

# La coordination monétaire dans le SME vue d'outre-Rhin

Heinz HERRMANN

Deutsche Bundesbank - Francfort

**D**ans les discussions qui portent sur le développement du SME, la question de la coordination des politiques monétaires occupe une place de choix. Les appels à une plus grande coordination dans le domaine monétaire se font plus pressants. Les réflexions portent à la fois sur les modalités d'installation d'une telle coordination et la façon dont elle peut être institutionnalisée. Ce n'est pas là le fruit du hasard : les conditions favorables à une coopération plus étroite sur le plan monétaire se sont améliorées progressivement ces dernières années. Pour preuve, les progrès réalisés en matière de libéralisation des mouvements de capitaux dans la Communauté. Ce processus doit normalement s'achever dans un avenir proche, pour les pays appartenant au mécanisme de change<sup>1</sup>. Le fait que certaines données économiques clés convergent est tout aussi important. La convergence des résultats nominaux, qu'il importe d'obtenir, s'est sensiblement améliorée au sein de la Communauté. Alors qu'en 1980 les taux d'inflation des pays participant au mécanisme de change se situaient encore entre 6 et 20 %, l'éventail s'était nettement resserré en 1988. Les hausses des prix sont actuellement comprises entre 1 et 4,5 %. On peut observer la même évolution pour les coûts salariaux dont on estime souvent qu'ils sont plus révélateurs des tendances inflationnistes à long terme. Ces évolutions font naître chez beaucoup le sentiment que le moment est bientôt venu de renoncer à recourir aux modifications des parités pour résoudre les tensions à l'intérieur du système. Même si, eu égard aux écarts d'inflation existant encore et aux divergences sensibles observées dans d'autres domaines — par exemple les déficits budgétaires ou les résultats des échanges extérieurs —, on ne partage pas cet optimisme, les plus sceptiques s'accordent quand même pour dire que les ajustements des cours du change ne doivent être utilisés qu'en dernier recours. Dans un environnement caractérisé par la libre circulation des capitaux et par une réticence croissante à utiliser les taux de change comme moyen d'élimination des tensions dans le SME, la nécessité de coopérer sur le plan monétaire est admise par tous. Là où les avis divergent, c'est lorsqu'il s'agit de savoir quelle forme doit revêtir cette coopération.

<sup>1</sup> — Toutefois, ces pays ne veulent pas renoncer, à l'avenir non plus, à des clauses de sauvegarde qui pourraient être appliquées à titre exceptionnel si les marchés monétaires et des changes nationaux venaient à subir de graves perturbations.

## RFA, COORDINATION MONÉTAIRE

Certains aimeraient qu'elle soit davantage ancrée dans les institutions : ils estiment que si l'évolution ne se fait pas dans ce sens, le processus d'harmonisation sera caractérisé par une forte asymétrie. La Bundesbank déterminerait ainsi sa politique monétaire indépendamment de l'évolution observée chez ses voisins. Les Banques centrales des partenaires de l'Allemagne seraient alors obligées d'ajuster leur politique en fonction de celle de la Bundesbank. Nul doute que cette crainte tire son origine de l'expérience acquise dans le passé où le principe de la stabilité qui sous-tendait la politique monétaire allemande a été de plus en plus adopté par les gouvernements et les Banques centrales des partenaires de l'Allemagne, la Bundesbank se voyant ainsi amenée à jouer un rôle de leader au sein du SME. On ne doit pas oublier bien sûr que c'est précisément la volonté de ces pays de parvenir à la stabilité monétaire qui a abouti à ce plus grand parallélisme des stratégies monétaires et à cette distribution des rôles.

### COORDINATION EUROPÉENNE ET IMPÉRATIFS NATIONAUX

Maintenant qu'il y a eu un rapprochement dans les grandes lignes on pourra peut-être voir affleurer plus nettement à l'avenir les divergences plus subtiles existant entre les intérêts et les philosophies économiques des pays. Dans un tel contexte, la crainte de voir une Banque centrale jouer un rôle prédominant est compréhensible, aussi bien que le malaise ressenti par les autres Banques centrales à la pensée que le niveau de stabilité atteint ne puisse plus être garanti du fait de l'imbrication déjà très poussée de la politique monétaire nationale dans un système où les intérêts sont divergents.

Ceux qui craignent que le problème de la coordination soit résolu de façon autoritaire donnent souvent comme exemple la pratique des interventions dans les pays de la Communauté : l'utilisation du deutsche mark comme monnaie de réserve du système ; l'abstention de la Deutsche Bundesbank lors des interventions sur les marges de fluctuations qui jouent un rôle important dans le SME, et la politique de stérilisation adoptée par la Bundesbank pour ses interventions<sup>2</sup>.

221

Ces trois arguments ne peuvent pas, bien entendu, être mis sur un pied d'égalité. Alors qu'en soulignant l'importance du rôle joué par le deutsche mark en tant que monnaie de réserve, on veut simplement montrer que la Bundesbank dispose d'une aune supplémentaire de liberté pour appliquer sa politique (sans chercher à savoir si elle utilise ces possibilités supplémentaires, comment elle le fait ou si vraiment elle peut les utiliser), les deux autres arguments sont plutôt invoqués lorsqu'on veut indiquer qu'elle a utilisé cette liberté supplémentaire pour pratiquer une politique monétaire tenant compte uniquement des impératifs nationaux<sup>3</sup>. Aucun de ces arguments ne soulève en revanche la question primordiale de savoir dans quelles conditions l'Allemagne fédérale a avantage à pratiquer une telle politique. Le fait est que cela n'est absolument pas évident, comme le montrent les théories établies en la matière<sup>4</sup>. Mais la difficulté fondamentale que comportent ces travaux est de trouver quelle est la vraie fonction-cible des pays concernés.

À propos des interventions intramarginales, l'abstention de la Bundesbank peut être considérée comme le reflet d'une politique non influencée par l'évolution au sein du SME. Cette interprétation semble évidente à première vue. Car tant qu'il a été possible de n'utiliser, pour les interventions, que les avoirs détenus auparavant sur les

2 — Cf. C. Mastropasqua, S. Micossi, R. Rinaldi (1988), P. Bofinger (1988).

3 — Le rôle de monnaie de réserve joué : par le deutsche mark a souvent été considéré par des responsables allemands comme un fardeau que la Bundesbank porte plutôt à contrecœur par crainte d'être trop sollicitée. Cf. L. Gleske (1988).

4 — Cf. Melitz (1988).

## VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

marchés des capitaux par la Banque centrale intervenant, ces mesures n'ont exercé des effets, tout au moins dans un premier temps, que sur la propre base monétaire de la Banque centrale en question. Les accords de Nyborg et de Bâle conclus à l'automne 1987 ont modifié la situation en ce sens que, depuis cette date, ces interventions peuvent être également financées en partie à travers le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM), donc à l'aide d'avois mis à disposition par la Banque centrale émettrice de la monnaie d'intervention. Par conséquent, la base monétaire de ce pays est également affectée par les interventions, toutes conditions égales par ailleurs.

Ce qui permet de juger les répercussions que les interventions peuvent avoir sur la politique monétaire, ce ne sont pas tant leurs effets directs sur la base monétaire que les conséquences qui en découlent pour la hiérarchie des taux et les cours du change<sup>5</sup>. Si la Banque centrale émettrice de la monnaie qui est soumise à des pressions à la hausse se décide à soutenir l'action de ses partenaires visant à stabiliser les cours du change, à l'aide de sa politique de taux et de liquidité, ou si elle ne veut pas contrecarrer cette action, cela peut avoir une grande incidence sur l'expansion de sa masse monétaire, même si cette Banque centrale ne participe pas aux interventions.

La situation paraît tout aussi problématique lorsque les répercussions des interventions sur la liquidité sont contrebalancées en grande partie par des modifications appropriées des autres sources de liquidité. En réalité, les Banques centrales cherchent pratiquement toutes à neutraliser du mieux possible les effets exercés sur la liquidité des banques par des interventions massives pour la simple raison qu'elles ne veulent pas perdre le contrôle du marché monétaire national sur lequel influent les principaux instruments de politique monétaire. À cet égard, la Bundesbank ne fait pas figure d'exception. D'un autre côté, elle adapte toujours à court terme son offre de liquidité aux nouveaux besoins de monnaie de Banque centrale résultant des entrées ou sorties de capitaux d'origine spéculative enregistrées au niveau des non-banques, pour éviter des fluctuations excessives des taux. La Bundesbank ne sait, en définitive, si et comment elle réagira aux tensions sur les marchés des changes<sup>6</sup>. Pour pouvoir juger des réactions de la Bundesbank face aux changements observés chez les partenaires de l'Allemagne fédérale, il vaut donc mieux vérifier de façon empirique l'existence d'une interdépendance entre l'évolution de la masse monétaire d'un pays et celle d'un autre ou entre les taux d'intérêt du marché monétaire des divers pays, au lieu de se baser sur la théorie des interventions stérilisées.

5 — Dans une étude analysant les effets des interventions sur les conditions monétaires dans le pays émettant la monnaie d'intervention, un groupe d'experts près le Comité des gouverneurs des Banques centrales des États membres de la CEE, présidé par M. Raymond, constatait que : « In the longer run the domestic money stock is determined on the basis of exchange rates and exchange rate expectations and the level and structure of interest rates... Feedbacks, therefore, will result to the extent that interventions influence exchange rates and exchange rate expectations or change the level and structure of interest rates. » Cf. Groupe d'experts près le Comité des gouverneurs des Banques centrales des États membres de la CEE, présidé par M. Raymond (1987).

6 — Pour plus de détails sur la pratique suivie par la Bundesbank en matière d'interventions, cf. H.-J. Dudier (1988). Les rapports plutôt indirects qui existent entre d'une part les interventions et d'autre part les modifications de l'emploi des instruments et les variations consécutives de l'évolution monétaire ne sont certainement pas un phénomène limité à l'Allemagne fédérale. C'est ainsi que la BRI par exemple écrit en 1988 : « In practice central banks in most industrial countries employ their money market instruments mainly for influencing short-term interest rates in ways designed to be consistent with the overall objectives of monetary policy. Given the operational interest rate objective, the banks' demand for reserves is accommodated in the short run and undesired effects on the supply of bank reserves of official purchases of foreign exchange are more or less automatically offset — along with disturbances in domestic influences — in a way which implies that specific offsets cannot easily be identified. »

**ÉVALUATION DES RELATIONS DE CAUSALITÉ**

Dans le cadre de telles analyses, on procède souvent à des tests qui permettent de conclure à l'existence de relations de causalité entre des phénomènes. Ces tests ont été appliqués aux questions traitées ici, même si l'on sait qu'il n'est pas toujours possible de prouver ainsi l'existence même d'un rapport de cause à effet. Les relations de causalité entre les taux d'intérêt à court terme des pays de la Communauté ont été analysées par de Grauwe<sup>7</sup>. Il ne lui a pas été possible de vérifier que la Bundesbank fixe ses taux du marché monétaire de façon autonome et que les Banques centrales des autres pays de la Communauté ajustent leurs propres taux à ceux-là. Au contraire, une telle analyse montre que le SME doit être plutôt considéré comme un système interdépendant dans lequel « d'autres pays, en particulier la France, semblent jouer eux aussi un rôle important, bien que l'Allemagne fédérale exerce une influence notable sur les taux d'intérêt à court terme des autres pays du SME<sup>8</sup>.

Pour pouvoir dire si la politique économique d'un pays joue un rôle dominant et influence ainsi l'évolution économique chez les partenaires de ce pays, il est plus intéressant, semble-t-il, d'analyser les rapports existant entre les taux à long terme. On peut penser par exemple que la décision d'investir est davantage influencée par les taux du marché financier que par les conditions pratiquées sur le marché monétaire. De Grauwe a établi une interdépendance relativement faible entre ces phénomènes, étant entendu que les pays de la Communauté subissent dans leur ensemble l'influence de facteurs tiers, en particulier celle de l'évolution des taux des placements en dollars.

On peut considérer que les analyses des rapports réciproques entre les évolutions des masses monétaires dans la Communauté sont le corollaire de cette interdépendance des taux. Se référant à la base monétaire des différents pays, Fratianni et von Hagen ont constaté qu'on ne disposait pas, là non plus, d'éléments permettant de conclure à une relation de causalité se faisant dans un sens, à savoir de l'Allemagne fédérale vers les pays qui sont ses partenaires<sup>9</sup>. Vu sous cet angle, le mécanisme de change européen semble plutôt être un système interdépendant dans lequel les évolutions monétaires des pays qui en font partie s'influencent mutuellement à court terme. On ne peut donc toujours pas rejeter l'hypothèse selon laquelle l'influence exercée par les politiques monétaires nationales sur les pays voisins diminue à long terme.

Le problème avec les tests de causalité formels, c'est qu'ils doivent s'appuyer sur une période de référence assez longue. Fratianni et von Hagen, qui utilisent des données trimestrielles, ont retenu par exemple comme base la période comprise entre 1977 et 1986<sup>10</sup>. Comme les conditions changent au sein du SME, ce choix peut paraître problématique. C'est ainsi que les résultats obtenus pour la France, qui semble être peu touchée par l'évolution constatée dans d'autres pays, sont probablement déterminés en grande partie par l'expérience du début des années quatre-vingt où les responsables de la politique économique française ont essayé de

7— De Grauwe (1988).

8— *Ibidem*, page 23.

9— Cf. M. Fratianni et J. von Hagen (1988) ; Mastropasqua, Micossi, Rinaldi (1988), qui sont partis tout d'abord d'un système dans lequel il avait été supposé que l'évolution de la masse monétaire allemande était exogène, n'ont pas pu confirmer cette hypothèse à l'aide de tests empiriques. Ces tests sembleraient indiquer eux aussi que l'évolution de la masse monétaire en Allemagne fédérale est influencée par les tendances monétaires observées précédemment chez ses voisins.

10— Mastropasqua, Micossi, Rinaldi (1988) ont utilisé la période 1979-1986, de Grauwe la période 1979-1988.

## VERS L'UNION MONÉTAIRE ?

stimuler la croissance. De même, les méthodes de régulation de la croissance monétaire se sont fondamentalement modifiées au cours des années quatre-vingt dans quelques pays membres du SME. C'est le cas en particulier des possibilités de contrôle administratif, applicables auparavant, qui ont été supprimées en grande partie. Conjointement à ce facteur, l'internationalisation et la libéralisation des marchés des capitaux ont fortement réduit les possibilités de faire cavalier seul sur le plan monétaire. Les données étant telles, il semble difficile d'attribuer des structures stables aux dépendances monétaires. Il faut donc bien peser la valeur des affirmations énoncées par ces analyses empiriques.

Les diverses ébauches de théories et de méthodes ayant une valeur significative limitée, il apparaît plus indiqué de chercher à savoir si, dans la politique allemande, il existe vraiment des éléments permettant de conclure à un comportement non influencé par des facteurs externes ou s'il n'y a pas plutôt des contradictions avec la conception d'une politique monétaire autonome. Comme on l'a dit plus haut, les données de base se sont modifiées et dès le départ, il vaut donc mieux ne pas faire débiter trop loin dans le temps la période d'analyse. Il est préférable aussi de se concentrer sur les dernières années, car jusqu'en 1985, la vigueur du dollar et ses effets traditionnellement stabilisateurs sur le SME ont atténué les risques de conflits potentiels et il est apparu moins nécessaire de coordonner les politiques monétaires.

Depuis 1986 l'évolution monétaire en Allemagne fédérale est caractérisée surtout par le fait que les objectifs de croissance monétaire sont dépassés dans une mesure non négligeable (*voir tableau*). Même si les conditions prévalant dans le pays, en particulier les taux d'inflation peu élevés et une croissance par moments faible, ont pu faire accepter ces dépassements de l'objectif, il ne faut pas perdre de vue le fait que c'est surtout en raison des développements externes que l'on a toléré une expansion monétaire aussi forte.

224

### **INFLUENCE DU DOLLAR SUR LE SME**

À cet égard on a cité à plusieurs reprises l'importance que revêt l'évolution de la parité dollar-DM et les effets qu'elle exerce sur le développement de l'économie nationale. Il est évident que les fluctuations de la parité dollar-DM ont également influencé dans le passé la position du deutsche mark dans le SME. C'est pourquoi il est impossible souvent de dissocier l'influence exercée par le dollar du rôle joué par les conditions prévalant dans le SME.

En 1985 le cours du dollar a commencé à fléchir après avoir atteint son apogée et des tensions sont alors apparues au sein du SME. Bien que la Bundesbank eût abaissé en mars 1986 son taux d'escompte et le taux d'adjudication pour les opérations de prise en pension de valeurs mobilières, un mois après, les parités ont dû être réajustées, cela pour la première fois depuis trois ans. Après une brève accalmie qui a duré jusqu'à la fin du premier semestre de 1986, le deutsche mark s'est de nouveau trouvé soumis à des pressions à la hausse dans le SME. La Bundesbank qui pouvait déjà voir que l'objectif de croissance monétaire serait dépassé a toutefois maintenu les taux d'intérêt au niveau bas où ils se trouvaient. Parallèlement, les autres Banques centrales du SME sont intervenues massivement. La combinaison de ces divers facteurs a stimulé à maints égards l'expansion monétaire en Allemagne fédérale. Étant donné que les interventions massives des Banques centrales étrangères et le niveau peu élevé des taux d'intérêt à court terme en vigueur en Allemagne fédérale ont pu contenir les anticipations à court terme portant sur une appréciation du deutsche mark, mais qu'à long terme une réévaluation de la monnaie allemande semblait inéluctable, les non-résidents ont porté un grand intérêt aux

## R F A , C O O R D I N A T I O N M O N É T A I R E

TABLEAU

### LES OBJECTIFS DE CROISSANCE MONÉTAIRE ET LEUR RÉALISATION (en pourcentage)

Année	Objectif : croissance de la monnaie de Banque centrale ou de M3		Évolution effective (chiffres arrondis)		objectif atteint	
	au cours de l'année	en moyenne annuelle	au cours de l'année	en moyenne annuelle		
1975	8	—	—	10	non	
1976	—	8	—	—	9	non
1977	—	8	—	—	9	non
1978	—	8	—	—	11	non
1979	6 — 9	—	limite inférieure	6	—	oui
1980	5 — 8	—	limite inférieure	5	—	oui
1981	4 — 7	—	moitié inférieure	4	—	oui
1982	4 — 7	—	moitié supérieure	6	—	oui
1983	4 — 7	—	moitié supérieure	7	—	oui
1984	4 — 6	—	—	5	—	oui
1985	3 — 5	—	—	5	—	oui
1986	3 1/2 — 5 1/2	—	—	8	—	non
1987	3 — 6	—	—	8	—	non
1988	3 — 6	—	—	7	—	non
1989	environ 5	—	—	—	—	—

225

\* — De 1975 à 1987 : objectif de croissance monétaire basé sur la quantité de monnaie de Banque centrale. À partir de 1988 : objectif de croissance monétaire basé sur la masse monétaire M3.

\*\* — Du 4<sup>e</sup> trimestre de l'année précédente au 4<sup>e</sup> trimestre de l'année en cours ; 1975 : décembre 1974 à décembre 1975.

placements sous forme de titres en DM de longue durée. En effet, ce type d'investissement laissait entrevoir non seulement un bon rendement, mais aussi des gains sur les cours. Les investisseurs allemands ont pourtant réagi d'une tout autre façon. Ils ont accru leurs encaisses en y affectant le produit des ventes de valeurs mobilières et ont visiblement hésité à acquérir de nouveaux titres. Le résultat est que la quantité de monnaie de Banque centrale, qui jusqu'en 1987 a été le principal critère d'orientation, a augmenté de 7,75 % en 1986, soit une progression supérieure de 2 points à celle que la Bundesbank avait envisagée au début de l'année comme expansion maximale. Par la suite, la Bundesbank a également attribué une grande importance à la stabilité des cours du change. C'est ainsi qu'elle a renoncé à mettre en œuvre les mesures de politique monétaire que justifiait la forte croissance de la masse monétaire ou a même pris des décisions en matière de taux et de liquidité qui semblaient contre-indiquées dans un tel contexte. À la fin de l'année 1987, d'autres mesures ont été prises visant à abaisser les taux, en accord avec d'autres Banques centrales européennes, et jusqu'en juillet 1988, les taux ont été maintenus à un niveau historiquement bas. Ce n'est que plus tard dans l'année, lorsque le deutsche mark a

## V E R S   L ' U N I O N   M O N É T A I R E ?

eu tendance à s'affaiblir et que l'évolution des taux d'intérêt sur les marchés internationaux a induit une hausse notable des taux à long terme, que la Bundesbank a relevé ses taux. Ce qui ne veut pas dire bien sûr qu'elle a adopté ainsi une politique restrictive. Il serait plus exact de dire que la politique monétaire de l'Allemagne fédérale est désormais moins expansive. Elle a continué d'accepter un écart de taux sensible en faveur de plusieurs partenaires importants de l'Allemagne, dont certains ont emboîté le pas à la Bundesbank en relevant leurs propres taux. Les exportations de capitaux à long terme consécutives, qui ont atteint un niveau élevé, ont contribué à écarter le danger de tensions potentielles au sein du SME.

Même si la forte expansion monétaire qui a été tolérée n'a pas fait surgir directement le spectre de l'inflation, on ne peut pas exclure l'apparition à l'avenir de facteurs menaçant la stabilité. Une telle stratégie d'entente ne semble justifiée qu'à une seule condition : que les partenaires de l'Allemagne n'appliquent pas inconsidérément une politique trop laxiste, mais soient d'accord avec les conceptions de la Bundesbank et poursuivent le même objectif qui est de garantir la stabilité des prix. En fait, ce consensus peut être considéré comme le pilier majeur de la coopération qui s'est améliorée ces dernières années sans que des mécanismes formels très élaborés aient dû être mis en place. Mais on a fait également des progrès sur le plan institutionnel. Les accords de Bâle et de Nyborg, portant sur le financement des interventions et l'intention d'utiliser en souplesse les marges de fluctuation des cours dans le SME, stipulent également que les gouverneurs des Banques centrales de la Communauté s'occuperont de la situation des monnaies au sein du Système monétaire lors de leurs rencontres mensuelles à Bâle. Pour pouvoir améliorer et intensifier cet échange de vues, les gouverneurs ont chargé en même temps des groupes d'experts de leur fournir les données de base statistiques et analytiques nécessaires pour la mise en œuvre d'une politique monétaire harmonisée au sein du SME et de leur signaler tout danger pouvant menacer la stabilité du Système.

Malgré les progrès qui ont été accomplis dans la voie de l'harmonisation des politiques monétaires, la coordination a toujours été faite au cas par cas. Il n'y a pas eu jusqu'à présent de coordination globale *ex ante*. En plus des problèmes inhérents aux structures des institutions — tels que les différences entre les situations juridiques respectives des Banques centrales ou le manque de mécanisme sanctionnant la non-application des accords conclus —, ce qui manque surtout c'est un modèle accepté par tous, dans le cadre duquel on peut vérifier si les politiques monétaires nationales sont compatibles. Aujourd'hui, tout le monde, ou presque, admet qu'un modèle dans lequel une masse monétaire européenne devrait être contrôlée en fonction d'un objectif commun, n'aurait guère de sens à l'heure actuelle en raison des différences qui continuent d'exister entre les systèmes économiques et financiers des pays membres de la Communauté.

Une réponse doit encore être trouvée à la question de savoir quels problèmes peuvent être résolus dans la Communauté grâce à une politique monétaire élaborée conjointement. Au fond, il faut mettre au point un modèle satisfaisant pouvant être appliqué aux taux de change au sein du SME. C'est là le seul moyen qui permette de répondre à la question : quelles conditions préalables doivent être réunies pour que la stabilité du Système soit garantie ? Dans le passé, c'était surtout la dispersion des taux d'inflation qui retenait l'attention des observateurs. Les écarts étant considérables, les problèmes qui en découlaient pour les cours du change, que l'on voulait stables, étaient évidents. L'idée selon laquelle les cours du change à l'intérieur du SME obéissent bien à la théorie simple des parités de pouvoir d'achat s'en est trouvée renforcée, bien que l'on sache parfaitement que cette théorie n'est pas bien en mesure d'expliquer les mécanismes de change ni de décrire les situations d'équili-

## RFA, COORDINATION MONÉTAIRE

bre<sup>11</sup>. Ces dernières années, on a pu observer en effet que le resserrement de l'éventail des taux d'inflation — calculés en général sur la base du coût de la vie et non pas sur les prix des biens marchands, ce qui à certains égards serait plus compréhensible — n'allait pas automatiquement de pair avec la suppression des déséquilibres entre les pays, ces déséquilibres devant être considérés comme déterminants de l'évolution des cours du change dans un modèle global. Pour réussir, la coordination *ex ante* des politiques économiques devant garantir à la longue la stabilité des cours du change devra forcément s'appuyer sur un concept plus large.

11 — On trouvera par exemple chez R. Dornbusch (1988) les objections qui ont été faites au sujet de la théorie simple des parités de pouvoir d'achat des cours du change et de la conception selon laquelle une politique de régulation de masse monétaire menée de concert à l'échelle internationale peut garantir la stabilité des cours du change.

---

### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

---

- BRI (éditions). — **Exchange market intervention and monetary policy**, Bâle, 1988.
- BOFINGER P. — **Das Europäische Währungssystem und die geldpolitische Koordination in Europa**, *Kredit und Kapital*, 1988.
- de GRAUWE P. — **Is the European Monetary System a DM-zone**, *Working Paper*, Francfort, 1988.
- DORNBUSCH R. — **Doubts about the McKinnon standard**, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, 1988.
- DUDLER H.-J. — **Monetary policy and exchange market management in Germany**, dans BRI (éditions) : **Exchange market intervention and monetary policy**, Bâle, 1988.
- GROUPE d'experts près le Comité des gouverneurs des Banques centrales des États membres de la CEE, présidé par M. Raymond : **Rapport n° 27 concernant les politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE**, décembre 1985.
- FRATIANNI M. et HAGEN J.V. — **German dominance in the EMS : The empirical evidence**, document présenté à la *International conference on international economic policy coordination*, Aix-en-Provence, 1988.
- GLESKE L. — **Die Fortentwicklung des Europäischen Währungssystems**, allocution prononcée devant le Parlement européen le 22 février 1988, *Revue de la presse de la Deutsche Bundesbank*, n° 15, 1988.
- KLOTEN N. — **Paradigmawechsel in der Geldpolitik?**, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 1988.
- MASTROPASQUA C., MICOSSI S. et RINALDI R. — **Interventions, sterilisation and monetary policy in European Monetary System countries 1979-1987**, dans : F. Giavazzi, S. Micossi et M. Miller (éditions) : **The European Monetary System**, Cambridge, 1988.
- MELITZ J. — **Monetary discipline and cooperation in the European Monetary System : a synthesis**, dans : F. Giavazzi, S. Micossi et M. Miller (éditions) : **The European Monetary System**, Cambridge, 1988.