

LA LETTRE DU CEPII

CENTRE D'ÉTUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES

■ Nouveau SME : la règle du jeu

La crise à épisodes du SME résulte de la dégradation de la qualité de l'ancrage sur le mark et de la mise en question par la spéculation des bénéfices que le système procurait à ses membres. La gestion du "nouveau SME" doit en tenir compte, et exploiter les marges de manoeuvre qu'offre l'élargissement des marges pour aider au redressement des économies, tout en maintenant le cap sur la coordination monétaire européenne. Une telle stratégie comporte des risques de dérapage, mais l'alternative consistant à mimer l'ancien SME à l'intérieur du nouveau manque de crédibilité. A plus longue échéance, la crise met en question le scénario de transition vers l'Union monétaire initialement prévu. Deux voies sont possibles : soit passer sans transition des bandes larges à la monnaie unique, soit reconstruire un SME qu'il faudra alors substantiellement réformer.

La crise du SME engagée à l'été 1992 a finalement débouché sur un élargissement à 15% des marges de fluctuation. La spéculation a donc réussi à imposer l'opinion que les marchés expriment déjà il y a un an : le SME ne contenait pas de règles assez robustes pour rendre compatibles le chemin vers l'Union monétaire et les conjonctures disparates des pays d'Europe.

Depuis le milieu des années quatre-vingt, le SME avait trouvé sa cohérence dans l'alignement des monnaies participantes sur le mark. Les spéculateurs n'ont jamais mis en doute la position pivot du mark, fondée sur la puissance financière de l'Allemagne, sur la profondeur et la liquidité de son marché monétaire, sur la résolution des autorités monétaires allemandes de conserver au mark son statut d'ancre. Mais ils ont observé que la situation atypique de l'Allemagne, depuis le choc de l'unification, mettait en cause les gains pour ses partenaires de leur alignement sur l'ancre. Dans la mesure où le leadership allemand n'assurait plus une cohérence suffisante, la coopération devenait le critère déterminant de la solidité du système.

Or la communauté financière a développé un point de vue qui lui faisait douter que la coopération monétaire soit possible. Selon cette analyse, l'Allemagne a un problème d'inflation et de compétitivité, mais aussi des structures financières robustes et une situation de l'emploi qui lui permettent de supporter une politique monétaire restrictive ; les autres pays du SME sont, au contraire, aux prises avec des ajustements financiers et connaissent des taux de chômage très élevés ; ils ont besoin de baisser énergiquement leurs taux d'intérêt à court terme pour lever les contraintes de liquidité qui entravent la dépense des agents privés.

Ce diagnostic explique l'orientation de la spéculation. La persistance de l'inflation allemande n'a pas été vue comme un signe de faiblesse du mark, mais comme une indication de la poursuite d'une politique monétaire serrée retardant la baisse des taux d'intérêt à court terme. Le mark restant l'ancre du système, les divergences se sont exprimées sous la forme d'anticipations de dévaluation des autres monnaies.

■ Les crises à répétition du SME

La liberté complète des mouvements de capitaux a rendu ces attaques spéculatives auto-réalisatrices. Convaincus que l'aptitude à faire repartir la croissance était la condition du rétablissement des monnaies attaquées, les spéculateurs ont fait sauter les règles qui s'opposaient, à leurs yeux, aux politiques conformes à cette condition. Cette attitude n'a évidemment pas disparu avec l'élargissement des marges. La gestion du nouveau SME doit en tenir compte.

■ Tirer le meilleur parti du nouveau système

Dès lors que les politiques monétaires ne sont plus coordonnées par le mécanisme de change, le SME à marges larges comporte des risques évidents de divergences centrifuges sous l'aiguillon d'un retour en force des nationalismes monétaires. Mais d'un autre côté, les degrés de liberté qu'il offre donnent les moyens d'éliminer à court terme les tensions qui ont provoqué les crises de change. Toute la question est de trouver le bon usage de ces degrés de liberté : les autorités doivent choisir une ligne de conduite capable de redonner un peu de croissance aux pays en récession, sans attendre la fin de la désinflation allemande ; elles doivent en même temps indiquer clairement que la stabilité des taux de change demeure un objectif dans la perspective de l'UEM, et que le redressement des conjonctures s'accompagne d'une redéfinition de la coopération monétaire.

Mais quelle est exactement la marge de manoeuvre permise au sein du SME à bande large ? En théorie, l'élargissement des marges a deux effets (encadré). Il permet d'abord d'éliminer, temporairement du moins, les anticipations de réaligement des taux-pivot, et par là de restaurer la crédibilité du système. Il n'y a en effet aucune raison de penser que le franc ou les autres monnaies qui participaient au SME soient aujourd'hui structurellement surévalués par rapport au mark. La configuration normale des taux d'intérêt et des taux de change est alors l'inverse de celle qui s'observait dans le SME en 1992-1993 : au lieu de renforcer les anticipations de réaligement, la dépréciation temporaire d'une monnaie entraîne une anticipation d'appréciation ultérieure, parce que les marchés s'attendent à un retour vers la parité centrale. Cette anticipation soutient une baisse temporaire du taux d'intérêt en dessous du taux allemand, d'autant plus grande que la dépréciation a pu être plus forte, donc que la bande crédible est plus large. Le second effet est d'élargir la zone dans laquelle les banques centrales n'interviennent pas, et où le système se comporte approximativement comme un régime de changes flexibles. Cela conduit à transférer une partie de la volatilité de court terme du taux d'intérêt vers les taux de change, et donc à rendre plus difficile un guidage précis de ces derniers.

Si les autorités monétaires des partenaires de l'Allemagne pouvaient insuffler aux marchés la certitude que les monnaies retourneront aux taux-pivot à une échéance donnée, la marge de manoeuvre permise par le nouveau SME serait considérable : en contrepartie d'une dépréciation initiale de 10%, les autorités pourraient abaisser les taux de cinq points par rapport aux taux allemands et les maintenir à ce niveau pendant deux ans (1). Mais encore faut-il que l'usage de cette liberté ne détruise pas la crédibilité des taux-pivot. Car les règles du jeu du nouveau SME sont extrêmement simples : dans une bande de fluctuation étendue, les autorités fixent les taux d'intérêt, et les marchés les taux de change. Les politiques monétaires vont donc se trouver devant un dilemme :

- si elles s'efforcent de mimer le SME à bandes étroites à l'intérieur des bandes larges (comme la Belgique et le Danemark se sont efforcés de le faire) ou si elles n'utilisent qu'une petite partie de leur marge de manoeuvre, les marchés peuvent juger que la baisse des taux d'intérêt est insuffisante pour améliorer la situation économique, et en déduire que le change doit se déprécier ; la parité centrale elle-même pourrait se voir menacée par un marasme prolongé ; en outre, la variabilité accrue du taux de change pourrait rendre cette stratégie techniquement hasardeuse ;

(1) On suppose ici que la prime de risque demeure inchangée.

ENCADRE - Les effets de l'élargissement des marges

Nous utilisons dans cette *Lettre* l'argument suivant : l'élargissement à 15% des marges de fluctuation du SME donne à la politique monétaire le moyen de baisser temporairement le taux d'intérêt à court terme, sans remettre en cause ultérieurement la stabilité du taux de change franc-mark autour de sa parité actuelle. Il importe de bien saisir les fondements de cet argument*.

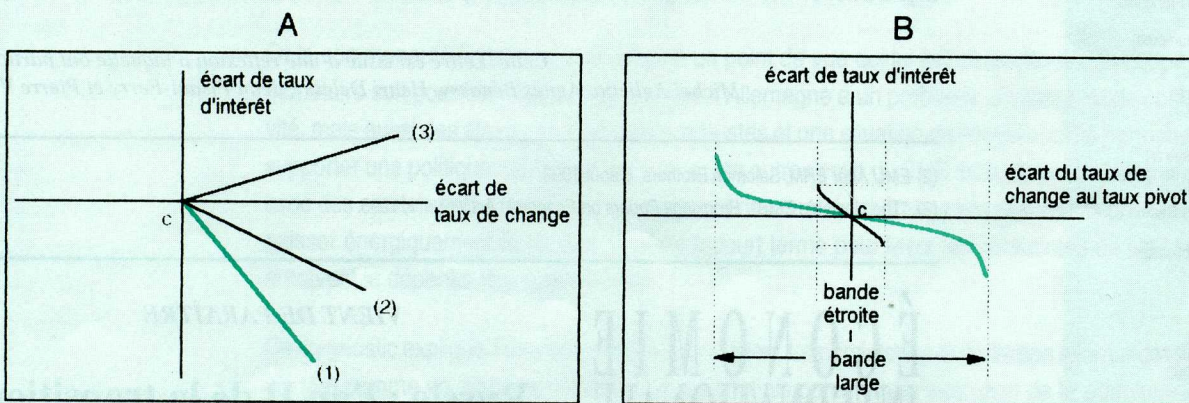
Si elle réussit, la modification du fonctionnement du SME devrait avoir deux conséquences : la première est de rendre crédible un système qui ne l'était plus ; la seconde est d'accroître la variabilité tolérable du taux de change sans que le système soit menacé. Les graphiques A et B représentent les effets de ces deux caractéristiques sur l'écart de taux d'intérêt à court terme entre le franc et le mark.

Lorsqu'un système de change à fluctuations limitées dans une bande de largeur donnée est parfaitement crédible, il n'y a pas d'anticipation de réalignement de la parité centrale. Lorsque le taux de change s'approche d'une de ses limites, les anticipations des opérateurs exercent une force de rappel, parce qu'ils pensent que la défense de la bande par les autorités sera efficace. Ainsi, lorsque les aléas sur les variables fondamentales ont poussé le taux de change au voisinage de sa dépréciation maximale, il ne peut que s'apprécier pour revenir vers sa parité centrale. Si les marchés financiers sont efficaces, ce mouvement anticipé du taux de change doit être égal à l'écart de taux d'intérêt entre la monnaie considérée et celle du pays ancre. Il en résulte une relation décroissante entre l'écart des taux d'intérêt et l'écart du taux de change au taux-pivot. Elle est schématisée par la droite (1) sur le graphique A.

Si la crédibilité de la bande n'est pas parfaite, l'éventualité d'un réalignement de la parité centrale, de probabilité variable et d'amplitude aléatoire, vient se superposer aux aléas sur les fondamentaux qui font bouger le taux de change à l'intérieur de la bande. Les opérateurs du marché des changes doivent donc former une anticipation de réalignement. Il est généralement admis que la dévaluation anticipée de la parité centrale est d'autant plus forte que les réserves de change sont basses et que le taux de change courant approche sa limite. Cet élément supplémentaire de la dynamique du taux de change modifie la relation représentée par la droite (1). Plus l'anticipation de réalignement augmente, plus la droite pivote autour de C dans le sens contraire des aiguilles d'une montre. Lorsque la crédibilité reste forte sans être parfaite, l'anticipation de réalignement est faible et peu corrélée à la variation des déterminants fondamentaux ; la relation demeure décroissante (droite (2)). Lorsque la crédibilité de la bande diminue encore, l'anticipation de réalignement augmente et devient corrélée positivement avec la variation des fondamentaux ; la relation peut devenir croissante (droite (3)).

Hormis le changement de crédibilité, l'élargissement de la bande a un effet propre sur la relation taux d'intérêt/taux de change. La relation mentionnée plus haut peut être approximée par une droite sauf au voisinage des limites de la bande, où l'effet de retour du taux de change vers le centre lui donne une forme non linéaire d'autant plus accentuée que la plage de variation du taux de change est plus grande (graphique B). Il s'ensuit que l'écart maximal de taux d'intérêt est plus grand pour la bande large que pour la bande étroite. Mais, dans la partie centrale de la bande où la courbe est linéaire, sa pente est moindre pour la bande large, donc l'écart de taux d'intérêt varie moins. Lorsqu'on passe de la bande étroite à la bande large, une partie de la variabilité d'intérêt est transférée sur le taux de change.

GRAPHIQUE - Les deux effets de l'élargissement des marges



* Cet encadré se fonde sur l'analyse des "target zones" qu'ont notamment développée P. Krugmen et L. Svensson.

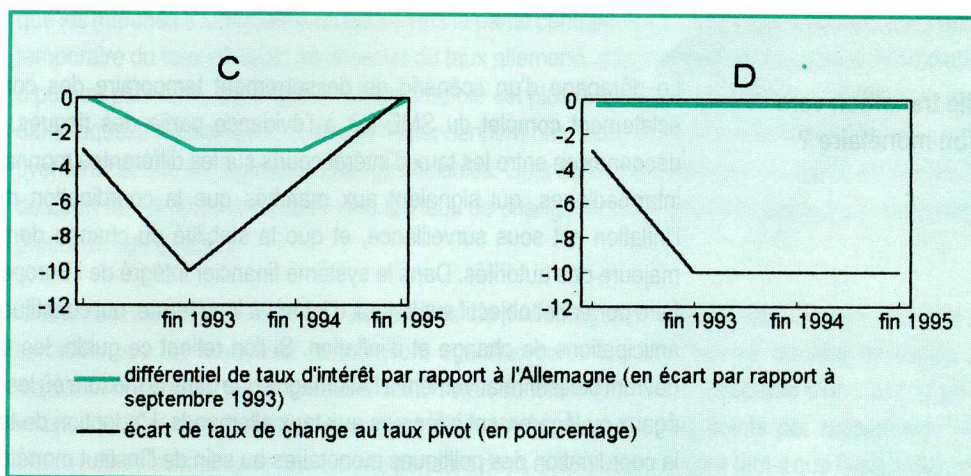
- mais si la dépréciation des monnaies est trop forte et approche la limite de la marge élargie, elle pourrait être interprétée comme l'indice d'un changement d'orientation de la politique monétaire ; craignant un retour à une logique de dévaluation compétitive et d'inflation, la spéculation pourrait anticiper une poursuite de la dépréciation ; la crédibilité de la bande serait perdue.

■ Deux scénarios illustratifs

Cette analyse peut être éclairée par deux scénarios qui ne visent aucunement à fournir une prévision, mais seulement à illustrer les raisonnements qui précèdent. Dans un premier scénario, les autorités font usage de leur marge de manoeuvre pour anticiper sur la baisse des taux allemands et les marchés jugent qu'à l'horizon de deux ans, une convergence des politiques de taux d'intérêt des pays de l'ancienne bande étroite et un retour des parités à leur cours pivot sont compatibles avec les fondamentaux. Cette anticipation suppose une reprise de l'activité en Europe et une maîtrise de l'inflation en Allemagne conduisant à une poursuite par la Bundesbank du desserrement monétaire.

Toutefois, on ne peut attendre que les marchés accordent dès le départ une pleine confiance à ce scénario. A titre d'illustration, on peut supposer qu'ils attribuent la première année une probabilité de 50% à l'éventualité d'une dévaluation durable de 10%. Suite à la remontée du taux de change, cette probabilité tombe à 25% la deuxième année et s'annule fin 1995, lorsque le taux-pivot est effectivement retrouvé. Dans ces conditions, une baisse des taux courts, conduit à une dépréciation transitoire des parités face au mark. Si les autorités tolèrent une dépréciation temporaire de 10% par rapport au taux-pivot, elles peuvent abaisser de deux points et demi l'écart des taux courts par rapport à l'Allemagne pendant deux ans avant de retrouver fin 1995 l'écart initial (graphique C).

GRAPHIQUE - Taux de change et taux d'intérêt dans les deux scénarios



Si l'on pense que la spéculation n'a pas changé de point de vue sur les besoins immédiats des économies, le scénario alternatif est évidemment celui où la dépréciation du change s'impose aux autorités. Tel pourrait être le cas si celles-ci s'efforcent de maintenir les taux de change à l'intérieur de l'ancienne bande étroite tandis que les marchés jugent une relance nécessaire, si la baisse des taux allemands et la reprise de l'activité en Europe se font attendre, et de manière générale, si l'incertitude demeure sur la cohésion européenne. Dans ce cas, la stratégie monétaire ne serait pas crédible, et elle serait sanctionnée par une dépréciation subie, éventuellement officialisée à terme par un réalignement. La marge de manoeuvre de la politique monétaire serait nulle (graphique D).

Que la crédibilité des politiques monétaires soit jugée sur leur capacité à desserrer les contraintes qui pèsent sur les économies ne signifie pas qu'elles doivent prendre pour seul objectif une relance de l'activité ; mais il leur faut produire un minimum de stimulation. A cet égard, il est délicat de comparer précisément les effets de nos deux scénarios. L'effet de relance d'une baisse des taux

d'intérêt à court terme est très incertain. La stimulation directe de l'investissement et de la consommation est limitée, car les perspectives de débouchés sont faibles pour les entreprises et la baisse des revenus de l'épargne consécutive à la baisse des taux pèse sur la consommation des ménages. Une baisse des taux longs soutiendrait l'investissement-logement, mais leurs niveaux actuels incorporent déjà une anticipation de baisse des taux courts. Toutefois, la réduction des charges d'intérêt desserre la contrainte financière des agents endettés. La dépréciation, elle, soutient sans ambiguïté l'activité à très court terme, mais ses effets risquent d'être atténués en raison d'une neutralisation entre les dépréciations simultanées de plusieurs partenaires de l'Allemagne.

Au total, les ordres de grandeur obtenus avec le modèle Mimosa suggèrent que les deux scénarios devraient avoir des effets voisins pour la première année (de l'ordre de 0,5 point de PIB, un peu plus pour le premier scénario), et se différencier plus nettement la seconde année (l'effet de relance se maintiendrait dans le second scénario mais serait ramené aux environs de 0,2 point dans le premier). A ces effets s'ajouteraient ceux de la relance chez les partenaires européens en raison de la baisse des taux allemands (via une augmentation de l'activité en Allemagne et une dépréciation des monnaies européennes face au dollar).

Ces scénarios quelque peu caricaturaux n'ont d'autre but que d'illustrer une idée simple, même si elle est paradoxale : dans la conjoncture européenne actuelle et après l'élargissement des marges de fluctuation, le choix qui s'offre aux pays de la bande étroite n'est pas entre relancer "à l'anglaise" et mimer l'ancien SME à l'intérieur du nouveau. Il pourrait être bien plutôt entre une utilisation temporaire des nouvelles marges de manoeuvre et le risque d'une dépréciation subie. Mais il est clair aussi que le choix entre l'un et l'autre scénario ne sera pas fonction de la seule stratégie des autorités monétaires : il dépendra aussi de la politique allemande, de la conjoncture en Europe, ainsi que de la qualité et des perspectives de la coopération monétaire européenne.

■ Quelle transition vers l'Union monétaire ?

Le dérapage d'un scénario de desserrement temporaire des contraintes du système vers un éclatement complet du SME fait à l'évidence partie des risques. Il faut donc que le degré de déconnexion entre les taux d'intérêt courts sur les différentes monnaies soit guidé par des objectifs intermédiaires, qui signalent aux marchés que la coordination monétaire est maintenue, que l'inflation est sous surveillance, et que la stabilité du change demeure bien une préoccupation majeure des autorités. Dans le système financier intégré de l'Europe, il est logique et praticable de faire porter cet objectif sur le taux d'intérêt à long terme, qui constitue un indicateur synthétique des anticipations de change et d'inflation. Si l'on retient ce guide, les taux d'intérêt à court terme ne devront baisser relativement à l'Allemagne que dans la mesure où les taux d'intérêt longs deviennent égaux ou légèrement inférieurs aux taux allemands. L'adoption de tels objectifs faciliterait en outre la coordination des politiques monétaires au sein de l'Institut monétaire européen.

Mais il ne suffira pas d'assurer la compatibilité des politiques monétaires. Même si - ce qui est une condition nécessaire - les tensions nées de l'unification allemande s'atténuent et qu'un ensemble de pays européens peuvent à nouveau envisager une politique monétaire commune, il faudra aussi réexaminer les chemins de la transition vers la monnaie unique, maintenant que les faits ont démenti les deux hypothèses sur lesquelles reposait la stratégie de transition vers l'UEM du traité de Maastricht : une convergence graduelle des économies, que les critères de convergence visaient à mesurer, et la stabilité d'un SME au sein duquel les réalignements auraient quasiment disparu.

Deux voies sont possibles. La première est de conserver jusqu'au bout le système à bandes larges et de passer directement à la monnaie unique. Il s'agirait en somme de franchir d'un seul pas le précipice qui sépare les changes flexibles de l'union monétaire. Une telle option aurait deux conséquences :

- l'absence de réalignement ne pourrait plus servir de critère de convergence ; en contrepartie, il faudrait par exemple durcir le critère de taux d'intérêt à long terme, comme l'a récemment proposé G. Bishop (2) ;
- la coordination monétaire ne pourrait plus reposer sur le mécanisme de change au cours de la phase II de l'UEM, et il faudrait que l'Institut monétaire européen assume un rôle de coordination sensiblement plus actif.

Cette option présente plusieurs difficultés. Elle suppose l'acceptation par les opinions et les gouvernements d'une rupture brutale. Elle nécessite que la coopération monétaire prenne précocement la forme d'une coordination volontaire préfigurant, dès la phase II, le fonctionnement de la future banque centrale. Elle fait reposer l'essentiel de la crédibilité du processus d'union monétaire sur son étape finale, alors même que la crise de 1992-1993 a illustré les risques d'un retournement des anticipations. Elle n'élimine même pas le risque d'instabilité, car à l'approche de l'échéance ultime les marchés pourront spéculer sur les taux de conversion des monnaies nationales en écus.

La seconde voie est de reconstruire le SME en le rendant plus robuste face aux attaques spéculatives. Deux types d'amendements au système peuvent être envisagés. On peut d'une part chercher à redéfinir le contrat qui lie les banques centrales, et dont les événements récents ont montré l'insuffisance. Dans l'ancien SME, la banque centrale du pays à monnaie forte était soumise à une obligation d'intervention illimitée, mais dont la crédibilité a été mise en cause par les crises successives des douze derniers mois. Pour restaurer la crédibilité du mécanisme d'intervention, il faudrait assurer que les obligations d'intervention seront effectivement remplies. Cela implique une plus grande clarté quant aux conditions dans lesquelles cette obligation s'applique et quant aux contreparties de cette garantie pour les monnaies qui en bénéficient, ainsi sans doute qu'une plus grande sélectivité à l'égard de ces dernières. On peut d'autre part s'efforcer de rééquilibrer les forces respectives des marchés et des autorités. Une taxation générale et à taux faible des transactions de change, comme l'avait proposé James Tobin, ne répondrait pas au problème car si elle est susceptible de rendre les marchés des changes moins volatils, elle ne découragerait en rien la spéculation lorsque les opérateurs anticipent une dévaluation. En revanche, l'instauration d'un dépôt de garantie en contrepartie des positions de change (équivalent à une taxation des mouvements spéculatifs), comme l'ont proposé B. Eichengreen et Ch. Wyplosz (3), pourrait être plus efficace.

Cette voie imposerait donc un difficile travail de réparation du SME, alors même que celui-ci est promis à la disparition. La solidité d'un système réformé serait en outre certainement soumise au test des attaques des marchés, et le risque d'un nouvel échec ne peut être exclu. Ainsi la crise du SME livre-t-elle une double conclusion : d'une part, elle confirme qu'il n'existe sans doute pas d'état durablement stable entre les changes flexibles et l'union monétaire ; mais d'autre part, elle montre que la voie qui conduit à l'Union monétaire est étroite et périlleuse. C'est à ce dilemme que sont aujourd'hui confrontés les gouvernements européens.

Cette Lettre est issue d'une réflexion à laquelle ont participé Michel Aglietta, Agnès Bénassy, Henri Delessy, Jean Pisani-Ferry et Pierre Villa.

(2) *EMU After ERM*, Salomon Brothers, 6 août 1993.

(3) "The Unstable EMS", *Brookings Papers on Economic Activity*, n°1, 1993.



Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 (1) 48.42.64.64
Télécopie : 33 (1) 48.42.59.12

Rédacteur en chef :
Jean Pisani-Ferry.

Réalisation :
Annick Hutteau.

Diffusion :
La Documentation Française.

Abonnement (11 numéros)
France : 275 F.
Europe : 330 F.
Hors Europe : 370 F.
(envoi par avion).

Commande adressée à :
La Documentation française,
124, rue Henri-Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

Directeur de la publication :
Jean Pisani-Ferry.

ISSN 0243-1947

CPPP numéro 1462 AD
3ème trimestre 1993
Septembre 1993

Imp. SNLIR - IVRY
Imprimé en France

**ÉCONOMIE
INTERNATIONALE**
LA REVUE DU CEPII

VIENT DE PARAÎTRE

Russie : l'an II de la transition

n° 54, 2ème trimestre 1993