

# Le SME : socle de l'union économique et monétaire\*

Thierry VISSOL

Responsable du Centre Écu et prospective d'intégration monétaire européenne - Bruxelles

48

**D**epuis plusieurs années, le SME est l'objet de critiques acerbes, particulièrement de la part d'économistes libéraux. A. Walters<sup>1</sup>, ex-conseiller économique de Mme Thatcher, a lancé un nouveau débat allant au-delà des critiques habituelles des détracteurs des systèmes de changes fixes ; il accuse le SME d'être à l'origine d'un effet déflationniste excessif, conduisant, par l'intermédiaire d'un *overshooting* en matière de taux d'intérêt, à un ralentissement généralisé de la croissance des pays membres du mécanisme de change du SME. Non seulement cette nouvelle approche permet de justifier la non-participation de la Grande-Bretagne au mécanisme de change<sup>2</sup>, d'autant que ce pays semble connaître un taux de croissance plus rapide que celui de ses partenaires européens, mais elle est à l'origine de toute une série de remises en cause du SME considéré comme faisant obstacle — tel qu'il est — aux objectifs de croissance, seuls susceptibles de résorber le chômage.

Ainsi P. de Grauwe et A. Verfaillie<sup>3</sup> ont tenté de tester la pertinence du SME en confrontant les résultats obtenus par les pays membres du SME, en matière de variabilité des taux de change, d'inflation, de convergence des politiques monétaires, de croissance interne et externe, avec ceux de huit pays industrialisés n'appartenant pas au mécanisme (Autriche, Canada, Japon, Norvège, Suède, Suisse, USA, UK) sur les périodes 1973-1979 et 1979-1984. Leurs principales conclusions étaient les suivantes :

- La zone SME est devenue un îlot de faible croissance (tant du PIB que de l'investissement) dans le monde industrialisé. La fixation des taux de change ne peut

\* — Cet article a fait l'objet d'une communication au congrès annuel de l'Association internationale des économistes de langue française, Lille, 31 mai 1988.

1 — A. Walters : « Britain economic renaissance : Margaret Thatcher's reforms 1979-1974 », Oxford UP 1986, surtout Chap. 7.

2 — Interview de Mrs. Thatcher, *Financial Times* 23-11-87, p. 21, « At the moment everyone is geared to the D. Mark, save us. The DM at the moment is slightly deflationary. That means that the whole of Europe is geared to a slightly deflationary policy. Now we have not been so geared and we have a greater degree of freedom in relation to both the dollar and the D. Mark and I just think that I am grateful for that. »

3 — P. de Grauwe et A. Verfaillie : « The European Monetary System : an evolution », in *Rotterdamse Monetaire Studies*, n° 19, 1986, et P. de Grauwe : « Fiscal policies in the EMS : a strategic analysis », W.P. Katholieke Universiteit te Leuven, oct. 1986.

## SME, SOCLE DE L'UNION

en rien contribuer à la croissance et le SME n'a pas été capable de protéger ses membres de la hausse des taux d'intérêt réels.

• La convergence observée en matière d'indicateurs nominaux des pays du SME, considérée comme l'élément positif essentiel à l'actif du SME<sup>4</sup>, n'a que très peu à voir avec lui : c'est un phénomène observé partout dû à la généralisation des politiques désinflationnistes suivies par presque tous les pays industrialisés depuis la fin des années soixante-dix.

Fin 1987 début 1988, ce type de critiques a été repris, plus spécialement en Italie et en France<sup>5</sup>, alors même que les mécanismes du SME ont été renforcés dans le sens d'un partage plus équitable de ses coûts de fonctionnement et que les autorités françaises ont relancé l'idée de l'Union économique et monétaire. Ainsi, J. Le Cacheux et F. Leconte écrivaient-ils dans la lettre de l'OFCE : « *Les asymétries qui caractérisent de facto le SME sont à présent manifestes et les contraintes qu'il impose aux choix de politique économique de ses membres risquent de se révéler intolérables à terme... Demeurer dans le SME en acceptant son fonctionnement actuel impose des coûts extrêmement élevés en termes de croissance et d'emploi, tout en détériorant la compétitivité de nos entreprises.*<sup>6</sup> »

La conséquence logique de ces critiques aboutit bien entendu, pour les extrêmes, tel P. Salin, à proposer ni plus ni moins que le retour aux taux de change flottants et pour les autres à une refonte totale du SME. Sans pour autant que ne soient précisés concrètement les mécanismes qui pourraient permettre le partage total des coûts, un jeu parfaitement coopératif (à deux ou trois le modèle fonctionne, à douze c'est plus délicat) et une action parfaitement coordonnée vis-à-vis des pays tiers.

L'objet de cette contribution n'est pas de vanter les mérites et les acquis du SME, cela a été largement fait<sup>7</sup> et de façon difficilement discutable, mais plutôt d'envisager différemment la problématique : compte tenu de l'internationalisation élevée et croissante des économies européennes, l'indépendance monétaire totale est-elle encore possible ? En d'autres termes, accuser le SME d'être à l'origine des maux que sont le chômage et la déflation, n'est-ce pas, pour reprendre une image de S.C. Kolm, accuser le fusil plutôt que celui qui le tient ? Enfin, si le principe d'une stabilisation des changes du type SME est neutre, est-ce à dire que le système dans un monde en évolution doit rester le même ? L'approche pragmatique qui — tous comptes faits — domine la réalité, une fois acceptée l'idée que le chômage constitue la priorité essentielle de la politique économique, mais que l'approche en terme de *free-rider* en matière de taux de change est dépassée, conduit à penser que le SME et l'expérience de coopération et de coordination de politiques économiques qu'il a suscités, constituent la base du progrès de l'Europe vers une gestion macro-économique pouvant répondre aux objectifs de croissance et de stabilité monétaire.

49

4— M. Russo : « *Why the time is ripe* », *Lecture delivered to the Bow-Group House of Commons*, 1986.

5— Voir par exemple : J. Le Cacheux et F. Leconte : « *Les contradictions du SME* », *Lettre de l'OFCE*, 16-12-87, n° 50.

J.P. Planchou : « *Une politique monétaire européenne au service du Mark* », *Le monde diplomatique*, janvier 1988.

S. Federbusch : « *Les faiblesses du franc fort* », *Le Monde* 12-01-88.

D. Begg et Ch. Wyplosz : « *Why the EMS? dynamic games and the equilibrium policy regime* », *W.L. Insead* n° 87/19.

F. Giavazzi et A. Giovannini : « *The EMS and the dollar* », *Economic policy*, April 1986.

6— *Op. cit.*

7— Voir M. Russo *op. cit.*, H. Ungerer, O. Evans, Th. Mayer et Th. Young : « *The EMS : recent developments* », *FMI Occasional paper* n° 48, déc. 1986 et surtout M.P. Taylor et J.R. Artis : « *What has the European monetary system achieved?* », *Bank of England, discussion paper* n° 31, mars 1988.

## SME ET CROISSANCE

Plusieurs types de tentatives ont été effectués pour démontrer l'effet déflationniste du SME. Les premiers, à travers des analyses statistiques comparant la zone des pays membres du mécanisme de change du SME et d'autres groupes de pays, les seconds, à partir de postulats de surajustement des taux d'intérêt à la hausse ou de sur- ou sous-évaluation des différentes monnaies comme résultants des mécanismes du SME.

### LES ANALYSES DE STATISTIQUES COMPARATIVES

Celles-ci consistent à agréger les grandeurs macro-économiques des pays du mécanisme de change (taux de croissance du PIB, de l'investissement, du commerce extérieur) sur la période de vie du SME pour les comparer avec la période temporelle précédente et avec d'autres zones sur les mêmes périodes.

Ce type d'approche est hautement critiquable à différents titres : d'un point de vue purement statistique, la comparaison dépendra des pays choisis pour établir la zone de comparaison, des méthodes d'agrégations et des sources statistiques. Ainsi de Grauwe et Verfaillie (1986) obtenaient des résultats extrêmement défavorables pour les pays membres du mécanisme de change tant temporellement que spatialement, la croissance moyenne du PIB passant pour les pays du SME de 3,1 % entre 1973 et 1978 à 1,5 % entre 1979 et 1984 contre respectivement 3,4 et 2,5 pour leur zone non SME. Hors cette dernière comprenant les USA et le Japon, les calculs d'agrégation étaient faits par simple moyenne arithmétique non pondérée. En reprenant les calculs des auteurs et en supprimant les USA et le Japon, les résultats pour la zone non SME s'établissaient à 2,8 % et 1,6 %.

En d'autres termes, c'est l'ensemble des pays industrialisés, hormis le Japon et les USA, qui a connu une baisse de croissance depuis 1979. Le même type de redressement pouvait se faire sur toutes les autres variables. Pour les exportations et les importations, les résultats devenaient même plus favorables pour les pays du SME que pour les autres<sup>8</sup>.

D'un point de vue méthodologique ensuite, il paraît extrêmement contestable d'attribuer à un seul élément discriminant (le SME) la causalité de phénomènes dont tout économiste connaît la complexité et l'interdépendance souvent biunivoque de toutes les variables.

L'une des difficultés principales de l'économie et celle qui fait l'objet des débats théoriques les plus importants — particulièrement dans les relations taux de change/économie réelle — porte justement sur l'attribution des causalités<sup>9</sup>. Ce n'est pas ce genre d'approche aux hypothèses non testées, fondées sur des observations incomplètes et biaisées, qui peuvent faire avancer le débat.

### SURAJUSTEMENTS DE TAUX D'INTÉRÊT ET DÉSAJUSTEMENTS DE TAUX DE CHANGE

Plus sérieuse est la critique découlant d'une analyse — un peu rapide — des mécanismes de fonctionnement du SME.

8 — Pour une critique détaillée de l'article de de Grauwe et Verfaillie, voir : Th. Vissol : « Le système monétaire européen : un obstacle à la croissance économique de l'Europe ? », in *Reflets et Perspectives de la vie économique*, Tome XXVI, 1987, n° 2.

9 — S'il existe un consensus selon lequel l'instabilité des facteurs économiques sous-jacents est la cause de la variabilité des taux de change, l'absence d'influence de la variabilité des taux de change sur les variables économiques n'a jamais pu être démontré : cf. V.S. Farrelk, Dean A. de Rosa et T.A. McCowt « Effets of exchange rate variability on international trade and other economic variables : a review of the Literature », Board of Governors of the FRS Washington, déc. 1983, et R. Saldhon : « The consequences of exchange-rate variability », *Banking discussion paper* n° 24, déc. 1984.

## SME, SOCLE DE L'UNION

Selon certains analystes et pour diverses raisons qu'il n'est pas utile de développer ici, il existerait des monnaies structurellement fortes et des monnaies structurellement faibles. La particularité du SME qui conduit à fixer les parités sur la base de discussions multilatérales empêchant toute dévaluation compétitive conduirait systématiquement à sous-évaluer les monnaies fortes et à surévaluer les monnaies faibles. La conséquence est double :

- Les pays à monnaie forte accroîtraient ainsi leur excédent commercial et les autres leur déficit, du fait d'une accumulation d'avantages et de pertes compétitives. Ceci aurait tendance à créer un cercle vicieux pour les pays à monnaie faible et un cercle vertueux pour les autres, autoconsolidant les caractéristiques de force et de faiblesse des monnaies.
- Les parités de pouvoir d'achat n'étant jamais réatteintes, cela impliquerait une tendance à la hausse des taux d'intérêt et à leur plus grande instabilité. En effet, l'utilisation de la variable taux d'intérêt devient primordiale pour assurer l'objectif de stabilité des changes, surtout en période de spéculation avant un réalignment. De sorte que seule l'existence de restriction aux mouvements de capitaux et la convergence vers le pays le moins inflationniste expliqueraient la survie du SME.

Le premier phénomène conduisant à une nécessité pour les pays à monnaie faible de procéder à un surajustement des politiques budgétaires pour tenter de rétablir les équilibres dans les capacités et besoins du financement se cumule avec le second qui déprime l'investissement pour conduire à une contraction de la croissance et à une augmentation du chômage.

La libéralisation croissante des mouvements de capitaux depuis fin 1986 n'ayant pas entraîné l'explosion du SME, alors même que la chute du dollar, considérée comme déstabilisante pour celui-ci, se poursuivait, une autre forme de critique s'est développée à travers la théorie des jeux. Le SME imposerait un jeu coopératif où les participants n'ayant pas tous le même poids, le jeu se limiterait à un système de type n-1. Le pays leader, la RFA, choisirait sa politique monétaire, le SME conduisant les autres pays à s'ajuster. Or, rien n'étant prévu pour assurer une coopération dans la fixation des objectifs monétaires du leader, ses choix étant déterminés par des considérations purement internes et résultant de caractéristiques économiques différentes de celles des autres (baisse de la démographie, faible capacité d'absorption), il serait conduit à ne mettre en œuvre qu'une politique de faible croissance incompatible avec les niveaux de chômage des autres pays.

Quelle que soit la force apparente de ces critiques, elles soulèvent plusieurs problèmes :

- L'appréciation d'une sur- ou d'une sous-évaluation des taux de change implique de définir un taux d'équilibre. En la matière, la science économique est assez démunie.

Faut-il utiliser la parité des pouvoirs d'achats (PPA)? Si oui, quel type d'indicateur utiliser, quelle base prendre, etc. Il a été largement démontré que selon la base temporelle et le type de prix observés, les résultats pouvaient être contradictoires et surtout qu'il existe un biais systématique pour déterminer le taux d'équilibre de long terme<sup>9bis</sup>. Malgré tout, si, faute de mieux, la PPA est utilisée, elle ne peut l'être valablement qu'entre pays à niveau de développement comparable.

Faut-il au contraire utiliser l'équilibre multilatéral des échanges comme critère? Auquel cas, le taux de change ne devrait évoluer que pour ajuster les balances de

9 bis — L.M. Officer : « The purchasing power parity : theory of exchange rates : a review article » *IMF Staff papers*, Vol. XXIII n° 1, 1986, et « The productivity bias in PPP » *IMF staff papers* n° 3, 1986.

## ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

paiements sans préoccupation des niveaux d'inflation ou de déflation des différents partenaires. Cela suppose alors une certaine indépendance entre prix internes et externes, c'est-à-dire, d'une part, d'identifier les échanges internationaux aux seuls échanges de biens (faisant abstraction des investissements directs et des flux autonomes de capitaux), d'autre part, de postuler l'identité des caractéristiques — au sens de la théorie de la consommation<sup>10</sup> — des différentes monnaies, enfin de réduire les processus de compétitivité aux seuls phénomènes nominaux. Soit, à raisonner dans un monde non spécialisé (où les élasticités prix seraient supérieures à l'unité) de concurrence pure et parfaite et où les flux de capitaux ne seraient que l'exacte contrepartie des flux de marchandises.

- L'attribution des niveaux d'intérêt au seul SME présuppose de considérer la zone comme indépendante du reste du monde, c'est-à-dire d'envisager qu'en l'absence du SME les différents pays membres seraient indépendants, à la fois du pays considéré comme leader et du reste du monde.
- Enfin, la désignation d'un leader considéré comme égoïste suppose un comportement soit de domination imposé par le leader, soit de masochisme extrême de la part des partenaires. Aucune de ces deux hypothèses ne correspond à la réalité. Même si le processus de décision à l'unanimité en matière de réalignement limite quelque peu les possibilités individuelles, cela vaut pour tous les membres, y compris le leader, et rien n'empêche un membre de sortir du SME. Le choix de tous les membres d'y rester ne peut résulter que d'une analyse coût-bénéfice favorable.

---

### LES PAYS EUROPÉENS ET L'AUTONOMIE DES TAUX DE CHANGE

---

Le problème du choix d'un système alternatif de change peut se poser à deux niveaux : celui de la question générique, jamais résolue, de savoir si un système de taux de change flottants constitue un optimum (éventuellement de second rang) en matière de gestion des politiques macro-économiques ; celui plus particulier des pays européens liés par le Traité de Rome, renforcé par l'Acte unique. Dans ce cadre, l'autonomie individuelle est-elle ou non possible, si ce n'est souhaitable.

#### LES TAUX DE CHANGE FLOTTANTS

La mise en place des taux de change flottants, qui étaient censés ramener de l'ordre dans les affaires monétaires internationales, à la fois en libérant les pays d'une certaine contrainte extérieure, et en laissant le soin au marché d'assurer la fixation de taux de change d'équilibre de long terme sanctionnant le degré d'orthodoxie des politiques monétaires mises en place, a très rapidement déçu ses promoteurs. La volatilité des taux de change à court terme tant nominaux que réels s'est accrue parallèlement à l'accélération des mouvements de capitaux, entraînant des désajustements caractérisés par d'amples mouvements de taux de change à moyen terme (*overshooting*).

#### Les explications des surajustements

La première réaction fut d'essayer d'expliquer le phénomène avant même d'essayer d'en connaître les conséquences tant micro que macro-économiques. R. Dornbusch<sup>11</sup> fut le premier à proposer une tentative d'explication : partant de l'hypothèse

10 — K.J. Lancaster : « A new approach to consumer theory », *JPE*, 1966.

11 — R. Dornbusch : « Expectations and exchange rate dynamics » *JPE* Vol. 84, 1976.

## S M E , S O C L E D E L ' U N I O N

selon laquelle les anticipations sont rationnelles, l'existence d'une différence dans les vitesses d'ajustement sur le marché des biens et sur le marché des capitaux conduit, lorsque se produit une expansion monétaire, à une dépréciation immédiate de la monnaie par rapport à son taux d'équilibre de long terme. Ainsi, l'expansion monétaire conduit à des phénomènes de surajustement des taux de change.

Le problème (pour les tenants des taux flottants) est que ce type d'explication tend à impliquer que les phénomènes de réajustement des taux de change constituent une caractéristique intrinsèque du marché des changes.

D'où toute une série de tentatives, recensées par R. Levich<sup>12</sup> pour trouver d'autres explications à un phénomène qui n'a fait que s'accroître à partir des années 1976. Les explications vont des analyses des structures du marché — insuffisance de la spéculation sur les marchés des changes (MacKinnon, 1976), différences de niveaux d'informations sur les marchés des biens de capitaux (Dornbusch, 1979, Frenkel, 1981, Mussa, 1979) — aux processus de constitution des portefeuilles d'actifs par les opérateurs et leurs réactions en cas de déséquilibre dû à un choc exogène (Kouri, 1976, Brandon, 1979)<sup>13</sup>.

Ces analyses ne font que confirmer l'incapacité du marché à assurer un sentier d'équilibre pour les taux de change. La tentative de J. Frankel et C.A. Rodriguez<sup>14</sup> de sortir de ce piège n'est guère convaincante. Reprenant le modèle de Dornbusch en en précisant les hypothèses sur les vitesses d'ajustement des différents marchés, ils en arrivent aux conclusions suivantes : les phénomènes de surajustement ne sont pas une caractéristique intrinsèque du marché des changes mais dépendent d'une série d'hypothèses ; ils ne sont le résultat ni d'une parfaite anticipation ni de l'hypothèse d'ajustement de marchés des biens et des capitaux à des vitesses différentes ; avec des vitesses d'ajustement finies des différents marchés, le facteur clé déterminant les effets à court terme d'une expansion est le degré de mobilité des capitaux. S'il est élevé, il y a surajustement à la hausse du taux de change par rapport à sa valeur d'équilibre à long terme ; inversement, si le capital est relativement immobile, il y a sous-ajustement.

Allant plus avant, ils examinent l'hypothèse des désajustements au travers des modèles d'équilibre des portefeuilles. Les sur- ou sous-ajustements des taux de change dépendent alors de la spécification du choix des titres, de leur degré de substitution et de leur qualité de couverture contre l'inflation.

Ainsi, si les désajustements ne sont pas — *stricto sensu* — une caractéristique intrinsèque du marché des changes, il semble bien difficile de les éviter, dans la mesure où ils résultent d'imperfections dans le marché des titres impossibles à corriger. En d'autres termes, quelles que soient les explications retenues : vitesses

53

12— R.M. Levich : « Overshooting in the foreign exchange market » Group of Thirty Occasional paper n° 5, New York 1981.

13— R.I. Mackinnon : « Floating foreign exchange rates 1973-1974 : The emperor new clothes » in Institutional Arrangements and the inflation problem ed. by K. Brunner and A.H. Meltzer, Carnegie Rochester Conference series on public policy, Vol. 3, New York 1976.

R. Dornbusch : « Monetary policy under exchange rate flexibility » FRB of Boston Conference series n° 20, 1979.

J.A. Frenkel : « Flexible exchange rates, prices and the role of « news » : lessons from the 1970's JPE Vol. 89. M.L. Mussa : « Empirical regularities in the behaviour of exchange rates and the theories of the foreign exchange market » in Policies for employment, prices and exchange rates ed. by K. Brunner et A.K. Metzger, Carnegie — Rochester Conference series on public policy Vol. 12, New York 1979.

P.J.K. Kouri : « The exchange rate and the balance of payments in the short run and the long run ; monetary approach » Scandinavian Journal of economics Vol. 78, mai 1976.

W.H. Branson : « Exchange rate dynamics and monetary policy » in Inflation and employment in Open economics ed. by A. Lindeck, Amsterdam 1979.

14— J.A. Frenkel et C.A. Rodriguez : « Exchange rate dynamics and overshooting hypotheses » IMF Staff papers 1982.

## ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

d'ajustement, choix de portefeuille, etc., la conclusion qui paraît pouvoir être tirée est la suivante : l'équilibre des taux de change à moyen terme ne serait possible que si l'ensemble des marchés fonctionnaient dans les conditions de concurrence pure et parfaite (y compris le marché de l'emploi).

Cette condition — qui explique en partie la poussée du mouvement dérégulateur entrepris depuis le début de la décennie — n'est cependant guère réaliste, même dans des projections à long terme.

### Les fluctuations des taux de change et leurs conséquences

Devant l'incapacité à estimer une possible stabilisation automatique des taux de change dans un système de taux flottants à moyen terme, il fallait essayer de démontrer que leurs variations n'avaient pas d'influence sur les variables macro-économiques réelles et plus particulièrement sur le commerce international. Comme il a été noté ci-dessus, la preuve empirique n'a jamais pu être donnée de façon irréfutable.

La tentative de montrer que la variabilité à court terme des taux de change a une influence négative sur le commerce extérieur faite par M.A. Akhtar et R.S. Hilton<sup>15</sup> a été très vivement critiquée. Malgré tout, Padma Gotor<sup>16</sup> a repris leur modèle qui s'appliquait aux USA et à la RFA et l'a étendu à la France, au Japon et au Royaume-Uni. La variabilité montre l'instabilité des coefficients et, pour certains pays, des résultats inverses ou non significatifs. Cependant, selon cet auteur, si les effets directs sur les volumes sont faibles ou non existants (sauf pour la RFA), des effets induits apparaissent par l'intermédiaire des prix. Ainsi, une augmentation de 10 % de la volatilité des taux de change entraîne pour le Japon, une baisse indirecte du volume de 1 % des importations ; pour les USA, à travers les effets sur les prix des exportations, une baisse de 1 % du volume des exportations ; pour la RFA, un effet direct de 1 % sur le volume des exportations.

Plus récemment, P. de Grauwe<sup>17</sup>, utilisant une analyse en « coupes-croisées » sur des périodes 1960-1969 et 1973-1984, a montré que si la variabilité des taux de change réels a contribué de façon significative au ralentissement du commerce international depuis 1973 (pour près de 20 %), il y a eu d'autres facteurs explicatifs plus importants : le déclin des taux de croissance de la production (près de 50 %) et le ralentissement du processus d'intégration des pays industriels (environ 30 %).

Certes, les preuves empiriques de l'existence d'un effet « ratchet » qui, en stimulant l'inflation mondiale, conduirait à un surajustement déflationniste des politiques monétaires n'ont pas pu être données, pas plus que celles d'une relation taux de change/taux de croissance<sup>18</sup>, mais l'inverse non plus. Scientifiquement, l'hypothèse ne peut donc être écartée d'une forte influence négative de la variabilité des taux de change sur l'évolution économique réelle. Cette hypothèse est même confortée par différents éléments concrets relevés par R.I. MacKinnon<sup>19</sup> :

- Les variations interbloqs des taux de change ont été très largement supérieures aux taux de profits des investissements.

15 — M.A. Akhtar et R.S. Hilton « Exchange rate uncertainty and international Trade : some conceptual issues and new estimates for Germany and the US » Research paper n° 8403 New York FRB May 1984.

16 — Padma Gotor « Effects of exchange rate volatility on trade, some further evidence » IMF Staff paper Vol. 30 n° 3, sept. 1985.

17 — P. de Grauwe « Exchange rate variability and the slowdown in growth of international trade » IMF working paper 22-05-1987.

18 — R. Salomon op. cit.

19 — R.I. MacKinnon : Monetary and exchange rate policies for international financial stability : a proposal » Economic papers, CCE DG II n° 52, nov. 1986.

## S M E , S O C L E D E L ' U N I O N

- Pour la plupart, ces variations n'ont pas été anticipées par le marché, ne se reflétant ni dans les différentiels d'intérêt *ex ante* entre pays ni dans les reports ou déports des marchés à terme.
- Ces variations se sont faites en termes réels, les prix internes restant relativement stables.
- Malgré la liberté du flux des capitaux, des différentiels de taux d'intérêt réels atteignent 3 à 4 points entre titres similaires libellés en différentes monnaies sont chose courante.

Les moyens mis en place par l'industrie des services financiers à travers la création d'instruments de plus en plus complexes et leur développement rapide pour couvrir les risques de change et d'intérêt, s'ils sont la preuve de l'existence de ces risques, ne réussissent pas à les couvrir. Cela est dû, en partie, en ce qui concerne les marchés à terme, au fait que ces risques sont difficilement anticipables d'où les déports ou reports du marché à terme ne couvrent pas totalement les différentiels et que, d'autre part, plus le terme de l'opération est long moins la couverture est efficiente. Pour les nouveaux instruments financiers, ceux-ci sont extrêmement difficiles à maîtriser ne couvrant en général que des risques spécifiques, et ont un coût relativement élevé qui peut aller jusqu'à 5 % du contrat<sup>19bis</sup>. Cela conduit certains à attribuer à ces nouveaux instruments une certaine responsabilité partielle dans l'accroissement de la volatilité des taux de change et d'intérêt. Enfin, comme l'ont démontré Arrow et Debreu<sup>20</sup>, le fait qu'il n'existe pas de marché à terme pour les biens ou qu'ils sont incomplets, entraîne pour les opérateurs tant commerciaux que financiers, des risques de change inévitables.

Cette impossibilité de couvrir totalement les risques est l'une des explications du phénomène décrit par J.Y. Haberer et B. Snoy<sup>21</sup> du découplage des sphères économiques et financières dont les conséquences sont multiples : accroissement de la variabilité générale des taux de change et d'intérêt (d'où l'auto-renforcement du système), mésentente des ressources en termes géographiques et productifs, mise en place de conditions propices à une crise fondamentale de l'économie capitaliste. La BRI, dans son rapport 1987, le marché lui-même après le krach d'octobre-novembre 1987, étaient ainsi conduits à prôner au moins une re-régulation des marchés financiers et un contrôle des conditions opératives des nouveaux instruments.

De ce faisceau d'arguments, il serait possible de déduire, en négatif, que ce serait plutôt les taux de change stables (et non pas fixes) que les taux flottants qui contribueraient, dans un monde imparfait, à un optimum, au moins de second rang. De plus, dans le contexte du processus d'ajustement des structures productives européennes résultant de la mise en place du grand marché intérieur, les nécessités de pouvoir diminuer des risques maîtrisables comme ceux résultant des variations de change s'impose. Les grandes entreprises concernées en sont d'ailleurs conscientes qui ont créé l'Association pour l'Union monétaire de l'Europe.

55

19 bis — BRI : *Recent innovation in international banking*, Bâle avril 1986.

20 — K. Arrow : « *Essays in theory of risk bearing* » Markham Press, Chicago 1983.  
G. Debreu « *Theory of value* » New York J. Wiley and Sons, 1969.

21 — J.Y. Haberer : « *Contribution à l'évolution des enjeux européens dans la révolution du système financier international* » CEE, 1-06-1987.



### **L'AUTONOMIE DES POLITIQUES DE CHANGE DES PAYS EUROPÉENS**

Si les arguments en faveur des taux flottants apparaissent de moins en moins fondés en terme général, qu'en est-il plus spécifiquement pour les pays européens dont l'ouverture globale vis-à-vis du reste du monde est le plus élevé et dont la part des échanges internes dépasse en moyenne 50 % des échanges totaux ?

Habituellement, un pays peut rechercher la flexibilité de son taux de change pour deux types de motifs : assurer l'équilibre de sa balance de paiements par une dépréciation de sa monnaie en fonction de l'évolution de ses prix, de façon à obtenir un sentier de croissance autonome ; éviter la transmission de chocs externes sur sa politique interne, afin d'assurer une stabilité des prix et une politique autonome de taux d'intérêt.

#### **L'objectif balance de paiement et les taux de change flexibles**

L'effet attendu d'une variation de taux de change est une modification de la structure du PIB : baisse de la demande interne et des importations, hausse de la production nationale résultant d'une substitution biens importés biens nationaux et d'un accroissement des exportations. Si la dévaluation est accompagnée d'une politique monétaire et d'une politique des revenus adéquates, l'effet inflationniste est amorti et la croissance peut reprendre.

Or, la modification des structures mondiales de production due à la spécialisation croissante rend ces mécanismes de moins en moins efficaces, voire contre-productifs (les courbes en J tendent à s'allonger), selon les pays et leur type de spécialisation.

En effet, selon qu'il est spécialisé sur des marchés à forte moyenne ou faible demande — ou selon la part détenue sur chaque type de marché — un pays peut ne pas voir ses exportations augmenter globalement en volume, ou avoir une croissance en volume inférieure à la perte en valeur<sup>22</sup>.

D'autre part, du fait de la très grande interdépendance des échanges, les contenus en importation des investissements et des exportations tendent à s'élever. Comme le montre le tableau 1, l'analyse des tableaux input-output sur la période 1970-1980 fait apparaître pour les six pays pour lesquels ces données sont disponibles une forte croissance du contenu en importations de l'ordre de 7 % à 35 %, selon les agrégats et les pays. Cette structure et son évolution vers une interdépendance et une spécialisation de plus en plus grandes implique que toute relance de l'investissement ou des exportations augmente automatiquement les importations en volume.

Cette spécialisation internationale fait qu'il est, et sera de plus en plus difficile de remplacer des importations par une production interne du fait de l'abandon des secteurs concernés, de l'obsolescence de ceux-ci, de barrière à l'entrée, etc.). De ce fait, les importations sont devenues très inélastiques aux prix et une dévaluation ne fait qu'accroître les coûts de celles-ci, entraînant, selon les degrés d'indexation, le comportement des importateurs, un effet inflationniste cumulatif, difficilement contrôlable par une politique monétaire. Cet effet se répercute sur le prix des exportations, annulant ainsi l'effet prix déjà faible de la dévaluation sur les exportations, ou laminant les marges des exportateurs, limitant ainsi leurs possibilités d'investissement. Cela consolide alors deux effets négatifs : l'absence de reprise de l'investissement et/ou le recours au crédit, donc à la création monétaire. Des problèmes de nature différente

<sup>22</sup> — Pour une analyse détaillée des spécialisations des pays européens, voir *Economie Européenne* n° 25.

## S M E , S O C L E D E L ' U N I O N

peuvent résulter d'une déstabilisation des prix relatifs entre biens exportables et non exportables et/ou des rapports salariaux dans les secteurs des biens et des services.

Le tableau 2 confirme cet argument : une dévaluation de 10 % se traduit essentiellement pour les pays européens par un effet prix très supérieur à l'effet volume. Pour obtenir un effet volume important, la variation de change doit non seulement être très forte mais en plus ne pas être contrecarrée — en cas d'endettement extérieur par la hausse du coût de service de la dette.

TABLEAU 1

### ÉVOLUTION DES CONTENUS EN IMPORTATIONS

à partir des matrices input-output en %<sup>1</sup>

	RFA	FRANCE	ITALIE	UK	HOLLANDE	CEE
<b>1. Consommation privée</b>						
1970	18,5	13,8	16,1	18,0	33,6	—
1975	20,0	16,7	19,4	22,7	32,8	13,1
1980	22,8	20,3	22,4	23,1	36,0	—
Évolution 1980/1970 %	23,2	47,1	39,1	28,3	7,1	—
<b>2. FBC</b>						
1970	17,5	19,6	22,4	21,7	45,6	—
1975	20,1	20,6	22,6	30,1	45,2	13,6
1980	21,1	24,5	26,3	30,9	42,4	—
Évolution 1980/1970 %	20,5	25,0	17,4	42,3	- 7,1	—
<b>3. Exportations</b>						
1970	19,1	17,6	21,5	23,4	39,7	—
1975	19,7	20,6	24,2	28,8	40,6	16,9
1980	25,8	23,2	28,0	27,4	45,8	—
Évolution 1980/1970 %	35,0	31,8	30,2	17,0	15,3	—
<b>4. Ensemble de la demande finale<sup>2</sup></b>						
1970	—	—	—	—	—	—
1975	18,8	16,4	19,0	22,5	33,9	12,3
1980	21,4	19,6	21,9	23,0	37,0	—
Évolution 1980/1975 %	17,5	19,5	15,3	2,2	9,1	—

57

1 — Importations résultant de 100 unités de consommation, de FBCF, d'exportation et de demande finale.

2 — La demande finale inclue la demande des administrations publiques.

Source : Eurostat, tableaux entrées-sorties 1970, 1975, 1980, calculs effectués par les services de la Commission, DG II.

Différents travaux effectués sur les élasticités-prix des exportations et importations tendent à confirmer en partie les arguments ci-dessus. M. Goldstein<sup>23</sup>, dans un article faisant la synthèse des analyses en terme d'élasticité, arrive aux conclusions suivantes :

- Les élasticités-demande sont très faibles à court terme, conduisant à des effets négatifs sur les balances de paiement, pouvant atteindre jusqu'à 10 % de la valeur des importations et sur un délai d'au moins 4 à 6 trimestres ;

23 — M. Goldstein : « Macro-economic interdependences under floating exchange rates : some unanswered questions and directions for research » IMF Staff paper mars 1984.

## ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

- Les prix relatifs ont un impact sur la demande d'importations et d'exportations dans un délai de 2 à 3 ans ;
- Cependant, les effets sont très variables d'un groupe de produits à l'autre et selon les pays ;
- Enfin, de nombreux produits n'étant que des substituts imparfaits, les variations de prix relatifs doivent être très amples pour générer des modifications de comportement.

Cependant, il est à noter que toutes les études citées par Goldstein datent d'avant la fin des années 1979 (sauf une), couvrent des périodes incluant le choc pétrolier de 1974, utilisent des méthodologies différentes et ne prennent en compte que quelques pays européens.

TABLEAU 2

### EFFETS D'UNE DÉVALUATION DE 10 % SUR...

	Volume Import	Volume Export	Prix du PIB	Prix demande interne	△ Balco en % COMEX	△ Balco en % PIB
B/L	- 1,6	1,6	6,7	8,2	2,2	0,9
DK	- 3,2	4,3	4,3	5,3	4,4	1,1
FR	- 2,7	3,2	5,7	7,0	3,9	0,6
RFA	- 2,8	2,7	5,5	6,7	3,7	0,7
IRL	- 3,6	3,1	5,0	6,1	4,6	2,2
IT	- 5,5	4,8	4,4	5,4	7,0	1,5
HOL	- 1,7	1,3	6,8	8,3	2,1	0,8
ESP	- 2,8	7,1	4,3	5,3	4,9	0,6
UK	- 1,8	1,4	6,4	7,8	2,0	0,5

Source : Modèle MERM 2, année 1986.

Les travaux effectués récemment par la Commission des Communautés européennes dans le cadre du modèle QUEST montrent qu'il y a une rupture dans les séries statistiques en 1974, le premier choc pétrolier ayant généré des modifications structurelles et géographiques du commerce international. Par contre, ce n'est pas le cas pour le choc de 1980. Ainsi, pour obtenir une certaine stabilité des élasticités, il importe d'utiliser des périodes temporelles partant de 1974. Les résultats obtenus en termes de valeur des élasticités-prix des exportations (les importations résultant, dans le modèle, de la demande interne) confirment la faiblesse de celles-ci, sauf pour les trois pays nouveaux membres (Grèce, Espagne, Portugal) (cf. tableau 3), ce qui tend à crédibiliser les conclusions de Goldstein.

F. Giavazzi<sup>24</sup> dans une étude récente, confirme l'existence de problèmes résultant de l'accroissement des interdépendances, tout en soulevant une critique importante : malgré leur forte sensibilité aux chocs extérieurs, les pays européens ont encore des structures très différentes qui conduisent à des résultats asymétriques en termes d'évolution des variables macroéconomiques à la suite d'un même choc exogène. Si cela est le cas, dans un système de taux de change fixes, un même choc conduira à des tensions plus ou moins fortes entre les différents pays et ainsi à des conflits en termes d'objectifs de politique économique.

24 — F. Giavazzi : « The exchange rate question in Europe » working paper, CEE nov. 1987.

## S M E , S O C L E D E L ' U N I O N

TABLEAU 3

### ÉVOLUTION TEMPORELLE DES ÉLASTICITÉS IMPORTATIONS par rapport aux prix pondérés des compétiteurs

	61.84	61.73	74.84
BL	0.008 (0.074)	- 0.663 (0.263)	- 0.140 (0.061)
DK	- 0.756 (0.129)	- 1.050 (0.267)	- 0.854 (0.071)
RFA	- 0.143 (0.058)	- 0.722 (0.281)	- 0.334 (0.093)
GR	- 0.834 (0.200)	- 1.384 (0.384)	- 1.247 (0.375)
ESP	- 1.260 (0.152)	- 2.077 (0.442)	- 0.990 (0.279)
FR	- 0.278 (0.117)	- 0.340 (0.647)	- 0.522 (0.115)
IRL	- 1.718 (0.414)	- 5.834 (6.358)	- 0.858 (0.717)
IT	- 0.935 (0.282)	- 2.650 (0.892)	- 0.120 (0.424)
NL	- 0.691 (0.209)	- 1.824 (0.473)	- 0.406 (0.147)
PORT.	- 2.277 (1.267)	- 0.267 (0.381)	- 1.167 (0.509)
UK	- 0.369 (0.075)	- 0.590 (0.244)	- 0.164 (0.124)

Note : Standard errors between brackets.

Source : Services de la Commission, II-C-4.

59

Or, cet argument, joint à celui d'une persistance pour encore quelque temps d'élasticités-prix positives (les spécialisations ne sont ni totales ni définitives) et d'absence de mobilité totale des facteurs de production consolide l'importance de l'argument en faveur de la préservation dans un système monétaire européen de la possibilité d'ajuster les taux de change. Giavazzi, peu susceptible de grande sympathie à l'égard du SME écrit : « si des chocs exogènes communs sont transmis de façon diverse aux différents pays et que la production ne peut pas être facilement réallouée, les réalignements de taux de change — dans la mesure où ils ont un effet réel — sont une partie de la réponse optimale ».

Il découle clairement du tableau 2 que certains pays peuvent avoir encore besoin d'une certaine souplesse dans la manipulation du taux de change, alors que d'autres, surtout si l'on tient compte de leur situation d'endettement, et de leur degré d'ouverture, sont plus contraints à stabiliser leur taux de change.

De ce fait, le processus de réalignement par décision collective, tel qu'il est prévu dans le SME, devient une condition opérative fondamentale du fait des sensibilités réciproques aux variations de taux de change (cf. tableau 4) : un comportement individualiste et égoïste pouvant avoir des conséquences fortement négatives sur les partenaires, sans pour autant bénéficier au franc-tireur.

# ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

TABLEAU 4

## EFFETS D'UNE DÉVALUATION DE 10 %

SUR LA BALANCE COMMERCIALE DE : (en millions de USD et en %)	DES PAYS SUIVANTS															
	B/L		DK		F		D		IRL		I		NL		GB	
	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2
B/L	738	-	-1,9	2,4	-3,6	8,7	-2,7	7,5	-0,5	3,8	-1,5	3,2	-5,4	12,2	-0,3	4,2
DK	-0,4	0,75	530	-	-0,8	0,8	-0,5	1,9	-0,9	-0,9	-1,0	0,8	-0,8	1,3	-1,6	2,1
F	-10,3	16,2	-6,2	4,9	2470	-	-8,8	12,2	-4,6	6,3	-9,9	13,6	-7,3	8,5	-5,1	8,5
D	-24,8	40,8	-19,2	13,7	-26,4	17,2	3468	-	-10,6	8,8	-18,2	16,3	-26,2	26,3	-17,3	12,1
IRL	-0,7	0,4	-0,8	0,4	-0,5	0,6	-0,4	0,5	218	-	-0,3	0,3	-0,8	0,6	-0,7	6,3
I	-9,3	4,2	-5,7	3,8	-16,2	10,3	-14,8	7,7	-6,0	2,5	3085	-	-9,3	4,3	-9,8	4,2
NL	-5,7	16,1	-3,8	5,6	-3,7	5,7	-3,4	11,0	-1,4	5,2	-3,2	4,0	847	-	-1,4	7,6
GB	-4,9	8,8	-1,5	12,0	-3,2	7,5	-3,0	7,6	-23,9	43,5	-1,8	5,2	-4,7	8,8	1197	-
CE 9	-56,1	67,5	-39,0	48,5	-54,4	51,0	-33,3	49,2	-46,8	71,5	-35,9	44,5	-54,7	62,8	-35,6	43,4
USA	-14,4	6,0	-19,8	6,5	-19,3	6,5	-16,5	7,1	-1,7	10,5	-12,9	6,8	-16,3	6,6	-16,3	13,6

1 — Montant en dollars de l'excédent pour le pays, et répartition en % de cet excédent par pays (qui est un déficit pour ceux-ci).

2 — Part de chaque pays dans le commerce extérieur du pays dévaluant  $(X + M) + 2$ , année 1985.

Source : Modèle MERM 2, calculs de l'auteur.

60

### Autonomie des politiques monétaires

L'autonomie des politiques monétaires peut être appréhendée de deux points de vue différents, mais complémentaires :

#### • Les pays européens ont-ils pu mettre en œuvre une politique visant à une réduction de l'inflation, hors SME ?

Il est clair que dans un monde interdépendant, la contrainte extérieure pèse sur tous les pays, y compris sur les USA, depuis qu'une certaine tripolarisation monétaire du monde occidental s'est mise en place, tant au niveau commercial que financier (USA/USD, Japon/yen, Europe/DM). Il n'est donc guère question pour un pays ou un bloc de pays de connaître une indépendance totale vis-à-vis des autres, soit dans le sens du laxisme, soit dans le sens de la plus stricte orthodoxie. Les variations de taux de change qui en résulteraient, même si leurs conséquences en termes réels à court terme tendent à s'estomper, conduiraient à des flux de capitaux déstabilisants et de façon induite à des effets réels indésirables. D'où, même dans les périodes des plus grands désajustements de change (1976-1978 et 1982-1985), les flottements des monnaies des grands blocs ont été impurs, accompagnés par des interventions sur les marchés des changes et une certaine coordination dans les évolutions de taux d'intérêt à long terme.

## SME, SOCLE DE L'UNION

La RFA en particulier a suivi de près l'évolution des taux d'intérêt américains (comme le montrent les graphiques 1 et 2), tentant ainsi de stabiliser le taux de change DM-USD, mais lui permettant de poursuivre son objectif de stabilité monétaire interne.

La coordination des politiques monétaires au sein du SME et le mécanisme de réalignements coopératif ont permis d'éviter de créer des perturbations supplémentaires et d'assurer la pérennité du mouvement désinflationniste.

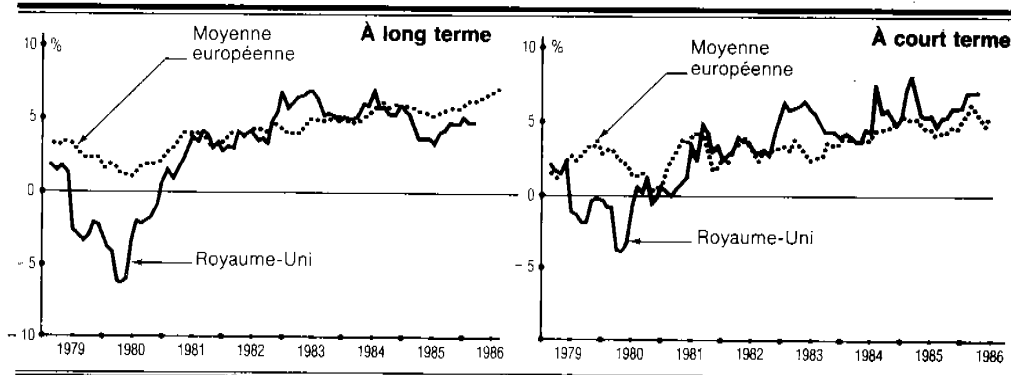
Le SME a ainsi clairement joué un rôle interne stabilisant alors que les taux flottants impurs vis-à-vis du reste du monde n'assuraient qu'une faible protection de l'autonomie interne en matière de prix avec cependant un coût en terme de taux d'intérêt : la zone SME a dû s'ajuster sur des taux réels élevés du reste du monde. Tout comme cependant les autres pays ou zones (Japon, UK, etc.). Ceci pose évidemment la question du choix de la politique de la zone vis-à-vis du reste du monde, qui sera discutée plus loin.

### • Quel a été le coût en termes de taux d'intérêt de la stabilisation des taux de change ?

Compte tenu de cette contrainte internationale, la question qui peut se poser est de savoir si le SME n'a pas créé une contrainte supplémentaire sur les politiques monétaires des pays membres. L'un des arguments les plus importants contre le SME est celui du transfert de la volatilité : la réduction de la volatilité des taux de change devrait conduire à transférer celle-ci sur la seule autre variable sensible du système : les taux d'intérêt M.P. Taylor et M.J. Artis<sup>25</sup>, utilisant des méthodes plus sophistiquées que les seuls calculs de moyenne et variance (dans la mesure où il a pu être montré que les séries statistiques de taux d'intérêt et de taux de change ne suivraient pas une distribution normale, et que la distribution statistique de ces derniers n'est pas stable dans le temps ont démontré qu'au contraire : les pays du SME ont réduit la volatilité nominale et réelle de leurs taux de change ; surtout, la volatilité de leur taux d'intérêt à court et long termes en termes nominaux et réels, et que cette réduction n'est pas due aux seules restrictions aux mouvements de capitaux comme le stipulaient Giavazzi et Giovanini<sup>26</sup>.

61

### Taux d'intérêts réels - SME-Royaume-Uni



Source : Services de la Commission II-D-2

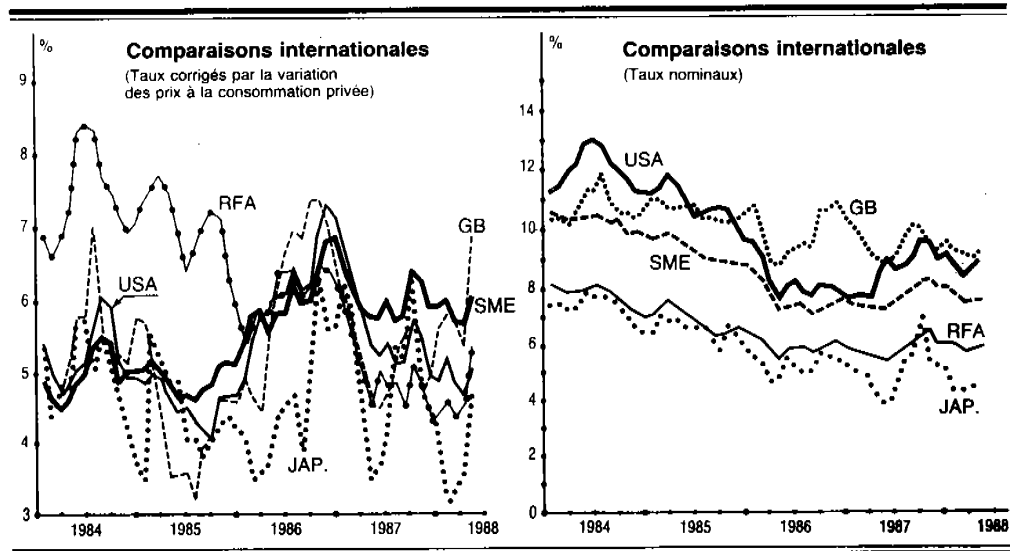
25 — M.P. Taylor et M.J. Artis (1988) *op. cit.*

26 — F. Giavazzi et A. Giovanini : *Limiting exchange rate flexibility : the experience of european monetary system, working paper, 1987.*

# ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

GRAPHIQUE 1

## Taux à long terme sur les obligations d'état

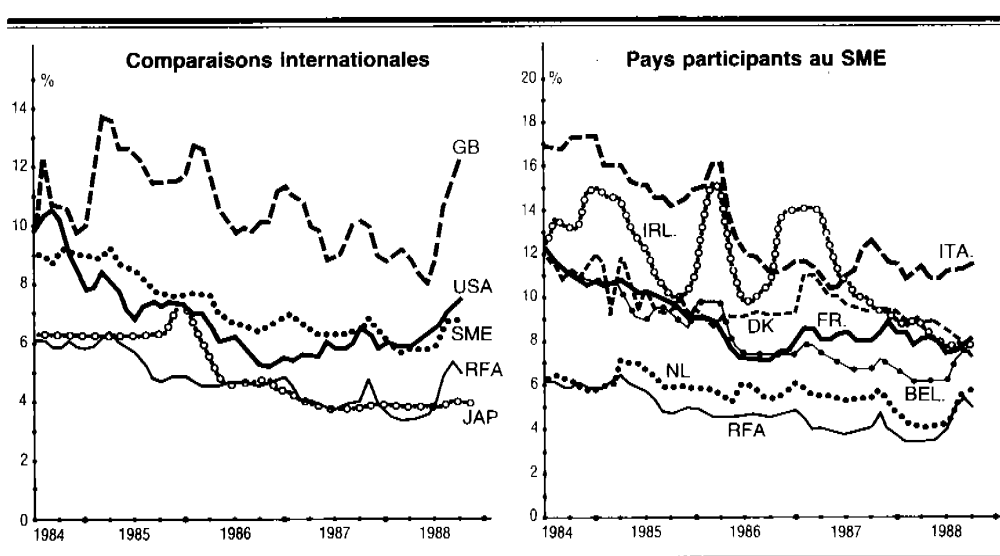


Source : Services de la Commission II-D-2

62

GRAPHIQUE 2

## Taux d'intérêts à court terme sur le marché monétaire



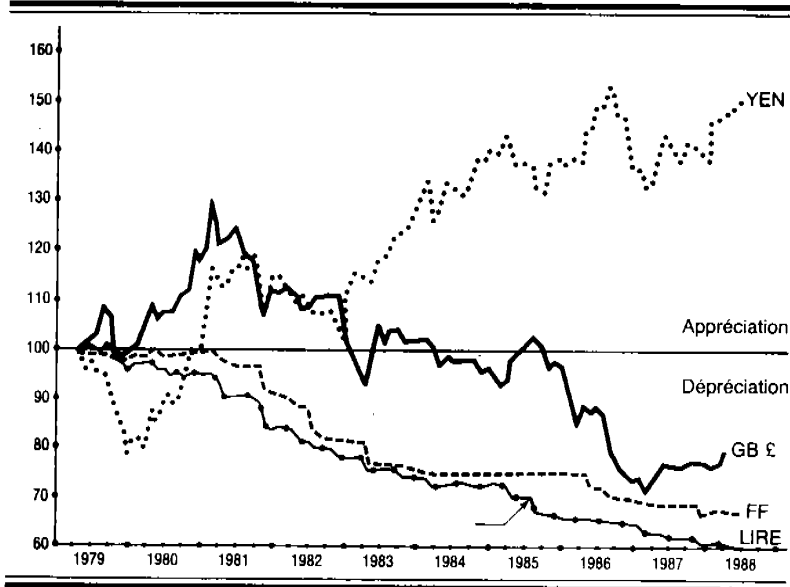
Source : Services de la Commission II-D-2

# SME, SOCLE DE L'UNION

GRAPHIQUE 3

## Évolution des taux de change par rapport au DM

(Base 100 : Mars 1979)



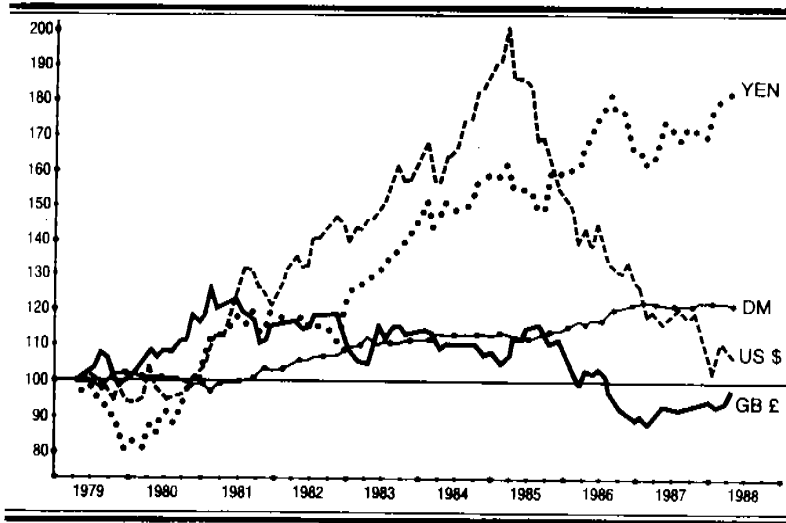
Source : Services de la Commission II-D-1

63

GRAPHIQUE 4

## Évolution des taux de change par rapport à l'ÉCU

(Base 100 : Mars 1979)





## ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

A contrario, la Grande-Bretagne qui a refusé de participer au mécanisme de change, non seulement a subi les contraintes internationales en termes de taux d'intérêt l'obligeant à des taux d'intérêt réels élevés, mais a vu son taux de change fluctuer fortement vis-à-vis du DM (cf. Graphe page 61) sans pour autant réduire ni la volatilité de ses taux d'intérêt courts, longs, nominaux et réels. Au contraire, la volatilité s'est accrue et il s'est produit un certain overshooting en terme de taux réels par rapport aux monnaies du SME comme le montrent les graphes 3 et 4.

En d'autres termes, il apparaît clairement que la relation taux de change-taux d'intérêt-économie réelle ne peut pas être examinée à la seule lumière du SME, mais dans un contexte international. Pour ce qui concerne le SME, il semble bien qu'il ait répondu à ses objectifs, au-delà même des espérances. Ce n'est pas en le supprimant que les pays européens pourront résoudre individuellement leurs problèmes, mais au contraire, en étendant ses acquis et l'expérience de coopération et de coordination qu'il a créés, par un approfondissement de ses mécanismes internes et par une utilisation de cette expérience au niveau international dans un but de maîtrise des volatilités de taux de change et d'intérêt.

---

### LE SME, PILIER DE LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE

---

Bien des critiques au SME viennent d'une confusion entre la déclaration de principe de la présidence du Conseil européen à Bruxelles (4 et 5 décembre 1978) qui a décidé de créer le SME et la réalité de cet instrument. En effet, les fondateurs du SME l'ont intégré dans une stratégie à plus long terme, visant à la croissance économique et à la réduction du chômage. Cependant, le SME est dans ses instruments et sa pratique un moyen de créer une zone de stabilité interne et externe en Europe. C'est donc sur cette base qu'il doit d'abord être jugé. La question qui se pose alors est de savoir si, cette stabilité ayant été obtenue, le SME doit être soit abandonné au profit d'un autre type de coopération économique, soit dépassé en procédant à un saut institutionnel immédiat.

### LES ACQUIS ET LES INSUFFISANCES DU SME

Il n'est besoin que de faire une synthèse des arguments exposés ici et ailleurs sur les acquis du SME :

- L'interdépendance économique, monétaire et financière des différents pays occidentaux est telle qu'aucun pays, et surtout pas les pays européens qui sont les plus dépendants du reste du monde, ne peut se permettre impunément de s'isoler de ses partenaires ;
- La prise en compte de cette contrainte par les Européens qui a conduit à la création du SME a permis de réduire la variabilité des taux de change nominaux sans déstabiliser les taux réels ; de réduire la variabilité des taux d'intérêt tant nominaux que réels des pays membres ; les objectifs internes de politique monétaire, malgré la nécessité d'interventions sur les marchés des changes ont pu être respectés. Pour la RFA, ces objectifs ont été dépassés, dans la mesure où ce pays, accepté comme leader, a dû assumer en contrepartie le rôle d'ajustement vis-à-vis du reste du monde. Ce pays a procédé, *de facto*, aux deux tiers des interventions européennes en USD<sup>27</sup>, tout en menant une politique telle que cette croissance induite de la masse monétaire,

27 — C. Mastropasqua, S. Micossi et R. Rinaldi : « Interventions, Sterilisation and monetary policy in EMS countries (1979-1987) », Perugia 16-17 oct. 1987, révisé en déc. 1987.

## SME, SOCLE DE L'UNION

compte tenu du rôle international du DM, n'a pas conduit à une recrudescence de l'inflation en RFA ; les politiques d'interventions, tant marginales qu'intra marginales n'ont pas conduit à des ponctions importantes sur les réserves de change ; l'accroissement de la crédibilité internationale des politiques monétaires mises en place par les différents pays a permis, surtout depuis 1987, de redonner une forme plus normale aux yield curves des pays membres, particulièrement à la France ; sur toute la période le SME n'est pas resté statique : il a d'abord dévié de sa conception initiale (abandon de l'indicateur de divergence, fixation d'objectifs intra-marginaux de taux de change), puis a été renforcé à deux reprises (septembre 1985, Nyborg 1987) ; tant la pratique journalière que les processus de renforcement ont démontré la capacité d'adaptation du système à une réalité en évolution. Le système a résisté : au second choc pétrolier (1980), à la hausse du dollar et à son retournement brutal (septembre 1985), au processus de libéralisation des mouvements de capitaux depuis 1985 et à la crise boursière d'octobre-novembre 1987 ; si les tensions n'ont pas manqué, particulièrement en 1983 et en décembre 1986, des solutions ont toujours été trouvées.

En résumé, le plus grand acquis du SME, au-delà même de ses résultats en termes de variables monétaires est d'avoir créé un cadre et des habitudes de coopération et de coordination entre des autorités, habituées jusque-là à penser et agir en termes purement nationaux.

Or, toute modification des structures économiques est par définition très lente. Dans le contexte d'objectifs d'intégration économique et monétaire, seule la poursuite et la consolidation de cette coopération peut aboutir à un résultat.

Le problème majeur qui domine actuellement le SME, plus que les phénomènes d'asymétrie ou de partage inégal du poids des ajustements qui n'en sont que des conséquences est que, comme le notent J. Artis et M.P. Taylor (1988), malgré l'accroissement de crédibilité internationale des politiques économiques mises en œuvre acquis par les pays membres du mécanisme de change, les différentes monnaies du SME ne sont pas substituables.

D'autre part, l'existence et la persistance de structures différentes, de situations budgétaires difficiles pour certains pays rend la coopération plus délicate dans un contexte de convergence nominale importante.

65

---

### **LES AVANCÉES POSSIBLES DU SME**

---

Depuis les accords de Nyborg, le SME est officiellement constitué de deux volets différents, même si seul le second figure de la façon la plus explicite dans l'accord entre les gouverneurs des banques centrales : la surveillance et la coordination étroite des politiques monétaires internes et externes ; les mécanismes de gestion du système proprement dit.

C'est sur ces deux volets, sans qu'il soit véritablement besoin de procéder à des modifications institutionnelles à court terme que des avancées tout à fait significatives sont possibles.

### **COOPÉRATION ET COORDINATION**

Outre le remplacement de certains mécanismes, Nyborg a officialisé et renforcé ce qui jusqu'alors n'était qu'implicite mais constituait déjà une pratique courante : l'examen des évolutions monétaires à court et long terme et leurs coordinations plus étroites. Des procédures de surveillance des indicateurs de court terme (taux d'intérêt, taux de

## ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

change, interventions) effectuées par le Comité des Gouverneurs (mensuellement), et des indicateurs macro-économiques de moyen et long terme par le Comité monétaire (semestriellement) ont été mises en place.

Si la batterie de variables utilisée peut toujours être perfectionnée tant dans leur choix que dans leurs méthodes d'élaboration, les progrès qui doivent être faits résident plutôt dans leur usage à des fins d'action concertée.

En effet, jusqu'à présent, la coopération qui résulte de ces examens de surveillance et des concertations journalières entre Banques centrales est plutôt de type bilatéral. Celle-ci a donné de bons résultats en rendant plus efficaces les politiques d'intervention et de taux d'intérêt. Plutôt que de défendre des parités bilatérales à l'intérieur des bandes de fluctuation, les Banques centrales développent des stratégies de cheminement intramarginales des taux de change et de manipulations concertées de taux d'intérêt, visant à prendre la spéculation à contre-pied. Cette stratégie a montré son efficacité particulièrement en novembre et décembre 1987.

L'approche bilatérale reste pour le moins insuffisante compte tenu des conséquences multilatérales des décisions prises. De plus, le degré élevé de convergence nominale rend beaucoup plus sensibles les conséquences des politiques budgétaires mises en œuvre et les stratégies adoptées par le pays leader, de façon souvent unilatérale vis-à-vis des monnaies tierces. Sur le premier point, l'harmonisation fiscale qui sera mise en œuvre par le marché unique (du fait de la réduction des marges de manœuvre nationales), impliquera le développement d'une structure de coordination budgétaire plus étroite que celle existant dans le Comité de politique économique. Il est clair que cette coordination doit aussi tenir compte des effets monétaires qu'ils entraînent et réciproquement.

En d'autres termes, les procédures de surveillance devraient non seulement être étendues à l'ensemble des variables macroéconomiques, mais aussi et surtout déboucher sur une véritable stratégie d'action concertée multilatérale.

Ceci conduirait à transformer le SME et un SMEE, « Système monétaire et économique européen », qui permettrait aux pays membres de se présenter dans les discussions monétaires internationales sous un front uni et avec une crédibilité incomparable.

### LE RENFORCEMENT DES INSTRUMENTS

Les mesures prises en 1985 et à Nyborg ont considérablement accru les moyens à la disposition des différents pays pour faire face à des attaques spéculatives, bien avant qu'une monnaie atteigne sa marge extrême de fluctuation. Ainsi, ce sont près de 3,4 milliards d'Écus<sup>29</sup> d'interventions intramarginales qui ont pu être financées par les nouveaux mécanismes entre leur mise en place et début mai.

Il suffit de préciser que ces améliorations devraient aller dans deux directions de recherche : celle de la participation de tous les pays membres au mécanisme de change, sauf à s'orienter vers une Europe monétaire à deux vitesses. Apparemment simple, cette suggestion pose de nombreux problèmes surtout pour les deux pays dont le développement économique s'éloigne le plus de la moyenne communautaire ; celle d'un meilleur partage des coûts d'ajustement, voire de mécanismes de solidarité envers les membres ayant le plus de difficultés.

Dans les deux cas, cela suppose que soient résolus les problèmes évoqués ci-dessus.

29 — Th. Vissol (sous la direction de) : « Du dollar à l'Écu, utopie ou potentialité ? » *Reflets et Perspectives de la vie économique* n° 3/4, 1987.

## S M E , S O C I E D E L ' U N I O N

Enfin, compte tenu des difficultés à envisager la mise en œuvre rapide d'une Banque centrale européenne, de taux de change entièrement fixes ou d'une monnaie unique, l'écu, qui par ses qualités, a pu passer en moins de dix ans du statut d'unité de compte à celui de quasi-monnaie<sup>30</sup> pourrait sans doute jouer un rôle important en tant que devise internationale.

S'il appartient au marché de modifier ses habitudes et de vaincre son inertie pour profiter pleinement des avantages de cette devise, qui finalement lui appartient (et dont il ne dépend que de lui de développer les instruments nécessaires au développement de son usage comme monnaie de facturation), il est vrai que les autorités ont le pouvoir d'accélérer le processus (par exemple par la poursuite des programmes d'émissions de Bons du Trésor, par des interventions en écus contre monnaies tierces). L'écu pouvant toujours être transformé en ces monnaies composantes, l'utilité d'un prêteur en dernier ressort spécifique pour cette devise ne paraît pas essentielle. Mais ceci est l'objet d'un autre débat.

### CONCLUSION

Le SME est un instrument qui a été créé dans le but de créer une zone de stabilité monétaire interne externe considérée comme un préalable à une croissance harmonieuse de l'Europe.

Dans le domaine pour lequel il a été créé, les résultats existent et constituent un acquis précieux qu'il importe de conserver. Comme toute création humaine, il comporte des imperfections qui sont corrigées au fur et à mesure des besoins et de l'importance des pressions. Mais, n'étant qu'un instrument monétaire dans un ensemble d'instruments de politique économique, il est incohérent de l'accuser des conséquences résultant d'erreurs dans les politiques fiscales ; des déficits budgétaires et des dettes publiques ; d'absence de politique structurelle ; de la mauvaise spécialisation internationale, etc.

Les résultats auxquels il peut conduire dépendent largement du contexte dans lequel il est utilisé.

Cependant, le SME est en partie victime de ses succès : dans une situation de convergence nominale élevée (les différentiels de prix sont inférieurs aux marges de fluctuation des monnaies) apparaît de façon plus aiguë le problème de la répartition des coûts d'ajustement et de la structure hiérarchique implicitement cooptée. C'est-à-dire, le problème de la symétrie entre pays européens dans un monde caractérisé par l'asymétrie en termes de pouvoirs politiques, économiques et monétaires. Pourtant le pari européen repose sur la volonté de coopération et non de domination.

Dans ce contexte, une évolution réaliste et opérationnelle passe par l'usage du SME et de l'expérience coopérative qu'il a créé pour l'étendre vers un SMEE, assurant non seulement la convergence nominale, mais aussi réelle et le partage des coûts de gestion d'une zone à l'origine très disparate, mais de plus en plus homogène.

Ce n'est que dans ce cadre, lorsque les structures de coopération, de coordination et de redistribution auront été mises en place et éprouvées qu'une Union économique et monétaire sera crédible, possible et non destructurante. □

30 — Th. Vissol : « Les unités de compte-panier : instruments financiers, instruments monétaires » Colloque AIDE, Dijon, nov. 1987.

# REVUE ÉCONOMIQUE

Publication bimestrielle coéditée par le Centre national de la  
recherche scientifique, l'École des hautes études en sciences  
sociales et la Fondation nationale des sciences politiques

MARS 1989 : VOL. 40 N° 2

## L'ÉCONOMIE DES CONVENTIONS

- L. THÉVENOT      Equilibre et rationalité dans un univers complexe
- R. SALAIS      L'analyse économique des conventions du travail
- A. ORLÉAN      Pour une approche cognitive des conventions  
économiques
- O. FAVEREAU      Marchés internes, marchés externes
- F. EYMARD-DUVERNAY      Conventions de qualité et formes de coordination
- J.-P. DUPUY      Convention et Common Knowledge

### *Ventes et Abonnements :*

Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques  
27, rue Saint-Guillaume, 75341 Paris Cedex 07

*Abonnements 1989 : 6 numéros par an*

	<i>France</i>	<i>Etranger</i>
Institutions ....	560 F	600 F
Particuliers ....	360 F	390 F

Prix du numéro : 105 F

### *Rédaction :*

54, Boulevard Raspail, 75006 Paris