

L'extension du système monétaire européen : une problématique vue de Londres

Gerald HOLTHAM

Chief international economist, Shearson Lehman Hutton Securities

Le système monétaire européen est apparemment en train de se transformer en un système à deux vitesses. Des 12 pays qui font actuellement partie de la CEE et du SME, huit seulement ont fait entrer leur monnaie dans le mécanisme de change du SME, s'engageant par là même à contrôler la parité de leurs taux de change par rapport aux autres monnaies européennes. La livre sterling et les monnaies de l'Espagne, de la Grèce et du Portugal seront toutes prises en compte dans la définition de l'écu à compter de 1989, mais elles ne participent pas au mécanisme de change du SME.

231

Parmi les pays qui ont adhéré à ce mécanisme, la question de l'intégration monétaire européenne donne aujourd'hui lieu à de vifs débats. De l'avis général, le maintien des parités fixes en l'absence de mesures de contrôle des changes suppose une parfaite harmonisation des politiques monétaires¹. Comme les pays européens se sont engagés à supprimer tous les obstacles à la libre circulation des devises et des capitaux d'ici 1990, on s'interroge beaucoup sur ce qu'il convient d'entendre par politique monétaire commune, la tendance ayant toujours été jusqu'à présent à s'aligner sur la position allemande.

Cette prépondérance de l'Allemagne s'explique à la fois par son rang de première puissance économique d'Europe, mais aussi, et c'est plus important, parce que c'est elle qui possède le taux d'inflation le plus bas.

Toutefois, l'inflation ayant considérablement reculé aujourd'hui, la référence automatique à la politique monétaire allemande se trouve désormais remise en question, d'où la recherche de nouvelles institutions propres à favoriser l'élaboration concertée d'une politique monétaire commune.

Pendant que l'on s'efforce de développer un processus de prise de décisions en commun, de nombreux commentateurs font valoir que le mécanisme de change du SME, pour survivre, doit impérativement évoluer dans le sens d'une plus grande

¹ — Voir T. Padoa-Schioppa : « *Europe in the 1990s : Efficiency, Stability and Equity* », Oxford University Press, 1987.

POINTS DE VUE

fixité des parités, et cela pour deux raisons. Tout d'abord parce que l'achèvement du marché unique européen implique effectivement, à terme, l'adoption d'une monnaie commune, mais aussi parce que l'abandon définitif de tout contrôle des changes remet en cause la stabilité du système actuel. Dans la mesure où l'apparition de déséquilibres est à même de susciter des mouvements de capitaux qu'il ne sera plus possible à l'avenir d'empêcher par des mesures restrictives, il apparaît en effet nécessaire de renoncer complètement à la possibilité de réajuster les parités si l'on veut éviter une instabilité des taux d'intérêt politiquement néfaste².

D'autre part, la volonté de coordonner plus étroitement les politiques économiques et les projets de création d'une monnaie commune ont abouti à préconiser la création d'une Banque centrale européenne qui servirait de levier à la réalisation de ces ambitions.

Plusieurs questions se posent : quels sont les obstacles politiques ou économiques qui empêchent les autres membres du SME de participer au mécanisme de change tel qu'il fonctionne actuellement ? L'adoption d'une monnaie commune aurait-elle pour effet d'aggraver ou au contraire d'améliorer la situation ? Enfin, quels sont les enjeux de la coordination des politiques et des relations économiques entre les États européens et les autres puissances financières ? Nous nous concentrerons ici sur les deux premières.

Pour certains, l'élargissement du système à un plus grand nombre de pays et le renforcement de ses mécanismes afin de lier plus solidement les monnaies participantes sont deux objectifs difficilement conciliables — sauf si l'on adopte officiellement un système à deux vitesses. De fait, tout pays qui souhaiterait faire partie du système est confronté à deux types de problèmes : les uns, temporaires, liés aux déséquilibres initiaux de la phase d'adaptation ; les autres, plus durables, engendrés par des disparités structurelles. Dans les deux cas, une certaine marge de manœuvre dans la gestion des taux de change réels ou nominaux s'avère nécessaire.

PROBLÈMES TEMPORAIRES : DIFFÉRENTIELS D'INFLATION, TAUX D'INTÉRÊT RÉELS ET FINANCES PUBLIQUES

Les problèmes que soulève l'entrée des pays du sud de l'Europe dans le SME ne sont pas nouveaux, ils se posaient déjà lors de la création du système en 1979. Les pays qui présentent des écarts d'inflation ne peuvent maintenir leurs taux de change nominaux que jusqu'au moment où les conséquences qui en découlent pour leur compétitivité et leurs échanges commerciaux deviennent insupportables. Dans les premiers jours du SME, le mécanisme d'ajustement des parités n'était utilisé que par les pays relativement inflationnistes, comme la France et l'Italie, pour ramener progressivement leur taux d'inflation au niveau allemand. Mais l'ajustement ne se faisait pas du jour au lendemain : il exigeait des réalignements périodiques et s'accompagnait d'une hausse permanente du chômage.

On peut donc s'attendre que des pays comme la Grèce et le Portugal, où le rythme d'inflation est assez rapide, auront eux aussi besoin d'une période d'ajustement, peut-être même plus longue encore. Tenter de réduire l'inflation d'un seul coup aurait sans doute des retombées inacceptables sur la plan social et en termes d'emploi.

Par ailleurs, les écarts d'inflation correspondent aussi à des anticipations

²— Voir Francesco Giavazzi : « *The Exchange Rate Question in Europe* », communication présentée à la conférence Brookings-CEPR-FMI sur le thème « *Macro-economic Policies in an Interdependent World* », Washington, DC., décembre 1988.

P O I N T S D E V U E

différentes et à des niveaux de taux d'intérêt nominaux variables selon les pays. Participer au SME en promettant de stabiliser ainsi le taux de change pourrait provoquer un afflux de capitaux vers les pays à taux d'intérêt élevés. Dans cette hypothèse, il serait alors nécessaire de faire baisser le taux d'intérêt à court terme pour le ramener vers les niveaux des pays moins inflationnistes afin d'empêcher la monnaie de s'apprécier. Il en résulterait finalement une sous-évaluation des taux d'intérêt réels dans les pays à fortes anticipations inflationnistes, avec pour conséquence une explosion du crédit à la consommation et de la dépense. Sir Alan Walters a déjà montré pourquoi une telle éventualité excluait, par exemple, l'adhésion britannique au SME³.

À première vue, un tel argument suppose une vision pour le moins paradoxale de la situation. D'une part, on croit que la fixité des parités peut entraîner une baisse des taux d'intérêt nominaux, mais on n'attend pas moins pour autant une poursuite de l'inflation faisant apparaître les taux d'intérêt réels sous-évalués. Si le mécanisme de stabilisation des taux de change était crédible, ne devrait-on pas au contraire anticiper une décade de l'inflation et hésiter à contracter de nouveaux emprunts ? En fait, aucun des membres actuels du SME n'a jamais considéré le mécanisme de change comme étant immuable, et les taux d'intérêt continuent de diverger.

Une situation du type de celle envisagée par Walters indique qu'il y aurait sans doute lieu de modifier la politique budgétaire pour favoriser une baisse des taux d'intérêt dans les pays inflationnistes, tout en y réduisant le risque d'une demande excessive.

Il ne reste pas moins que l'expérience britannique de 1988 est venue renforcer la méfiance, lorsque la tentative de stabilisation de la parité livre-deutschemark, inspirée du SME, s'est soldée par une forte baisse des taux d'intérêt au Royaume-Uni. Une fois connues les intentions du gouvernement, la livre sterling a en effet été perçue comme une espèce de « deutschemark à haut rendement ». En conséquence, les taux d'intérêt ont été ramenés de 12 % au début de 1987 à 7,5 % après l'adoption de la loi de finances pour 1988. Cette baisse ayant coïncidé avec une forte expansion du crédit et un large déficit du solde courant, il n'en fallait pas plus pour renforcer considérablement l'opposition à l'entrée du pays dans le SME. Le cas du Royaume-Uni est analysé ci-après.

La Grèce et le Portugal, mais aussi l'Espagne, seront en outre confrontés à un problème que l'Italie n'a pas encore réussi à résoudre après neuf ans d'appartenance au SME : celui du prélèvement inflationniste que constitue le financement monétaire de déficits budgétaires relativement importants. La lutte contre l'inflation se résume pourtant à cette alternative : comprimer les dépenses publiques ou relever les impôts. La solution qui consiste à conserver des déficits béants en les finançant par l'émission d'obligations ne peut qu'alimenter la spirale infernale de l'endettement. Certains économistes, dont Rudiger Dornbusch, estiment que ce problème ne peut pas vraiment être tenu pour temporaire. Tous les impôts étant source de distorsions, le seigneurage, nous explique-t-on, est encore le meilleur moyen pour l'État de se procurer quelques recettes. En outre, il présente l'avantage de taxer toutes les activités souterraines qui échappent au système fiscal. Du point de vue des finances publiques, le taux d'inflation optimal des pays du sud de l'Europe serait donc supérieur à celui de l'Allemagne⁴. R. Dornbusch estime qu'en pourcentage du PNB les recettes tirées du seigneurage ont représenté 2,9 % en Espagne et 3,4 % en Grèce et au

233

3 — Sir Alan Walters « *Britain's Economic Renaissance* », Oxford University Press, 1985, chapitre 8.

4 — Rudiger Dornbusch, « *Money and Finance in European Integration* », communication soumise à la conférence de l'AELE qui s'est tenue à Genève (Suisse) en janvier 1988.

P O I N T S D E V U E

Portugal au cours de la période 1976-85. Depuis 1983, la dette publique de ces pays s'est accrue d'au moins 15 points de pourcentage par rapport à leur PNB.

De tels arguments signifient que l'évolution vers une monnaie commune favoriserait une plus grande harmonisation des finances publiques que celle qui existe — ou pourrait exister — aujourd'hui. Ils n'empêchent pas les pays à forte inflation de participer à un système de parités ajustables. Certains commentateurs font pourtant valoir que des taux d'inflation hétérogènes sont incompatibles avec un système de parités ajustables et avec la liberté de circulation des capitaux. Nous y reviendrons plus loin.

PROBLÈMES PLUS DURABLES : TENDANCES DES TAUX DE CHANGE RÉELS D'ÉQUILIBRE

Une autre difficulté, dont il n'est pas souvent débattu, jette une ombre sur l'avenir du mécanisme de change du SME, y compris dans sa définition actuelle. Il s'agit des modifications éventuelles du taux de change réel, c'est-à-dire du taux de change corrigé de l'inflation relative. Jusqu'à présent, tout se passe à peu près comme si l'on considérait que la seule difficulté à résoudre avec un système de changes fixes tenait à la disparité des taux d'inflation et qu'une fois celle-ci disparue, le taux de change d'équilibre ne devait plus bouger d'un niveau de parité de pouvoir d'achat bien déterminé⁵. Tel n'est pourtant pas le cas.

On peut voir le taux de change réel comme celui d'un ensemble de prix relatifs sur lequel doit reposer un équilibre international. Dans cet équilibre, chaque pays subit une contrainte de balance des paiements intertemporelle et parvient à l'éliminer. Il peut attirer des capitaux pour financer tout déficit de son solde courant et, compte tenu du rendement probable des prêts et des emprunts à l'étranger, ses avoirs et son endettement extérieurs tendent vers une certaine limite. En toute logique, si les agents avaient une vision tout à fait claire de l'avenir et considéraient la trajectoire des recettes et des paiements extérieurs jusqu'à l'infini, ils devraient en conclure que la valeur de la dette extérieure est égale à zéro. Dans la réalité, cependant, comme ils ne parviennent guère à percer les brumes du temps et de l'ignorance, il leur faut obligatoirement avoir le sentiment que les paiements extérieurs d'un pays donné connaîtront une évolution durable ou, sinon, facilement rendue telle par des changements de politiques prévisibles.

Il va de soi que la transformation des valeurs réelles peut avoir une incidence sur la compétitivité d'un pays ou sur l'attrait qu'il présente pour la formation de capital fixe. D'où l'altération possible du taux de change réel. En l'absence de variations nominales, on peut provoquer cette altération par une modification des prix relatifs. Mais il s'agit là d'un processus qui peut s'avérer très difficile ou très douloureux. Un affaiblissement de la position relative d'une industrie risque en effet de se traduire par des pertes d'emploi et une réduction des investissements, plutôt que par une baisse des salaires, déclenchant par là même la multiplication des demandes de subventions. En général, les changements de position ou de compétitivité relatives se produisent au niveau micro-économique et s'annulent globalement, mais il y a des exceptions.

La découverte de pétrole en Mer du Nord en est une bien connue. À l'époque, les achats de pétrole du Royaume-Uni sont tombés de près de 20 % de la facture totale des importations à environ 10 %, alors que l'on constatait partout ailleurs une évolution contraire du fait de la hausse des prix. Parallèlement, ses livraisons

⁵— Voir Samuel Brittan, « *Monetary Integration and "1992"* », communication soumise au *Swiss Club*, Londres, décembre 1988.

POINTS DE VUE

d'hydrocarbures passaient de zéro à 20 % du total des exportations. Du temps où le pétrole était deux fois plus cher qu'aujourd'hui, son prix faisait aussi l'objet de fluctuations considérables, susceptibles, en principe, de se répercuter sur les taux de change réels d'équilibre. Comme le Royaume-Uni était exportateur net de pétrole tandis que ses partenaires du SME étaient quant à eux importateurs du même produit, il existait donc un facteur important d'instabilité des taux de change réels entre la livre sterling et les autres monnaies européennes. Pendant un temps, ce risque a pu être légitimement invoqué pour tenir la livre à l'écart du mécanisme de change. Un tel argument a toutefois perdu beaucoup de sa force aujourd'hui, puisque le pétrole représente une part moins importante des échanges du Royaume-Uni et de son PNB, et que cette part devrait encore se contracter à l'avenir. Il vaut encore néanmoins pour la couronne norvégienne dont le statut de pétro-monnaie est plus affirmé.

Rien n'interdit cependant de penser qu'il soit possible d'amortir des chocs ponctuels par une remise à niveau des cours dans un système de parités ajustables. Une telle option serait évidemment exclue avec des taux de change fixes irrévocables, c'est-à-dire avec une monnaie commune. Quoi qu'il en soit, il faut noter que les taux de change réels peuvent varier aussi bien de façon continue, ou presque, que par des sauts ponctuels en réponse à des chocs.

La raison de ces changements de tendance n'est pas toujours claire, mais les faits sont là qui ne trompent pas. On peut en effet déceler des tendances statistiquement significatives, observables sur plusieurs années, dans l'évolution des taux de change réels d'un certain nombre de grands pays. L'exemple le plus évident est celui du Japon, mais le cas de l'Italie, bien que moins remarqué, n'en est pas moins illustrant. Depuis 1970, la lire s'est appréciée de près de 300 % en valeur réelle vis-à-vis du dollar EU (pondérée par les prix à la production). Depuis la création du SME, elle a gagné plus de 20 % par rapport au deutsche mark, toujours en termes réels, alors qu'elle a perdu plus de 60 % de sa valeur nominale⁶. Or, malgré ce renchérissement en valeur réelle, le Japon comme l'Italie ont accru leur part dans les exportations de produits manufacturés des pays industrialisés, alors que les États-Unis ont vu la leur reculer (voir le tableau). Aujourd'hui, le dollar est très bon marché en termes de parité de pouvoir d'achat, qu'elle que soit la mesure de cette parité, mais, vu la position extérieure des États-Unis, les professionnels estiment qu'il n'est pas encore tombé assez bas. Autrement dit, ils admettent que le niveau d'équilibre de la valeur réelle du dollar a baissé au cours des dix dernières années.

235

⁶— L'appréciation de la lire en termes réels est inférieure à 10 % ou supérieure à 20 % selon que l'on prend comme déflateur les coûts relatifs de main-d'œuvre ou les prix à l'exportation.

P O I N T S D E V U E

RÉPARTITION DES EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS ENTRE SIX GRANDS PAYS INDUSTRIALISÉS

(en pourcentage)

	Royaume-Uni	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Italie
1973	9,1	16,1	12,7	22,1	9,6	6,8
1974	8,5	17,1	14,3	21,7	9,2	6,8
1975	9,1	17,7	13,6	20,3	10,2	7,5
1976	8,4	17,3	14,7	20,6	9,8	7,1
1977	9,0	15,8	15,5	20,8	9,9	7,6
1978	8,9	15,3	15,7	20,8	9,8	7,8
1979	9,1	16,0	13,7	20,9	10,5	8,4
1980	9,7	17,0	14,9	19,9	10,0	7,9
1981	8,5	18,6	17,9	18,4	9,2	7,7
1982	8,4	17,6	17,3	19,7	9,0	7,9
1983	7,9	16,9	18,5	19,0	8,9	8,1
1984	7,6	17,2	20,1	18,1	8,5	7,7
1985	7,9	16,7	19,7	18,7	8,5	7,8
1986	7,6	14,0	19,4	20,7	8,8	8,2
1987	8,1	13,7	18,1	21,5	9,0	8,4

Source : Royaume-Uni, ministère du Commerce et de l'Industrie.

Les tendances des taux de change réels ont aussi une incidence au sein du mécanisme de change du SME, tel qu'il fonctionne aujourd'hui. À l'heure actuelle, par exemple, l'excédent commercial de l'Allemagne est en train de se gonfler malgré la détérioration des échanges de ce pays avec les États-Unis sous l'effet de la chute du dollar. Parallèlement, d'autres pays du SME voient leur balance commerciale se détériorer tant avec les États-Unis qu'avec l'Allemagne, et n'ont pas l'air de pouvoir compenser ce repli par leurs échanges avec le reste du monde.

Cette situation nous rappelle que les économistes ne peuvent pas expliquer l'évolution des échanges simplement en termes de prix relatifs ou de niveau de la demande. L'équation des importations et des exportations fait clairement ressortir des tendances qui ne relèvent pas de la compétitivité par les prix. D'autre part, la compétitivité hors prix peut se manifester dans un pays par une élasticité-revenu des importations beaucoup plus grande que l'élasticité des exportations vis-à-vis du revenu mondial ou de la croissance du commerce international. En général, ces écarts de compétitivité non liés au facteur prix sont compensés dans les faits par des mouvements de taux de change, d'où les tendances évoquées ci-dessus.

Au sein d'un État unifié, fait-on souvent remarquer, de telles disparités doivent être corrigées sans que l'on puisse avoir recours à l'instrument du taux de change. C'est en partie à cause de cette impossibilité que la plupart des États connaissent d'ailleurs des déséquilibres régionaux, avec des poches de chômage et des flux nets d'émigration que certains tentent de résorber en mettant à contribution les régions plus prospères. De la même façon, il est permis de penser que l'adoption d'une monnaie commune à l'Europe susciterait des pressions en faveur de mesures analogues à l'échelon supra-national, et que cela entraînerait à coup sûr des problèmes politiques dont il n'est pas dans notre propos de traiter ici.

En principe, tout ce que l'on peut faire en agissant sur le taux de change nominal est également possible par d'autres actions sur les prix relatifs. Ainsi la France s'efforce-t-elle actuellement de renforcer sa compétitivité à l'égard de l'Allemagne sans toucher au taux de change nominal mais en freinant davantage la progression de ses coûts unitaires de main-d'œuvre. Cette politique lui a valu jusqu'ici un certain

POINTS DE VUE

succès, mais si le taux d'inflation des coûts unitaires de main-d'œuvre de l'Allemagne tombe un jour beaucoup plus bas que son niveau actuel, il faudra alors que celui de la France devienne négatif si elle veut conserver l'avantage acquis. Or il est difficile de croire que l'on puisse maintenir indéfiniment une croissance négative de ces coûts sans provoquer de résistance, surtout si l'on essaye de forcer le mouvement au prix d'une nouvelle aggravation du chômage. Sans souscrire à l'idée fallacieuse qui veut faire de la dévaluation le remède à tous les maux, il semble que l'ajustement du taux de change nominal soit néanmoins l'une des mesures les plus satisfaisantes pour corriger les écarts de compétitivité non imputables aux prix. Les salaires ne sont pas maléables à l'infini et il y a peut-être de bonnes raisons pour qu'il en soit ainsi.

UN CAS : LE ROYAUME-UNI

L'un des arguments du moment contre la participation du Royaume-Uni au mécanisme de change découle des événements de 1988 évoqués plus haut. Rétrospectivement, il apparaît que le gouvernement a permis une croissance excessive du crédit à l'économie à partir de 1985. Il a laissé la livre tomber en chute libre après l'effondrement des prix du pétrole à la fin de 1985 et l'a maintenue ensuite à un faible niveau en réduisant les taux d'intérêt au cours de 1988. Combinée aux mesures antérieures de libéralisation du crédit, une telle évolution explique la poussée de la demande de crédit et l'explosion du prix des actifs qui s'est ensuivie, en particulier dans le secteur immobilier, cette situation ayant à son tour alimenté la consommation via l'effet de richesse. En conséquence, le gouvernement britannique se trouve maintenant confronté à une inflation de plus de 6 %, tandis que la hausse des salaires nominaux n'est pas loin d'atteindre les dizaines. Si la forte augmentation des rémunérations se justifiait jusqu'ici par une croissance soutenue de la productivité, toute nouvelle accélération serait désormais franchement inflationniste. Compte tenu du cycle électoral, le gouvernement n'a donc guère d'autre choix que de maîtriser l'inflation par une politique de rigueur monétaire en 1989, dans l'espoir que la croissance économique retrouvera un cours plus paisible d'ici 1991. Tout laisse à penser qu'il va réévaluer le taux de change, dans une proportion que l'on ne peut cependant pas déterminer avec précision. Il attendra ensuite que la livre recommence à se déprécier, obéissant ainsi à un phénomène de « surréaction » du type décrit par Dornbusch. On le voit, l'entrée de la livre dans le mécanisme de change du SME n'est donc pas à l'ordre du jour pour le moment.

237

Le mécanisme de change du SME a permis à la fois de réduire la volatilité des taux de change et d'atténuer dans une certaine mesure les mouvements cumulés des autres monnaies participantes par rapport au deutsche mark. Il semble également qu'il ait rendu l'évolution des cours des changes plus facile à prévoir. Enfin, on constate que les taux d'intérêt des pays membres n'ont pas été plus instables depuis sa création, sauf en France sous le premier mandat du président Mitterrand⁷. On peut donc penser que si le Royaume-Uni avait fait partie du système en 1985, il n'aurait pas pu laisser la livre se déprécier autant qu'elle l'a fait. Du même coup, la forte croissance du PNB constatée depuis deux ans ne se serait sans doute pas produite, ou du moins pas au même rythme. En revanche, l'inflation serait maintenant plus faible et la politique monétaire aurait peut-être été plus stable. C'est le raisonnement que font certains partisans de l'entrée de la livre dans le mécanisme de change pour lesquels l'expérience de 1988 démontre simplement que le gouvernement britannique a alors tenté d'appliquer les principes du mécanisme de change européen, sans avoir

⁷— Voir Gerald Holtham, Giles Deating et Peter Spencer, « EMS : Advance or Face Retreat », CSFB Economics, Londres, septembre 1987.

POINTS DE VUE

toutefois correctement déterminé le cours de sa monnaie. Soit, mais on peut quand même se demander si quiconque aurait été capable, à l'époque, de prévoir toute l'ampleur de la demande latente de crédit et, par conséquent, de mieux fixer le taux de change.

Une fois terminée la période actuelle de rigueur anti-inflationniste, le Royaume-Uni ne sera plus le seul pays d'Europe totalement dépourvu de contrôles sur les changes et les mouvements de capitaux. En outre, le rôle du pétrole dans son économie n'est pas plus important aujourd'hui que celui du gaz naturel aux Pays-Bas. Cela ne veut pas dire toutefois que les forces politiques dominantes vont se prononcer en faveur d'une participation au mécanisme de change. On n'en est pas encore là semble-t-il. Le mieux serait que le pays soit associé à toutes les initiatives, officielles ou non, qui pourront être prises au cours des prochaines années pour promouvoir la coordination des politiques économiques. Bien entendu, il ne faut pas oublier qu'une telle coordination constitue une menace, même marginale, pour l'hégémonie de l'Allemagne sur la politique monétaire européenne. Si l'adhésion britannique devait accélérer ou exacerber ce processus, en effet, les Allemands pourraient alors considérer que le jeu n'en vaut pas la chandelle.

La réalisation d'une véritable union monétaire soulève aussi d'autres problèmes. Elle suppose une plus grande convergence des politiques budgétaires que ne le requiert à présent le système des parités ajustables. Et elle risque d'entraîner des ajustements très douloureux pour les régions les plus faibles. Or la volonté politique de développer les programmes régionaux à l'échelle voulue n'est pas garantie. Sur ce plan, par exemple, il est peu probable que les autorités britanniques, avec leur foi idéologique dans le libéralisme et leur réticence envers toute intervention massive de l'État, puissent contribuer à un consensus.

UNION MONÉTAIRE OU PARITÉS AJUSTABLES ?

Pour défendre l'union monétaire, on invoque parfois les coûts de transaction à la charge des entreprises qui opèrent sur un marché multinational et pluri-monétaire. C'est là un argument différent de celui consistant à dire que l'incertitude liée aux taux de change décourage les petites entreprises de s'engager dans des activités à l'échelle internationale (européenne en l'occurrence). Sur ce point, la littérature économique a déjà montré qu'il est difficile de mettre en évidence un quelconque effet de la volatilité des taux de change sur le commerce. On peut donc penser que les incertitudes inhérentes à un système de parités ajustables ne devraient pas poser trop de problèmes ni véritablement entraver les échanges.

Du point de vue de la réduction des coûts d'exploitation, les avantages que pourrait présenter une intégration monétaire totale ne sont pas non plus très convaincants. Si la diversité des monnaies entraîne effectivement des coûts de transaction élevés, rien n'empêche alors de développer l'utilisation de l'Écu pour la facturation, les dépôts de garantie et la transaction elle-même, afin de simplifier la situation. C'est une solution qui n'oblige pas les pays à renoncer à leur monnaie nationale ni à la possibilité d'ajuster de temps en temps leurs parités. En outre, si l'Écu s'impose comme unité de compte, les banques pourront en procurer à leurs clients commerciaux. Il n'est pas nécessaire d'aller jusqu'à l'intégration monétaire pour que cela puisse se faire légalement. Après tout, le dollar est aujourd'hui largement utilisé dans les transactions internationales et il n'a pas supplanté les monnaies nationales.

La conservation des monnaies nationales n'est certes pas suffisante pour garantir l'indépendance des pays en matière de politique monétaire, dans un régime de parités fixes et de libre circulation des capitaux, mais elle a au moins le mérite de préserver un moyen d'ajustement utile pour faire face à des écarts tendanciellement de

POINTS DE VUE

compétitivité et à des chocs réels, sans faire porter toute la pression sur les prix intérieurs. En outre, elle confère aussi une certaine autonomie, limitée il est vrai, dans la conduite de la politique budgétaire.

Que dire de l'argument selon lequel une telle solution de compromis serait instable sans contrôle des changes? Tant que la politique monétaire aura pour principal objectif de préserver la stabilité du taux de change, on ne voit pas pourquoi elle ne serait pas viable. En dépit des Cassandres, le SME a survécu à la suppression quasi-totale des contrôles de change appliqués par la France au cours de ces dernières années. À l'évidence, les agents sauront qu'un réalignement de taux de change sera toujours possible tant que tous les pays n'auront pas la même inflation ni les mêmes taux de croissance de la productivité dans le secteur des biens marchands. Selon la théorie scandinave de l'inflation, si deux pays ont le même taux moyen d'inflation (pour un panier de biens échangés et non échangés), mais que l'un enregistre une plus forte croissance de la productivité pour ses biens échangés, le taux de change de ce dernier est forcément en hausse.

La probabilité d'un réalignement sera normalement perçue comme proportionnelle au temps écoulé depuis le dernier réalignement. En d'autres termes, les différentiels de taux d'intérêt à court terme devraient être pratiquement nuls immédiatement après un réajustement, puis augmenter peu à peu à mesure que le réajustement suivant devient de plus en plus probable. D'autre part, les différences de rendement sur les obligations seraient au départ plus importantes que les écarts entre les taux courts, car il serait clair que ces derniers ne peuvent qu'augmenter avec le temps.

Dans un cas comme dans l'autre, les écarts se creuseraient progressivement jusqu'à ce que survienne un réalignement. Si ce réalignement était retardé plus que de coutume, la courbe des écarts entre les taux courts croiserait celle des différences de rendement obligataire. Au moment du réalignement, toutes les deux marqueraient une interruption suivie d'un recul.

Lorsque les banques centrales se seront montrées déterminées à défendre les parités contre des attaques spéculatives et auront gagné en crédibilité, il n'y aura alors aucune raison pour que les marchés placés sous un régime de parités ajustables et sans contrôle des changes ne connaissent pas la stabilité. Les différentiels de taux d'intérêt auront tendance à évoluer en dents de scie comme on l'a vu précédemment et les taux d'intérêt ne devront pas à être durablement stabilisés dans la mesure où les cours de change seront périodiquement réajustés. Enfin, les taux les plus courts auront tendance à s'égaliser immédiatement après un réalignement. Cela vaut-il la peine, par conséquent, de se lancer dans une entreprise extrêmement coûteuse sur le plan politique et économique pour éviter une volatilité des taux d'intérêt ainsi limitée et prévisible? □

239