des 16 et 17 octobre 1987.
- DREZE, Jacques, et alii, « The Two-Handed Growth Strategy for Europe: Autonomy through Flexible Cooperation », document de travail du CEPS, n° 34.
- FELS, Gerhard et FROEHLICH Hans-Peter, « Germany and the World Economy », *Economic Policy*, avril 1987, p. 177-206.
- GEBAUER, Wolfgang, « Ecu-nomics Perspektiven einer Europäischen Geldverfassung », *Kredit und Kapital*, p. 159 à 177, 1986.
- GIAVAZZI, Francesco et GIOVANNINI, Alberto, « Models of the EMS: is the EMS a Greater Deutsche-Mark Area ? », janvier 1987.
- GOODHART, E., « Should Britain Join the EMS ? », *The Banker*, février 1986.
- GROS, Daniel, « The EMS and the Determination of European Price Level », CEPS, mai 1987.
- GROS, Daniel, « Tranquil and Turbulent Periods in the EMS and the Possibility of Self-Fulfilling Crises », document de travail n° 30 du CEPS, juin 1987.
- GROS, Daniel, « On the Volatility of Exchange Rates: A Test of Monetary and Portfolio Balance Models of Exchange Rate Determination », document de travail du CEPS n° 31, août 1987.
- GROS, Daniel, « Capital Controls in the EMS: A Model with Incomplete Separation », document de travail du CEPS n° 32, août 1987.
- JHONSON, Christopher, « Britain and the European Monetary System », 1986.
- KLOTEN, Norbert, « Towards European Monetary Union ; The Role of the ECU Coins and Bank Notes », communication au groupe de travail « European Currency », Parlement européen, 16 décembre 1987.
- MASERA, Rainer, S., « The ECU-A Character in Search of a Script ». *Princeton Essays in International Finance*, n° 167, 1987.
- MASERA, Rainer, S., « European Currency : An Italian View », article présenté devant le Intergroup on European Currency, Parlement Européen, 1987.

MASTROPASQUA, C., MICOSI, S. et RINALDI, R., « Interventions Sterilization and Monetary Policy in EMS Countries (1979-1987) », article présenté à la conférence de Perugia des 16 et 17 octobre 1987.

OBSTFELD, Maurice, « Competitiveness, Realignment and Speculation : The Rate of Financial Markets », article présenté à la conférence de Perugia des 16 et 17 octobre 1987.

PADOA-SCHIOPPA et alii, « Equity, Efficiency and Growth », Commission des Communautés européennes, Bruxelles, avril 1987.

ROGOFF, Kenneth, « Can Exchange Rate Predictability be Achieved without Monetary Convergence ? », *Economic review* n° 28, 1985, p. 93 à 115.

SARGENT, Thomas et WALLACE, N., « Some Unpleasant Monetary Arithmetic », 1981 et reproduit dans le chapitre 5 de « Rational Expectations and Inflation » de T. Sargent, *Haper and Row*, 1986.

VINALS, José, « The EMS, Spain and Macroeconomic Policy », article présenté à la conférence « L'Espagne et le SME », Madrid, 17 et 18 décembre 1987.