

PHILIPPINE COUR
HENRI DELESSY
FRÉDÉRIC LERAIS
HENRI STERDYNIAK¹

UNE ÉVALUATION DES DÉPRÉCIATIONS MONÉTAIRES EN EUROPE DEPUIS 1992

RÉSUMÉ Depuis septembre 1992, l'Europe a connu des dépréciations monétaires de grande ampleur qui, pour la plupart des pays en cause, présentent deux caractéristiques habituellement incompatibles : elles ont dépassé la simple correction des pertes de compétitivité-prix antérieures ; elles ont eu des effets inflationnistes très limités. Comment s'explique ce paradoxe ? Dans quelle mesure les dépréciations ont-elles amélioré jusqu'ici la situation des pays qui ont dévalué et, le cas échéant, détérioré celle des pays partenaires ?

Pour tenter d'apporter une réponse, nous simulons avec le modèle multinational MIMOSA deux scénarios sans crise monétaire en Europe. Ces simulations sont comparées aux évolutions observées, et les différences sont attribuées aux effets des dévaluations. Dans la première, les taux de change nominaux en Europe sont maintenus fixes à leur niveau de 1991, jusqu'en 1995. Dans la seconde, les parités sont réalignées pour tenir compte des écarts d'inflation cumulés depuis 1987 ; les réalignements imaginés sont conformes à ceux opérés au

sein du SME entre 1983 et 1987. Par ailleurs, les dépréciations et le climat de crise qui les a accompagnées semblent avoir modifié les variables financières et les comportements des agents privés : taux d'intérêt et primes de risque imposées par les marchés financiers, salaires, emploi, investissement, marges à l'importation et à l'exportation. La crise du SME a pu aussi infléchir les politiques budgétaires. Autant d'hypothèses, évidemment fragiles, qu'il faut calibrer et intégrer dans la construction des scénarios de référence.

Les simulations permettent de conclure à un gain en croissance pour les pays qui ont dévalué. Elles expliquent le faible regain d'inflation par des comportements inhabituels : rigueur salariale marquée, dépression particulièrement forte de la demande interne, tassement de l'emploi. Avec des gains de compétitivité durables, les pays qui ont dévalué ont pu résorber jusqu'en 1995 une partie de leurs déséquilibres internes et externes accumulés notamment de 1987 à 1991, années où les parités sont restées quasiment fixes en Europe. L'Italie

1. Philippine Cour est économiste au CEPII (E-mail : COUR@CEPII.FR) ; Henri Delessy est économiste senior au CEPII, responsable du modèle MIMOSA (E-mail : DBLESSY@CEPII.FR) ; Frédéric Lerais est économiste au département d'économétrie à l'OFCE ; Henri Sterdyniak est directeur adjoint du département d'économétrie de l'OFCE, responsable du modèle MIMOSA.

a gagné des parts de marché à l'exportation, rétabli ses comptes extérieurs et réduit son déficit public. Avec une dépréciation bien moindre, les entreprises du Royaume-Uni ont restauré leurs profits par un redres-

sement des marges à l'exportation. Le coût en croissance pour les pays partenaires, en particulier pour la France et l'Allemagne, est réel mais relativement faible, environ 0,2 point par an, de 1992 à 1995.

Depuis septembre 1992, les devises faibles du SME (livre britannique, lire, peseta, escudo) et trois monnaies du nord de l'Europe (couronne suédoise, couronne norvégienne, mark finlandais) ont connu des dépréciations de grande ampleur, qui ont généralement excédé les écarts d'inflation cumulés depuis les précédents réalignements dans le SME, ou depuis l'entrée de nouvelles devises dans ce système. Pour l'Italie et le Royaume-Uni en particulier, ces dépréciations monétaires semblent jusqu'ici avoir stimulé la croissance ou amélioré le solde extérieur, sans avoir eu les effets inflationnistes redoutés. Deux questions se posent alors : dans quelle mesure ces dépréciations ont-elles amélioré la situation des pays en cause ? Cette amélioration s'est-elle opérée aux dépens des pays partenaires ? Pour apporter une réponse, nous utilisons le modèle macro-économique multinational MIMOSA.

L'exercice, ardu, impose d'imaginer un (ou des) scénarios de référence sans crise du SME : comment auraient évolué les taux de change, les taux d'intérêt et les politiques budgétaires en Europe si cette crise n'avait pas eu lieu ? Il amène aussi à se demander si, dans les pays qui ont dévalué, l'ambiance de crise qui a accompagné les dépréciations n'a pas, temporairement, altéré des comportements comme la fixation des salaires et des prix, la consommation, l'investissement, l'emploi ou les échanges extérieurs. Notamment, une modération salariale inhabituelle et, en Italie, Espagne et Suède, une chute profonde de l'emploi en 1992-1993, contribuent à expliquer le très faible effet inflationniste des dépréciations à court terme. Ces chocs n'ont pas nécessairement pour cause les dépréciations elles-mêmes, car ils sont aussi liés au contexte de récession des années 1992-93 ; mais ils ont contribué à en modifier les effets et ils doivent être pris en compte dans l'évaluation des turbulences monétaires en Europe.

Plusieurs travaux ont déjà été publiés sur ce thème, avec une méthodologie et des résultats plus ou moins différents (Commission européenne, 1995 ; Hughes Hallet & Wren-Lewis, 1995a et b ; Locarno & Rossi, 1995 ; Leroy, 1995 ; Villa, 1995). L'étude de la Commission est principalement sectorielle et ne tient pas compte de l'effet des modifications de parité sur les comportements internes. Elle conclut néanmoins que les mouvements de parité ont eu un impact négatif sur l'activité dans l'UE, ce qui repose à la fois sur l'hypothèse selon laquelle ils auraient détérioré la confiance des entreprises et des ménages en Europe et sur la baisse du dollar par rapport aux monnaies européennes, dont le lien avec la crise du SME n'est cependant pas explicite. L'étude de Villa met l'accent sur les gains de productivité du travail dans les pays qui ont dévalué, gains qui ont réduit l'impact inflationniste de la dépréciation, mais également son effet sur l'emploi. Locarno et Rossi insistent, dans le cas de l'Italie, sur la baisse de la demande interne pour expliquer que la dépréciation de la lire ait eu peu d'effets inflation-

nistes et ait fortement amélioré le solde commercial ; toutefois, cette approche ne tient pas compte de la politique budgétaire restrictive menée en Italie mais intègre une forte hausse du taux d'épargne des ménages en 1992 et 1993, attribuée à une crise de confiance. Au contraire, selon notre étude, la baisse du taux d'épargne en Italie (18,2 % en 1991, 15,8 % en 1993, 13,6 % en 1995) s'explique par la réduction de la croissance du revenu due à la hausse de la fiscalité.

Selon l'étude de Hughes Hallet et Wren-Lewis sur le Royaume-Uni, l'impact principal de la dépréciation de la livre passerait par l'effet des taux d'intérêt réels sur la consommation privée : la baisse des taux aurait incité les ménages à augmenter fortement leur consommation en 1993 (de 4,4 %), ce qui aurait permis une vive hausse du PIB (4,8 % en 1993) et entraîné une poussée d'inflation (5 % en 1993). Selon nos estimations, l'impact du taux d'intérêt réel est beaucoup plus faible ; aussi l'effet de relance de la dévaluation est-il plus limité. Remarquons que le taux d'épargne des ménages britanniques n'a fléchi que de 12,2 % en 1992 à 11,4 en 1993 ; la forte chute alléguée par Hughes Hallet et Wren-Lewis n'est guère observable. De même, le taux d'inflation n'est que de 3,5 % en 1993 (contre 4,7 % en 1992).

Cet article adopte une approche plus globale, que permet l'utilisation d'un modèle multinational. Il comporte trois parties. La première décrit les évolutions économiques notables après la crise du SME dans les pays qui ont dévalué. Les problèmes de méthode et les choix pour établir les scénarios de référence sont ensuite exposés. Les parties suivantes présentent deux simulations de la crise du SME. Ces simulations diffèrent par le scénario de référence choisi. Dans un premier scénario (partie 2), appelé « pas de crise du SME, pas de réalignement », les taux de change nominaux en Europe sont maintenus fixes à leur niveau de 1991 ; ce scénario extrapole ainsi le « nouveau SME » des années 1987-91, caractérisé par l'ancrage nominal de la quasi-totalité des monnaies européennes au mark. Un deuxième scénario (partie 3), appelé « pas de crise du SME, réalignement en 1992 », suppose qu'un réalignement des parités serait intervenu en 1992, conforme à ceux pratiqués de 1983 à 1987 ; les taux de change des devises faibles auraient été dévalués de sorte que les pertes de compétitivité-prix des pays les plus inflationnistes auraient en partie été effacées.

Evaluer la crise du SME : comment refaire l'histoire ?

Rappelons les principales évolutions économiques entre 1992 et 1995 dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée. Nous nous limitons ici à l'Italie, au Royaume-Uni et à l'Espagne, que nous comparons à la France.

L'Italie, le Royaume-Uni et l'Espagne depuis la crise du SME : un coup d'œil rétrospectif

UNE FORTE DÉPRÉCIATION DE LA LIRE. De 1991 à 1995, c'est pour la lire que la dépréciation vis-à-vis du mark a été la plus forte (52 %), contre 39 %

pour la peseta, 29 % pour la livre et 2,5 % seulement pour le franc² (GRAPHIQUES 1 et 1 bis). Dans le cas de la livre et surtout de la lire, cette dépréciation a plus qu'effacé les pertes de compétitivité-prix antérieurement subies vis-à-vis du « noyau dur » du SME³ (voir infra). Le contraste est frappant avec la période 1987-91 où, en dépit d'une inflation bien supérieure à celle de la France (GRAPHIQUE 6), la lire et la livre sont quasiment stables en moyenne, tandis que la peseta s'apprécie.

UNE BAISSÉ MARQUÉE, MAIS TEMPORAIRE, DU TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME ANGLAIS. Après la sortie de la livre du SME, le taux d'intérêt à court terme a connu une baisse temporaire mais marquée en Angleterre. Le taux court anglais est même passé en dessous du taux allemand en 1993 (GRAPHIQUE 2). *A contrario*, les tentatives de défense de la lire ont accru l'écart en 1992 pour le taux italien. En moyenne annuelle, l'écart au taux court allemand a un peu augmenté par rapport à 1991 (France, Italie) ou est resté stable (Espagne).

Les taux longs n'offrent pas de particularité depuis 1991 (GRAPHIQUE 3) : les écarts au taux long allemand pour les trois pays dont la monnaie s'est dépréciée sont assez stables en moyenne, par rapport à 1991 comme par rapport à la France.

UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE FORTEMENT RESTRICTIVE EN ITALIE. Les politiques budgétaires sont beaucoup plus contrastées. Le solde public structurel primaire⁴ enregistre une amélioration très forte en Italie et marquée en Espagne – où il s'était fortement dégradé depuis 1987 (GRAPHIQUE 4). En France, il montre au contraire une dégradation limitée par rapport à 1991. Au Royaume-Uni enfin, on note une forte dégradation du solde structurel en 1992, une nouvelle détérioration en 1993 suivie d'une amélioration rapide.

DES PERFORMANCES DE CROISSANCE VOISINES EN FRANCE, ITALIE ET ESPAGNE. Au Royaume-Uni, les performances de croissance ont été nettement meilleures en 1993-94 qu'en Europe continentale, mais après une récession plus profonde et plus précoce (GRAPHIQUE 5). Elles ont été proches dans les trois autres pays sur la période 1992-95, en dépit des politiques budgétaires restrictives de l'Italie et de l'Espagne.

UNE INFLATION REMARQUABLEMENT MODÉRÉE DANS LES PAYS QUI ONT DÉVALUÉ. Les trois pays dont la devise s'est dépréciée ont enregistré jusqu'en 1995 une inflation remarquablement modérée (GRAPHIQUE 6) ; ils ont même connu une désinflation jusqu'en 1994. La hausse des coûts salariaux unitaires ne s'est pas accélérée, car l'augmentation des salaires par tête a été particulièrement faible, et les gains de productivité ont été très élevés (GRAPHIQUE 6bis) ; l'emploi a profondément chuté en Italie et en Espagne en 1993. Jusqu'en 1995 tout au moins, les pays qui ont dévalué ont donc sauvé une grande part de l'avantage compétitif procuré par la dépréciation du change.

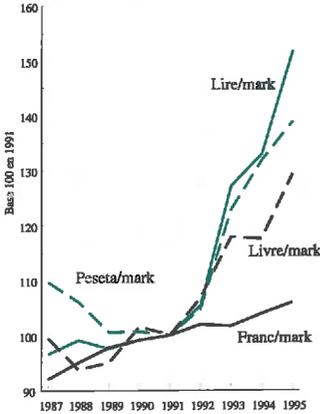
2. Les dépréciations sont calculées selon la convention suivante : on mesure l'accroissement en % du nombre d'unités monétaires pour 1 mark entre 1991 et 1995.

3. Allemagne, Belgique-Luxembourg, Danemark, France, Pays-Bas.

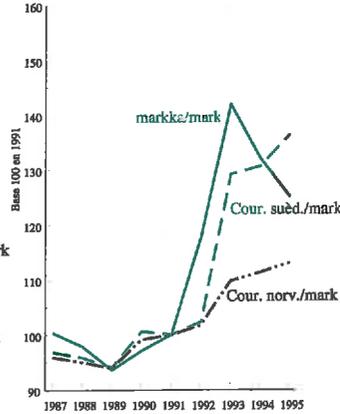
4. Nous retenons ici comme indicateur de la politique budgétaire discrétionnaire le solde public dit structurel primaire calculé par l'OCDE, c'est-à-dire le solde hors charges de la dette qui serait observé si le PIB était à son niveau potentiel.

GRAPHIQUE 1 à 3

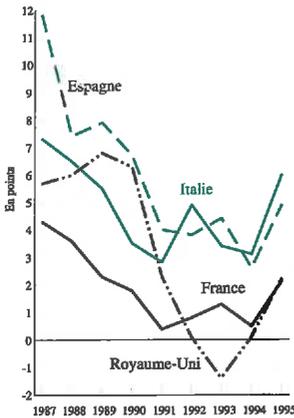
1. Taux de change par rapport au mark



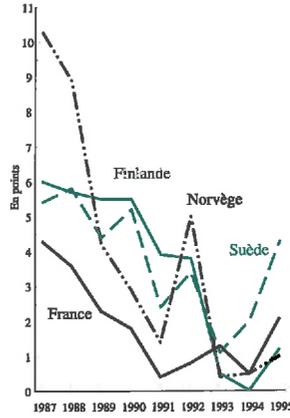
1 bis. Taux de change par rapport au mark



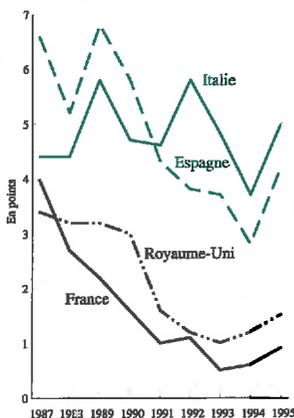
2. Ecart de taux court par rapport à l'Allemagne



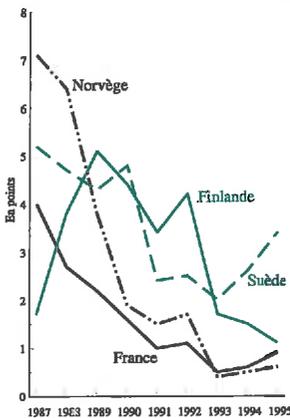
2 bis. Ecart de taux court par rapport à l'Allemagne



3. Ecart de taux long par rapport à l'Allemagne



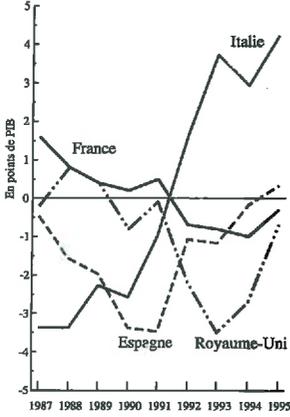
3 bis. Ecart de taux long par rapport à l'Allemagne



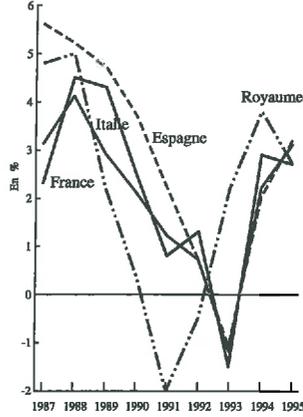
Source : OCDE, calculs des auteurs.

GRAPHIQUE 4 à 8

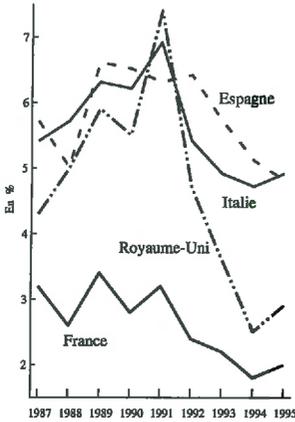
4. Solde public structurel primaire



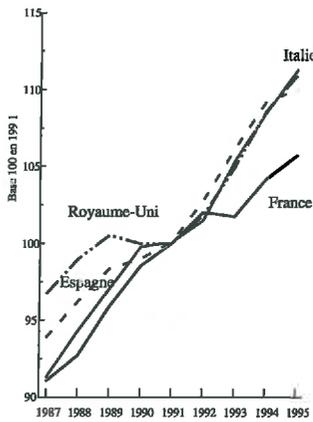
5. Taux de croissance du PIB



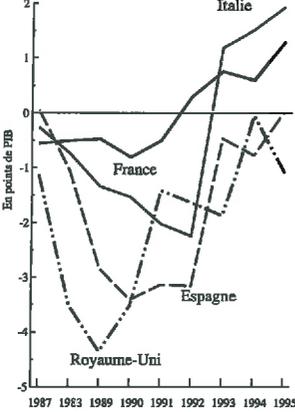
6. Taux d'inflation (prix de la consommation privée)



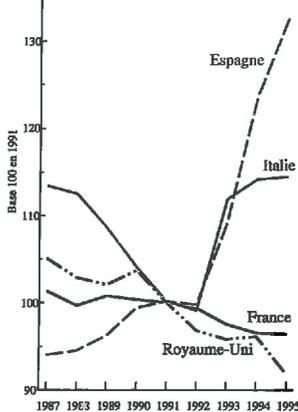
6 bis. Indice de productivité par tête tous secteurs



7. Solde courant



8. Performance* à l'exportation, biens manufacturés

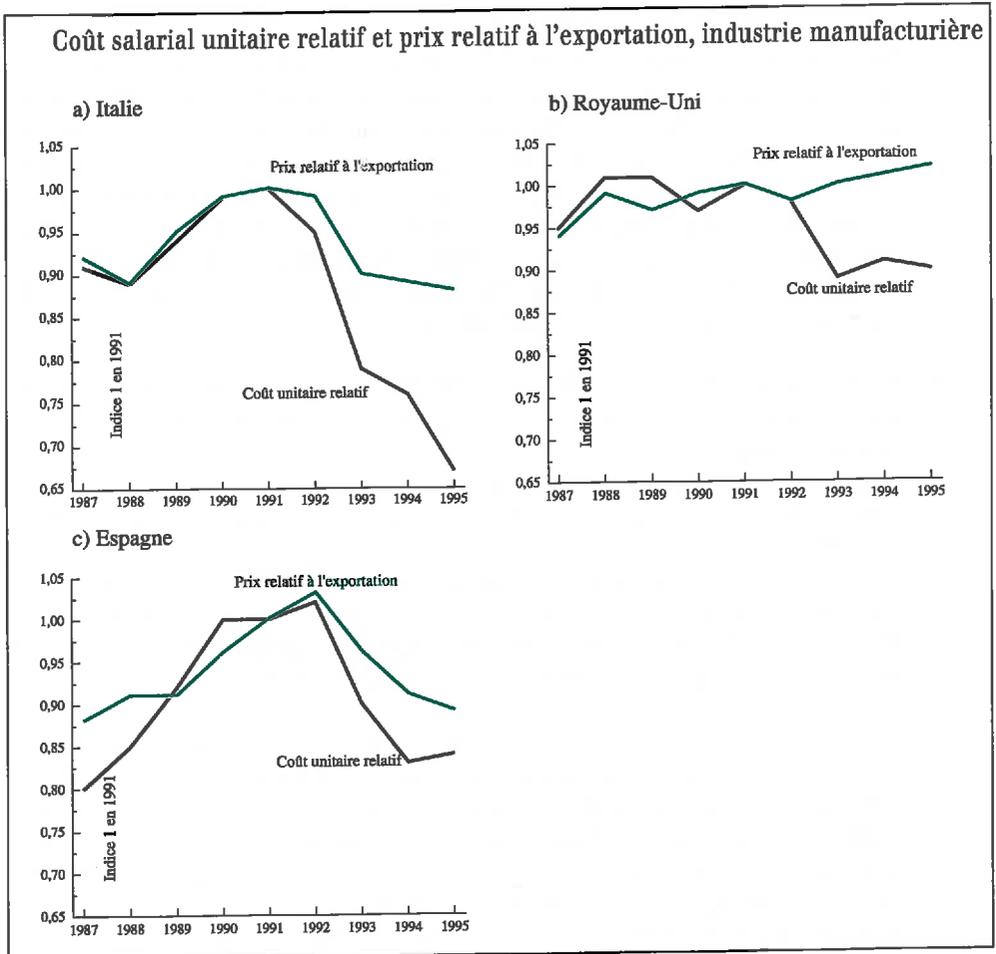


* Exportations/marché à l'exportation

UN NET REDRESSEMENT DES COMPTES EXTÉRIEURS EN ITALIE ET EN ESPAGNE. Signe d'une compétitivité détériorée, les trois pays qui ont dévalué connaissaient avant la crise des comptes extérieurs fortement dégradés. Depuis 1992, le solde courant s'est remarquablement redressé en Italie et en Espagne, tandis qu'au Royaume-Uni, l'amélioration est très limitée (GRAPHIQUE 7). Le solde courant français s'est également amélioré en dépit de la dépréciation des devises faibles. En volume, les exportations espagnoles et italiennes ont fortement augmenté en 1993-94, tandis que les importations ont chuté en 1993.

UNE HAUSSE DES PARTS DE MARCHÉ À L'EXPORTATION POUR L'ITALIE ET L'ESPAGNE. L'examen de la performance à l'exportation⁵ pour les produits manufacturés, calculée par l'OCDE, montre des gains importants de parts de marché pour l'Italie et l'Espagne (GRAPHIQUE 8). Par contre, les parts de marché ont légèrement reculé pour la France et, curieusement, elles auraient poursuivi leur déclin d'avant-crise pour le Royaume-Uni.

GRAPHIQUE 9



Source : OCDE.

5. La performance à l'exportation est mesurée par le rapport des exportations à la demande étrangère (source : OCDE).

UN ACCROISSEMENT DES MARGES BÉNÉFICIAIRES POUR LES EXPORTATEURS DES PAYS QUI ONT DÉVALUÉ. Enfin, d'après les indicateurs de taux de change effectif réel calculés par l'OCDE, pour les pays qui ont dévalué, la compétitivité-prix mesurée avec les prix à l'exportation s'est beaucoup moins améliorée que celle mesurée avec les coûts salariaux unitaires (GRAPHIQUE 9). Les exportateurs de ces pays ont donc mis à profit la dépréciation pour accroître (ou reconstituer) leurs marges bénéficiaires.

Au total, les dépréciations monétaires semblent avoir eu peu d'effets inflationnistes jusqu'en 1995 dans les trois pays qui ont dévalué car elles se sont accompagnées de forts gains de productivité, d'une modération salariale marquée ou de mesures budgétaires restrictives. Les gains de compétitivité ont donc pu être exploités pour redresser les comptes extérieurs et les profits, et soutenir la croissance. Une estimation quantitative à l'aide d'un modèle est cependant nécessaire pour confirmer et préciser ce diagnostic tiré de la simple observation.

Deux scénarios sans crise du SME

SIMULER LA CRISE DU SME : QUELLE MÉTHODE ? Evaluer les effets de la crise du SME suppose de construire un scénario de référence qui décrit ce qu'aurait été l'évolution économique sans la crise. Pour cela, il faut établir des hypothèses pour les taux de change, les taux d'intérêt, les politiques budgétaires et les comportements des agents privés, en l'absence de crise. Ce scénario est ensuite simulé à l'aide du modèle MIMOSA et comparé aux évolutions observées. Les écarts obtenus sont par construction attribués à la crise du SME. L'évaluation des effets de cette crise dépend donc des hypothèses du scénario de référence et des propriétés du modèle utilisé.

DEUX SCÉNARIOS : « NOUVEAU SME » CONTRE RÉALIGNEMENT. Un tel exercice comporte une part d'arbitraire. Aussi, deux scénarios sont ici distingués et simulés :

- un scénario extrapolant ce qu'on avait appelé le « nouveau SME » des années 1987-91 (Giavazzi & Spaventa, 1990)), où les parités restent fixées à leur niveau de 1991 ;
- un scénario de réalignement des taux pivots dans le SME en 1992, suivi d'une stabilité des parités jusqu'en 1995 ; ce scénario suppose aussi une dévaluation des trois devises d'Europe du Nord, qui, sans appartenir formellement au mécanisme de change européen, étaient ancrées sur l'écu depuis 1990-91.

Compte tenu des pertes de compétitivité-prix accumulées avant la crise par plusieurs pays, le deuxième scénario peut sembler plus réaliste. Toutefois, depuis 1987, une politique d'ancrage nominal au mark, caractéristique du « nouveau SME », était appliquée d'abord parce qu'elle semblait le moyen le plus sûr et le moins coûteux d'une désinflation rapide, ensuite parce qu'elle semblait mieux garantir le passage à la monnaie unique. Le Royaume-Uni s'était rallié à cette stratégie en faisant entrer la livre dans le SME en octobre 1990.

Les alternatives à la crise du SME ne se limitent pas à ces deux scénarios. Elles sont multiples et *a priori* indéterminées. Pour chaque pays dont le taux de

change s'est déprécié, se posent en effet cinq questions. Si la monnaie ne s'était pas dépréciée en 1992-93, se serait-elle dépréciée plus tard, en raison d'une inflation excessive et des pertes de compétitivité subies avant et après 1992 ? Ou bien une désinflation acquise au prix d'un chômage élevé et d'une politique économique restrictive aurait-elle assuré durablement la fixité de la parité nominale avec le mark ? Cette politique de désinflation et de stabilité du taux de change nominal aurait-elle été jugée crédible par les marchés, compte tenu de son coût en activité et en chômage ? Quels auraient été alors les taux d'intérêt et la politique économique nécessaires pour assurer la stabilité du change, compte tenu des anticipations des marchés ? Enfin, en quoi les inflexions de politique économique observées depuis 1992 peuvent-elles être attribuées à la crise du SME ?

Les réponses à ces questions déterminent l'évolution du change, des taux d'intérêt et aussi de la politique budgétaire dans les scénarios sans crise du SME. Leur combinaison pour les différents pays conduit à de multiples scénarios. En outre, à cause des fortes interactions économiques en Europe, les réponses pour chaque pays ne sont pas indépendantes.

Par ailleurs, elles sont conditionnées par la situation économique qui aurait alors prévalu : une politique de fixité du change nominal est plus crédible si la croissance économique est suffisamment soutenue et si les taux d'intérêt allemands ne sont pas trop élevés. C'est d'ailleurs l'une des principales leçons de la crise du SME. Le scénario dépend donc de ses propres effets. Et à tout moment aurait pu s'opérer une bifurcation d'un scénario à un autre, en fonction des évolutions économiques observées ou anticipées par les marchés.

La logique exigerait des scénarios cohérents avec les simulations du modèle, notamment pour les taux d'intérêt et les changes pour lesquels les anticipations sont essentielles. Mais des scénarios cohérents avec les simulations du modèle n'auraient guère de chances de l'être avec les anticipations des marchés. En particulier, les simulations d'un modèle ne permettent pas d'évaluer les probabilités de scénarios alternatifs, non réalisés, mais que les marchés envisagent. L'examen des écarts de taux d'intérêt sur les devises faibles montre qu'après la crise les marchés ont très diversement réagi selon les monnaies, et qu'ils ont parfois révisé leurs anticipations (comparer par exemple l'écart de taux court au taux allemand pour l'Italie (GRAPHIQUE 2), la Finlande et la Suède (GRAPHIQUE 2bis)). La comparaison des écarts de taux à leur niveau de 1991 — avant la crise du SME — donne une indication, évidemment fragile, sur la crédibilité des politiques économiques et sur les anticipations des marchés avant et après la dépréciation. Ainsi la baisse durable de l'écart de taux à long terme sur le mark finlandais et la couronne norvégienne après 1992 (GRAPHIQUE 3bis) signifie à la fois que la dépréciation était attendue par les marchés et que les perspectives économiques de la Finlande et de la Norvège sont jugées assez favorablement.

Devant la diversité et la fragilité des scénarios imaginables, nous nous en sommes tenus aux deux scénarios cités en préambule, « calibrés » avec des hypothèses simples, décrites dans les parties 2 et 3 ci-après.

Un premier scénario : pas de crise, pas de réalignement

Les hypothèses de ce scénario

Elles sont résumées dans le tableau 1.

DES PARITÉS FIXES DE 1991 À 1995. Dans ce scénario, les taux de change des monnaies qui se sont fortement dépréciées depuis 1992 (lire, livres anglaise et irlandaise, peseta, escudo, drachme, mark finlandais, couronnes suédoise et norvégienne) sont maintenus à leur niveau de 1991 par rapport au mark. Par rapport à cette référence, la dépréciation a été particulièrement forte pour la lire (52 % en 1995), la drachme (41 %), la peseta (39 %) et la couronne suédoise (36 %) (GRAPHIQUES 1 et 1bis, TABLEAU 1). Par ailleurs, les parités dollar-mark et yen-mark sont supposées inchangées.

DES ÉCARTS DE TAUX D'INTÉRÊT STABLES. Les taux d'intérêt des pays qui ont dévalué sont modifiés *ex ante* sous l'hypothèse suivante (TABLEAU 1) : sans la crise du SME, les écarts de taux d'intérêt nominaux entre les devises faibles et le mark seraient restés à leur niveau de 1991. La variation des écarts de taux observée depuis lors est donc imputée aux dépréciations monétaires et aux éventuelles politiques d'accompagnement (GRAPHIQUES 2, 2bis, 3 et 3bis ; TABLEAU 1). La référence à 1991 peut évidemment être discutée : sans la crise, les pays dont la convergence était jugée crédible par les marchés auraient bénéficié d'une baisse de leur prime de risque ; tandis que les autres l'auraient vue augmenter parce que des pertes croissantes de compétitivité auraient été jugées non soutenables par les marchés. La référence à l'année 1991 est donc une hypothèse conservatrice mais valable « en moyenne ».

Sous cette hypothèse, la crise du SME aurait conduit à une forte baisse des écarts de taux courts en Finlande et au Royaume-Uni, à une baisse modérée en Norvège, à une montée en Italie et à des effets non significatifs (Espagne) ou de sens alternés (Suède). S'agissant des taux longs, la Finlande et la Norvège auraient bénéficié d'une baisse de la prime de risque vis-à-vis de l'Allemagne ; ailleurs les écarts de taux d'intérêt avec l'Allemagne auraient varié faiblement et de manière ambiguë.

DES TAUX D'INTÉRÊT ALLEMANDS PLUS ÉLEVÉS. Si les parités étaient restées fixes en Europe, les taux d'intérêt allemands auraient sans doute été plus élevés. En effet, la dépréciation des devises faibles a réduit l'inflation et freiné la croissance en Allemagne, donc entraîné une baisse des taux d'intérêt allemands. Dans le scénario de référence, et par rapport à leur niveau observé, les taux d'intérêt allemands sont relevés selon les règles suivantes : le taux court monte de 1,5 point si l'inflation est plus forte d'un point, et de 0,5 point si le niveau du PIB est augmenté de 1 % ; le taux long, déterminé par les anticipations de la politique monétaire future, varie comme la moyenne du taux court présent et

TABLEAU 1

Les effets de la crise du SME en Europe de 1992 à 1995 : principales hypothèses*
Scénario de référence n° 1 : « pas de crise du SME, pas de réalignement »

Ecartis ex ante au scénario « pas de crise du SME, pas de réalignement »

	1992	1993	1994	1995
TAUX DE CHANGE (en %) (1)				
Lire/mark	5,6	27,0	33,0	51,7
Livre/mark	6,7	17,8	17,9	29,2
Peseta/mark	4,8	22,3	31,8	38,9
Escudo/mark	-0,8	11,7	17,5	20,3
« UE Sud »/mark (2)	4,8	21,6	29,8	36,2
Mark finlandais/mark	18,1	42,1	32,0	25,3
Couronne norvégienne/mark	1,8	9,8	11,3	13,1
Couronne suédoise/mark	2,4	29,0	30,6	36,3
« Nouveaux UE »/mark (3)	4,3	19,1	18,0	19,0
TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME (en points)				
Italie	2,0	0,5	0,5	3,0
Royaume-Uni	-2,0	-4,0	-2,0	0
Espagne	0	0,5	-1,0	1,0
« UE Sud » (2)	0	0,4	-0,8	0,7
Finlande	0	-3,0	-4,0	-2,5
Norvège	3,5	-1,0	-1,0	-0,5
Suède	1,0	-1,0	0	2,0
« Nouveaux UE »(3)	0,9	-1,0	-0,9	0,1
TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME (en points)				
Italie	0,5	0	-0,5	0
Royaume-Uni	-0,3	-0,5	0	0
Espagne	-0,5	-0,5	-1,0	0
« UE Sud » (2)	-0,4	-0,4	-0,8	0,1
Finlande	0,8	-2,5	-2,0	-2,0
Norvège	0	-1,0	-1,0	-1,0
Suède	0	-0,5	0	1,0
« Nouveaux UE » (3)	0,1	-0,8	-0,5	0,2
SOLDE PUBLIC STRUCTUREL PRIMAIRE (en % du PIB)				
Italie	-1,0	-2,0	-1,0	-1,0

* AUTRES HYPOTHÈSES

Modération salariale (Italie, Royaume-Uni) ; emploi réduit (Italie, Espagne) ; investissement réduit (Italie, Royaume-Uni) ; comportement de marge renforcé dans les prix à l'importation (Italie).

(1) Un chiffre positif indique une dépréciation de la devise par rapport au mark.

(2) « UE Sud » : Espagne, Grèce, Irlande, Portugal.

(3) « Nouveaux UE » : Autriche, Finlande, Suède et Norvège.

des taux courts (parfaitement anticipés) des quatre années futures. Quant aux autres pays européens, leurs taux d'intérêt sont relevés du même montant que les taux allemands, en raison de la fixité des parités. Les pays qui ont dévalué subissent donc eux aussi des taux d'intérêt plus élevés puisque, par hypothèse, leur taux de change nominal est fixe vis-à-vis du mark dans le scénario de référence ⁶.

UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE MOINS RESTRICTIVE EN ITALIE. Sans la crise du SME, les politiques budgétaires dans les pays à devises faibles auraient sans doute été différentes : profitant du choc politique et de l'effet expansionniste de la dévaluation, souvent en butte à la défiance des marchés, plusieurs pays ont pris des mesures restrictives. Même si l'austérité budgétaire y a commencé bien avant la crise, l'Italie, avec le plan de rigueur du premier ministre Amato adopté par le Parlement fin septembre 1992 et la *Loi de délégation* ⁷ votée en octobre, a probablement accentué ses efforts. La forte dépréciation de la lire a rendu l'ajustement budgétaire plus supportable, donc plus facile à mettre en œuvre. Nous avons fixé le surcroît de rigueur budgétaire permis par la dévaluation en Italie à 2 points de PIB en 1993 puis à 1 point de PIB en 1994 et 1995 (GRAPHIQUE 4) ⁸. En conséquence, dans le scénario de référence, la politique budgétaire italienne est moins restrictive de 1993 à 1995 que celle qui fut appliquée.

UNE MODIFICATION DANS CERTAINS COMPORTEMENTS DES AGENTS PRIVÉS. Certains comportements des agents privés semblent avoir été modifiés ou altérés par la crise du SME, comme l'atteste l'ampleur des variables d'écart ⁹ sur les équations correspondantes. Une crise de confiance a été observée dans certains pays qui ont dévalué (Villa, *op. cit.* ; Locarno & Rossi, *op. cit.*) ; la demande intérieure y a été fortement déprimée. Par ailleurs, la hausse des salaires a été très faible, au regard des anticipations inflationnistes que devait susciter l'ampleur des dévaluations. Au contraire, dans le scénario de référence, les comportements des agents privés sont supposés obéir à leurs déterminants habituels tels que les décrivent les équations du modèle.

La croissance des salaires a été maîtrisée en Italie et au Royaume-Uni. L'examen des variables d'écart sur l'équation de salaires montre que la croissance des salaires a été anormalement basse en Italie et au Royaume-Uni de 1992 à 1995. Ce n'est pas surprenant pour l'Italie, puisque la *Scala mobile*, le mécanisme d'indexation à l'italienne des salaires aux prix, a été officiellement abandonnée en juillet 1992. En revanche, dans le cas britannique, aucune politique des revenus ne peut être invoquée. Quoi qu'il en soit, nous avons considéré que la dépréciation de la lire et de la livre se sont accompagnées d'une modération salariale marquée et que la valeur des variables d'écart négatives sur les équations de salaires permettait d'en mesurer l'ampleur.

6. Pour ces pays, ce relèvement général des taux en Europe se combine aux hypothèses sur leurs taux d'intérêt décrites au § « Des écarts de taux d'intérêts stables ».

7. Par cette loi, le Parlement italien a délégué au gouvernement Amato des pouvoirs spéciaux pour réduire les dépenses dans quatre domaines : santé, pensions, finances locales, rémunérations des employés du secteur public.

8. Cette inflexion de la politique budgétaire est simulée en ajustant les impôts directs des ménages.

9. C'est-à-dire le choc exogène qu'il faut ajouter à l'équation pour qu'elle reproduise les observations.

L'emploi a été anormalement faible en Italie et en Europe du Sud. De même, l'examen des équations d'emploi montre que les effectifs employés sont anormalement faibles en Italie et en Europe du Sud de 1992 à 1995. Malgré l'amélioration des perspectives de rentabilité ouvertes par la dévaluation, les entreprises des pays à devises faibles ont réalisé des gains de productivité ou fait preuve en matière d'embauche d'un attentisme peu habituel. Nous avons attribué à la crise du SME les variables d'écart négatives sur les équations d'emploi.

L'investissement a été déprimé en Italie et au Royaume-Uni. Le constat et les hypothèses sont similaires aux précédents pour l'investissement en Italie et au Royaume-Uni : la chute de l'investissement productif privé a été profonde en Italie (-19 % en 1993 contre -7 % en France alors que le recul du PIB varie de 1,2 à 1,5 % entre les deux pays) ; le redémarrage de l'investissement a été lent et très modéré au Royaume-Uni malgré la reprise de 1992-93.

Les importateurs ont comprimé leurs marges en Italie. Une dépréciation du taux de change peut être exploitée diversement par les exportateurs du pays concerné. Si ces derniers ne modifient pas leur prix d'exportation en monnaie nationale, la dépréciation monétaire est intégralement répercutée dans une baisse du prix des exportations en monnaie internationale ; elle assure ainsi aux exportateurs un gain maximal de compétitivité-prix et de parts de marché à l'étranger. Mais les exportateurs peuvent préférer relever leurs prix en monnaie nationale, et accroître leurs marges bénéficiaires ; les gains de compétitivité potentiels sont alors convertis en profits ; ce comportement leur permet de restaurer leurs marges bénéficiaires qui ont pu être érodées dans la période où leur pays souffrait d'un taux de change surévalué. Selon l'OCDE (1995), en 1993-1995, les exportateurs anglais auraient relevé leur prix d'un montant voisin de la dépréciation du taux de change effectif de la livre, de sorte qu'ils n'auraient pas enregistré de gain de compétitivité-prix, donc de gain de parts de marché. Quant aux exportateurs italiens, ils auraient partagé l'avantage de la dépréciation de la lire à parts à peu près égales entre gains de compétitivité et hausses de profit. Un arbitrage analogue est effectué par les entreprises étrangères, pour les exportations à destination des pays dont la monnaie s'est dévaluée. Mais il s'agit cette fois de partager la perte due à la dépréciation monétaire entre parts de marché et resserrement des marges.

L'examen des équations de prix d'échanges de produits manufacturés révèle un comportement de marge inhabituel sur le prix des importations italiennes. Les fournisseurs du marché italien ont anormalement réduit leurs marges, en amputant la hausse du prix des importations d'environ 5 % en 1993. En revanche, les équations semblent retracer convenablement le comportement des exportateurs italiens et britanniques, qui ont profité de la dépréciation pour augmenter leurs marges, mais préservé selon nous entre un tiers et la moitié du gain de compétitivité procuré par la dévaluation.

Enfin, on ne note pas de choc sur les équations de prix des pays qui ont dévalué, c'est-à-dire ni sur les prix domestiques ni sur la consommation des ménages. Et si le taux d'épargne apparaît très élevé au Royaume-Uni de 1992 à 1995, c'est un phénomène que l'on observe également en France.

Les enseignements de la simulation « pas de crise, pas de réalignement »

Selon cette première simulation, la crise du SME a un effet expansionniste et inflationniste pour les pays européens qui dévaluent (Italie, Royaume-Uni, « UE Sud » et « Nouveaux UE ») ; elle améliore leur solde public et, à terme, leur solde courant (TABLEAU 2). Les effets sont symétriques pour les pays qui ne dévaluent pas. En outre, l'Europe bénéficie d'une baisse des taux d'intérêt courts et longs provoquée par la baisse de l'activité et le recul de l'inflation en Allemagne. D'après la simulation, les dépréciations des monnaies faibles auraient permis de réduire les taux courts allemands (de 0,7 point en moyenne, de 1992 à 1995) et les taux longs (de 1 point).

UNE BAISSÉ MODÉRÉE DE LA CROISSANCE EN FRANCE ET EN ALLEMAGNE. L'effet de relance est fort et durable en Italie car la dépréciation de la lire est considérable et continue de 1992 à 1995. Il est toutefois limité par le surcroît de rigueur budgétaire, qui, en 1993, réduit le PIB, et par la chute exogène de l'investissement. L'effet de relance est plus faible au Royaume-Uni car la dépréciation de la livre est moitié moindre. A l'inverse, le PIB est réduit pour l'Allemagne et la France, dont le taux de change effectif s'apprécie ; l'effet est cependant modéré : la croissance du PIB est diminuée de 0,2-0,3 point par an de 1992 à 1995, le coût en emploi est un peu inférieur. Les pays qui ne dévaluent pas perdent en compétitivité, mais bénéficient de la baisse des taux d'intérêt. Le PIB de l'Allemagne est plus touché que celui de la France car, selon le modèle MIMOSA, les entreprises allemandes réduisent moins leurs marges bénéficiaires que les entreprises françaises lorsque leur compétitivité-prix se dégrade *ex ante*. Elles préservent ainsi leurs profits mais en conséquence l'Allemagne subit des pertes plus importantes que la France sur ses échanges extérieurs en volume.

UNE FAIBLE INFLATION EN ITALIE ET AU ROYAUME-UNI. L'inflation augmente légèrement dans les pays qui dévaluent, du fait de la hausse des prix d'importation et de la relance de l'activité. En moyenne annuelle, elle est accrue de 0,5 point en Italie de 1992 à 1995, de 0,25 point au Royaume-Uni.

A court terme, l'inflation est limitée par la modération salariale et, en Italie, par la restriction budgétaire, la compression des marges des entreprises importatrices et les gains de productivité qui résultent de nos hypothèses sur l'emploi. En 1995 se manifestent de faibles tensions inflationnistes en Italie (1,4 point pour le taux d'inflation). Celles-ci paraissent proches des évolutions observées : entre 1994 et 1995, l'inflation italienne a augmenté de 3,9 à 5,4 %. Ainsi, grâce à l'hypothèse d'une modération salariale marquée et d'un fort attentisme des entreprises quant à l'emploi, notre variante parvient à retracer la modération de l'inflation en Italie et au Royaume-Uni. Enfin, l'effet désinflationniste est sensible en Allemagne (-0,25 point) et, plus encore, en France (-0,5 point), où les entreprises compriment leurs marges.

UNE HAUSSE DES EXPORTATIONS ASSEZ FORTE EN ITALIE, FAIBLE AU ROYAUME-UNI. Les exportations augmentent pour les pays qui dévaluent. Le niveau des exportations est nettement relevé en Italie qui bénéficie

TABLEAU 2

Une évaluation des dépréciations monétaires en Europe de 1992 à 1995

Ecart au scénario de référence n°1 : « pas de crise du SME, pas de réalignement »

		1992	1993	1994	1995
PIB EN VOLUME (1)	Allemagne*	-0,1	-0,7	-1,0	-1,2
	France	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6
	Italie	-0,7	-0,3	0,8	3,0
	Royaume-Uni	0,2	1,0	1,0	0,5
	« UE Sud »	0,5	1,8	2,9	3,5
	« Nouveaux UE »	0,4	2,1	2,4	1,6
	Total UE	-0,1	-0,1	0,0	0,1
EXPORTATIONS EN VOLUME (1)	Allemagne*	-0,6	-2,2	-2,8	-3,3
	France	-0,5	-1,7	-2,3	-2,4
	Italie	1,1	5,2	4,7	5,1
	Royaume-Uni	-0,1	0,4	1,2	1,8
	Total UE	0,1	0,7	1,0	0,8
IMPORTATIONS EN VOLUME (1)	Allemagne*	0,1	0,0	0,2	0,0
	France	-0,3	-0,9	-0,1	-0,1
	Italie	-3,2	-7,7	-8,6	-8,2
	Royaume-Uni	-0,6	-1,7	-3,3	-6,9
	Total UE	-0,2	-0,8	-1,0	-0,8
PRIX DE LA CONSOMMATION (1)	Allemagne*	-0,1	-0,3	-0,6	-1,0
	France	-0,2	-0,7	-1,3	-2,1
	Italie	-0,1	0,3	0,5	1,9
	Royaume-Uni	0,4	1,0	1,1	0,9
	Total UE	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
SOLDE DES ADMINISTRATIONS (2)	Allemagne	0,0	-0,2	-0,4	-0,5
	France	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
	Italie	0,5	1,3	0,6	1,3
	Royaume-Uni	0,1	0,5	0,8	0,9
	Total UE	0,0	0,1	-0,2	0,0
SOLDE COURANT (2)	France	0,0	0,0	-0,5	-0,5
	Italie	0,5	1,8	2,6	1,8
	Royaume-Uni	-0,2	-0,1	0,7	1,3
	Total UE	0,0	0,2	0,2	0,3
	Allemagne*	-0,1	-0,4	-0,7	-1,1
EMPLOI (1)	France	0,0	-0,2	-0,3	-0,4
	Italie	-0,9	-1,4	-1,4	-0,5
	Royaume-Uni	-0,2	0,0	0,6	1,0
	Total UE	0,1	0,4	0,6	0,9
	France	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
TAUX DE MARGE DES ENTREPRISES (3)	Italie	0,6	1,3	1,8	1,6
	Royaume-Uni	0,0	0,9	1,5	1,2
	« Noyau dur »	-0,1	-0,7	-1,0	-1,2
	Italie	1,9	-0,2	-0,5	1,8
	Royaume-Uni	-2,1	-4,7	-3,0	-1,2
TAUX D'INTÉRÊT COURT (3)	« UE Sud »	-0,1	-0,3	-1,8	-0,4
	« Nouveaux UE »	0,8	-1,7	-1,9	-1,0
	« Noyau dur »	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4
	Italie	-0,4	-1,2	-1,8	-1,4
	Royaume-Uni	-1,1	-1,7	-1,3	-1,4
TAUX D'INTÉRÊT LONG (3)	« UE Sud »	-1,3	-1,6	-2,2	-1,4
	« Nouveaux UE »	-0,8	-1,9	-1,9	-1,3

(1) En % ; (2) en points de PIB ; (3) en points ; *Allemagne de l'Ouest ; « UE Sud » : Espagne, Grèce, Irlande, Portugal ; « Nouveaux UE » : Autriche, Finlande, Suède et Norvège .

d'une forte dépréciation, et où la contraction budgétaire puis la baisse des investissements libèrent des capacités de production. Au contraire, les exportations britanniques augmentent faiblement en raison d'une demande interne relativement soutenue et de l'accroissement des marges à l'exportation. La baisse des exportations est plus importante en Allemagne qu'en France en raison de comportements de marges plus accentués dans ce dernier pays.

Les importations chutent en Italie à cause d'une forte sensibilité des importations à la compétitivité et de la contraction de la demande interne. Les pays qui ne dévaluent pas subissent des effets contradictoires sur leurs importations : la perte de compétitivité les pousse à importer plus, tandis que la baisse de la demande intérieure, liée à la perte de débouchés, réduit leurs importations. C'est le premier effet qui domine pour l'Allemagne, et le second pour la France.

Le solde courant s'améliore sensiblement en Italie (de 1,7 point de PIB en moyenne de 1992 à 1995) ; la courbe en J y est masquée par la contraction de la demande intérieure due à la rigueur budgétaire et à la réduction de l'emploi et de l'investissement. En revanche l'amélioration tarde à venir au Royaume-Uni, conformément à la courbe en J. Elle survient en 1994, ce qui correspond bien aux évolutions observées. Inversement, après une amélioration transitoire, le solde courant se dégrade un peu en France et en Allemagne. La dégradation du solde est similaire dans ces deux pays : du fait de la différence dans les comportements de marge des entreprises, les échanges extérieurs en volume sont certes plus détériorés en Allemagne qu'en France, mais, en contrepartie, les termes de l'échange s'y améliorent davantage. Enfin, le solde courant de l'ensemble de l'Union européenne s'accroît légèrement sous l'effet de l'appréciation du taux de change effectif du dollar et du yen.

UN SOLDE PUBLIC AMÉLIORÉ EN ITALIE ET AU ROYAUME-UNI.

Le solde public se redresse dans les pays qui dévaluent en raison des rentrées fiscales dues à la vigueur de l'activité tandis que les taux d'intérêt baissent à partir de 1993, grâce à l'assouplissement de la politique monétaire allemande. En outre, en Italie, le solde des administrations s'améliore du fait des mesures budgétaires restrictives. En 1995, le solde public est plus élevé de 1,3 point de PIB en Italie et de 0,9 point au Royaume-Uni. Le Royaume-Uni et surtout l'Italie bénéficient d'une nette baisse du poids de leur dette publique (respectivement 1,6 et 5,2 points de PIB en 1995). A l'inverse, en Allemagne et en France, le solde public est légèrement dégradé.

UNE VARIANTE DE LA SIMULATION « PAS DE CRISE, PAS DE RÉALIGNEMENT ». Enfin, nous avons procédé à une simulation avec les mêmes hypothèses de taux de change et de taux d'intérêt que dans le scénario précédent, mais sans modifier la politique budgétaire italienne ni les comportements des agents économiques privés concernant l'emploi, l'investissement et les salaires.

Sous ces hypothèses, la crise du SME aurait eu un effet encore plus expansionniste en Italie (4,8 % pour le PIB en 1995 au lieu de 3 dans la première simulation) et au Royaume-Uni (0,9 au lieu de 0,5) ; et moins dépressif en France et en Allemagne. Elle aurait entraîné beaucoup plus d'inflation dans les pays qui ont dévalué, avec, en Italie, un impact inflationniste de 2 points en moyenne de 1992

à 1995 contre 0,5 dans la première simulation, et au Royaume-Uni un impact de 1,4 point contre 0,25.

Or, un tel effet inflationniste n'a pas été observé dans les pays qui ont dévalué, ce qui atteste que la crise du SME s'est accompagnée d'une modération inhabituelle de la hausse des prix et des salaires. De même, la croissance économique observée en Italie depuis 1992 ne confirme pas un effet aussi expansionniste de la dépréciation de la lire. Ce constat justifie donc les modifications apportées dans notre première simulation à la politique budgétaire italienne et aux comportements des agents privés.

Un deuxième scénario : pas de crise, mais un réalignement

Le premier scénario supposait une stabilité des taux de change nominaux en Europe de 1991 à 1995. Utilisé comme scénario de référence, il conduit à une estimation maximale des gains de compétitivité des pays qui ont dévalué et, symétriquement, des pertes de leurs partenaires. Il majore probablement l'évaluation des conséquences macroéconomiques des turbulences monétaires. Le deuxième scénario suppose un réalignement des parités au quatrième trimestre de 1992, suivi d'une stabilité des taux de change nominaux.

Un réalignement au quatrième trimestre de 1992

L'examen des réalignements dans le SME de 1983 à 1987 montre que la dépréciation des taux pivots n'a compensé que 50 % au plus de la perte de compétitivité-prix antérieurement accumulée vis-à-vis de l'Allemagne. Selon cette « règle », une dévaluation des devises faibles comprise entre 5 et 15 % est un ordre de grandeur plausible pour un réalignement dans le SME en 1992 (TABLEAU 3, colonne (4)) ; c'est l'hypothèse retenue dans notre deuxième scénario.

Pour établir un scénario de réalignement, il faut juger de la compétitivité des pays concernés. On sait la difficulté de calculer des niveaux de compétitivité. L'usage en la matière est de choisir une période de référence, de définir un ou des indices de compétitivité, puis de calculer leur dérive observée depuis lors.

La période de référence retenue est l'année 1987 ; ce choix peut être justifié ainsi :

- en février 1987 est conclu l'accord du Louvre, qui a permis une relative stabilisation des parités dollar, yen et mark ;
- en janvier 1987, a lieu le dernier réalignement effectué dans le SME avant la crise de 1992 ; s'ouvre ensuite la période du « nouveau SME », c'est-à-dire de parités assez stables en Europe ;
- en 1987, les déséquilibres extérieurs des pays européens sont relativement faibles, par rapport à leur niveau moyen des années quatre-vingt.

La compétitivité est ici mesurée selon deux indices, le déflateur de la consommation privée (très proche de l'indice des prix à la consommation) et le coût

TABLEAU 3

Un réalignement dans le SME au 4^e trimestre de 1992

	En %				
	Écart d'inflation cumulé vis-à-vis du noyau dur 1991/1987 (1)	Variation du taux de change vis-à-vis du mark 1991/1987 (2)	Appréciation réelle vis-à-vis du noyau dur 1991/1987 (3) = (1) - (2)	Réalignement fictif au 4 ^e trimestre 1992 (4) = 0,5 x (3)	Variation du taux de change vis-à-vis du mark 1995/1991 (5)
Lire	15,3	3,6	11,2	5,6	51,7
Livre	13,8	0,6	13,2	6,6	29,2
Peseta	14,5	-8,8	25,5	12,7	38,9
Drachme	67,1	45,8	14,6	7,3	41,6
Escudo	41,4	11,1	27,3	13,6	20,3
Livre irlandaise	-0,3	0,2	-0,4	6,6	16,1
Mark finlandais	11,0	-0,4	11,5	5,8	25,3
Couronne norvégienne	9,2	4,3	4,7	2,3	13,1
Couronne suédoise	24,4	3,3	20,4	10,2	36,3

(1) Calculé avec le déflateur de la consommation privée ; (2) Un chiffre positif indique une dépréciation ; (3) Le calcul exact est $(3) = 100 * (100 + (1)) / (100 + (2))$; (4) La règle de réalignement est la suivante : la dépréciation du change compense 50 % de l'appréciation réelle antérieure calculée en (3) ; la dévaluation de la livre irlandaise est supposée égale à celle de la livre anglaise, en raison des liens commerciaux étroits des deux pays.

Source : Modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

unitaire salarial dans l'industrie manufacturière, exprimés tous deux en marks. On calcule les indices de compétitivité en rapportant à ce prix ou à ce coût ceux du « noyau dur » en marks. De 1987 à 1991, ces deux indices attestent une dégradation de la compétitivité vis-à-vis du « noyau dur » pour tous les pays à devise faible (GRAPHIQUES 10a et 10b), sauf pour la Finlande (compétitivité-coût) et pour l'Irlande (compétitivité-prix) ; la dépréciation de la livre irlandaise après la crise du SME s'explique par les liens étroits de ce pays avec le Royaume-Uni et non par un différentiel d'inflation à l'égard du « noyau dur » (TABLEAU 3, colonne (1)).

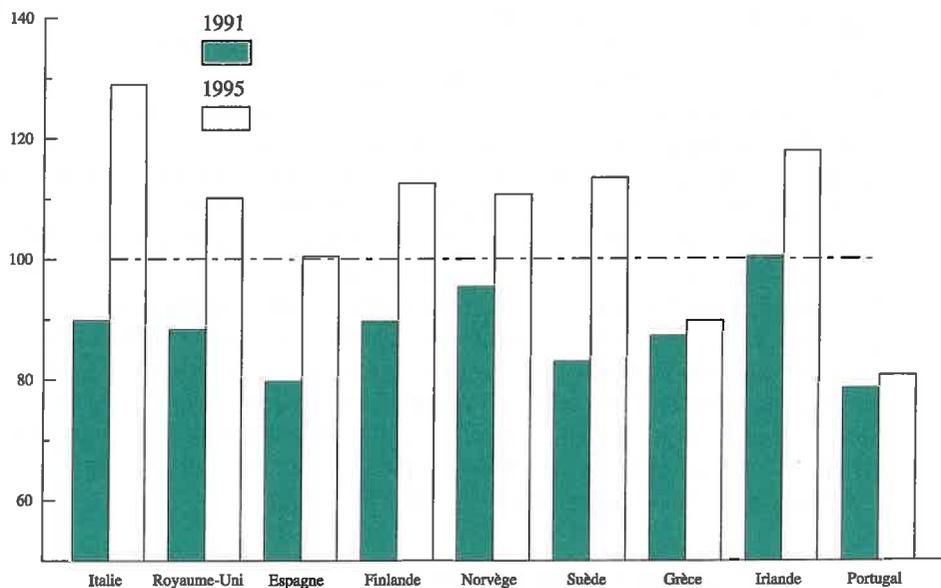
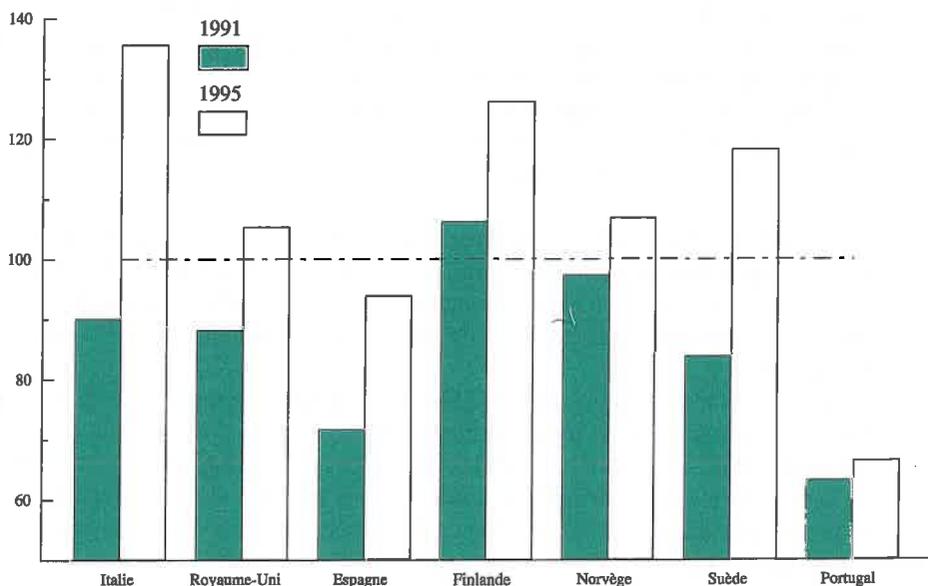
De 1987 à 1991, l'écart d'inflation cumulé vis-à-vis des pays du « noyau dur » est d'environ 15 % pour l'Italie, le Royaume-Uni et l'Espagne (TABLEAU 3, colonne (1)) ; il est plus élevé pour la Suède (25 %) et, plus encore, pour le Portugal (41 %) et la Grèce (67 %) ; il est plus faible pour la Finlande et la Norvège. Or, de 1987 à 1991, la dépréciation des devises faibles par rapport au mark a été très limitée, sauf pour la Grèce (TABLEAU 3, colonne (2)) ; l'Espagne a même enregistré une appréciation. Au total l'appréciation du taux de change réel varie entre 5 % (Norvège) et 25-30 % (Espagne, Portugal) ; elle est comprise entre 10 et 15 % pour l'Italie et le Royaume-Uni.

Ces calculs fournissent trois enseignements :

- la dégradation antérieure de compétitivité-prix ou coût vis-à-vis du « noyau dur » justifiait une dévaluation de toutes les devises faibles, sauf la livre irlandaise, et peut-être la couronne norvégienne ;

GRAPHIQUE 10

a) Compétitivité-prix relativement au «noyau dur» du SME (prix de la consommation), 1991 et 1995, base 100 en 1987

b) Compétitivité-coût relativement au «noyau dur» du SME, secteur manufacturier, 1992 (1^{er} sem.) et 1995 (1^{er} sem.), base 100 en 1987 (1^{er} sem.)

Note : données non disponibles pour la Grèce et l'Irlande.

Source : OCDE, calcul des auteurs.

- la dépréciation des devises faibles observée depuis septembre 1992 a dépassé dans tous les cas les dévaluations qui aurait pu être négociées lors d'un réalignement « à froid » ;
- elle aboutit en 1995 à une situation de compétitivité qui semble meilleure qu'en 1987 pour tous les pays sauf l'Espagne, la Grèce et le Portugal (GRAPHIQUES 10a et 10b) ; l'Italie est le pays qui a le plus gagné vis-à-vis du « noyau dur », avec un gain de compétitivité d'environ 30 % par rapport à 1987.

Il semble donc bien que, dans le cas de l'Italie au moins, on puisse parler de « dévaluation compétitive », fût-elle involontaire. Il faut cependant être prudent, et ceci pour deux raisons. L'année 1987 est une année de référence, pas une année où les taux de change réels intra-européens peuvent être considérés comme à leur niveau d'équilibre ; certes, les déséquilibres extérieurs des pays à devises faibles sont modérés cette année-là, mais ils se dégradent très rapidement par la suite au Royaume-Uni, en Espagne, et, dans une moindre mesure, en Italie (GRAPHIQUE 7) ; par ailleurs, les déséquilibres internes sont parfois importants en 1987 (chômage en Italie, Espagne et Irlande ; déficit public en Italie, Grèce, Irlande et Portugal). Ensuite, la compétitivité-prix est un indicateur majeur d'un taux de change inadéquat, mais ce n'est pas le seul : l'Italie a fortement amélioré sa compétitivité depuis la crise du SME, mais son déficit public et son taux de chômage sont en 1995 encore nettement supérieurs à ceux du « noyau dur ».

Les hypothèses de ce scénario

Ce scénario suppose un réalignement des parités au quatrième trimestre de 1992, suivi d'une stabilité des taux de change nominaux (TABLEAU 4). Les taux de change dans les deux scénarios de référence diffèrent donc du montant du réalignement (TABLEAU 3, colonne (4)). La règle de réalignement est tirée de l'observation du SME de mars 1983 à janvier 1987 où les ajustements des taux de change compensaient en moyenne 50 % du différentiel d'inflation accumulé avec l'Allemagne. Celle-ci n'étant plus le pays le moins inflationniste après le choc de la réunification, l'ensemble du « noyau dur » a été choisi comme référence pour calculer le différentiel d'inflation.

Par ailleurs, les hypothèses de taux d'intérêt sont identiques dans les deux scénarios. Nous supposons donc que, sans la crise et avec un réalignement, les écarts de taux d'intérêt vis-à-vis de l'Allemagne se seraient maintenus à leur niveau de 1991. Cette hypothèse peut recevoir des justifications analogues à celles avancées pour le premier scénario.

S'il n'y avait pas eu de crise du SME mais un réalignement en 1992, les pays dont la convergence était jugée crédible auraient bénéficié d'une baisse de leur prime de risque ; les autres l'auraient au contraire vue augmenter parce que le réalignement n'aurait pas suffi à convaincre les marchés de la soutenabilité du nouveau taux de change. La référence à l'année 1991 est donc une hypothèse conservatrice mais valable « en moyenne » .

L'alternative consisterait à construire des hypothèses de taux d'intérêt cohérentes avec les simulations du modèle, solution écartée pour les raisons énoncées supra. Dès lors que l'on renonce à expliciter les anticipations de taux de change et que l'on considère les deux scénarios comme des *références* également

TABLEAU 4

Evaluation des dépréciations monétaires en Europe de 1992 à 1995 : principales hypothèses*
Scénario de référence n° 2 : « pas de crise du SME, réalignement au 4^e trimestre de 1992 »

Ecart ex ante au scénario « pas de crise du SME, réalignement en 1992 »

	1992	1993	1994	1995
TAUX DE CHANGE (en %) (1)				
Lire/mark	4,1	20,3	26,0	43,6
Livre/mark	4,9	10,5	10,6	21,3
Peseta/mark	1,5	8,5	16,9	23,2
« UE Sud »/mark (2)	1,7	8,6	15,9	21,6
Mark finlandais/mark	16,4	34,4	24,8	18,4
Couronne norvégienne/mark	1,3	7,2	8,7	10,5
Couronne suédoise/mark	-0,1	17,0	18,5	23,7
« Nouveaux UE »/mark (3)	3,0	13,4	12,4	13,3
TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME (en points)				
Italie	2,0	0,5	0,5	3,0
Royaume-Uni	-2,0	-4,0	-2,0	0
Espagne	0	0,5	-1,0	1,0
« UE Sud » (2)	0	0,4	-0,8	0,7
Finlande	0	-3,0	-4,0	-2,5
Norvège	3,5	-1,0	-1,0	-0,5
Suède	1,0	-1,0	0	2,0
« Nouveaux UE »(3)	0,9	-1,0	-0,9	0,1
TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME (en points)				
Italie	0,5	0	-0,5	0
Royaume-Uni	-0,3	-0,5	0	0
Espagne	-0,5	-0,5	-1,0	0
« UE Sud » (2)	-0,4	-0,4	-0,8	0,1
Finlande	0,8	-2,5	-2,0	-2,0
Norvège	0	-1,0	-1,0	-1,0
Suède	0	-0,5	0	1,0
« Nouveaux UE » (3)	0,1	-0,8	-0,5	0,2
SOLDE PUBLIC STRUCTUREL PRIMAIRE (en % du PIB)				
Italie	-0,7	-1,6	-0,8	-0,9

* AUTRES HYPOTHÈSES

Modération salariale (Italie, Royaume-Uni) ;
emploi réduit (Italie, Espagne) ; investis-
sment réduit (Italie, Royaume-Uni) ;
comportement de marge renforcé dans les
prix à l'importation (Italie).

(1) Un chiffre positif indique une dépréciation de la devise.

(2) « UE Sud » : Espagne, Grèce, Irlande, Portugal.

(3) « Nouveaux UE » : Autriche, Finlande, Suède et Norvège.

TABLEAU 5

Une évaluation des dépréciations monétaires en Europe de 1992 à 1995

Ecart au scénario de référence n°2 : « pas de crise du SME, réalignement en 1992 »

		1992	1993	1994	1995
PIB EN VOLUME (1)	Allemagne*	0,0	-0,4	-0,7	-1,0
	France	0,0	-0,4	-0,5	-0,5
	Italie	-0,4	-0,1	0,8	2,5
	Royaume-Uni	0,2	0,8	0,5	0,0
	« UE Sud »	0,2	0,6	1,5	2,2
	« Nouveaux UE »	0,3	1,6	1,7	1,1
	Total UE	0,0	-0,1	0,0	0,0
EXPORTATIONS EN VOLUME (1)	Allemagne*	-0,4	-1,5	-2,1	-2,6
	France	-0,3	-1,2	-1,7	-1,9
	Italie	0,8	4,1	3,7	4,4
	Royaume-Uni	0,0	0,2	0,5	1,0
	Total UE	0,1	0,3	0,4	0,3
IMPORTATIONS EN VOLUME (1)	Allemagne*	0,1	0,1	0,1	-0,1
	France	-0,1	-0,6	-0,3	-0,3
	Italie	-2,2	-5,6	-6,6	-7,2
	Royaume-Uni	-0,3	-0,8	-2,8	-5,6
	Total UE	-0,1	-0,4	-0,6	-0,5
PRIX DE LA CONSOMMATION (1)	Allemagne*	0,0	-0,2	-0,4	-0,7
	France	-0,1	-0,5	-0,8	-1,5
	Italie	-0,1	0,3	0,5	1,9
	Royaume-Uni	0,3	0,7	0,7	0,6
	Total UE	0,0	-0,1	-0,3	-0,4
SOLDE DES ADMINISTRATIONS (2)	Allemagne	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
	France	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
	Italie	0,3	1,0	0,5	1,1
	Royaume-Uni	0,1	0,4	0,7	0,6
	Total UE	0,0	0,0	-0,1	0,0
SOLDE COURANT (2)	Allemagne	0,0	0,0	-0,3	-0,3
	France	0,0	0,0	-0,3	-0,3
	Italie	0,3	1,4	2,0	1,5
	Royaume-Uni	-0,2	-0,1	0,8	1,1
	Total UE	0,0	0,1	0,2	0,2
EMPLOI (1)	Allemagne*	0,0	-0,3	-0,5	-0,8
	France	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
	Italie	-0,7	-1,0	-1,0	-0,4
	Royaume-Uni	-0,1	0,0	0,2	0,4
	Total UE	-0,1	-0,4	-0,7	-0,9
TAUX DE MARGE DES ENTREPRISES (3)	Allemagne*	0,1	0,3	0,4	0,7
	France	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
	Italie	0,5	1,0	1,4	1,3
	Royaume-Uni	0,0	0,7	1,0	0,7
	Total UE	0,0	0,7	1,0	0,7
TAUX D'INTÉRÊT COURT (3)	« Noyau dur »	-0,1	-0,4	-0,7	-0,9
	Italie	1,9	0,1	-0,2	2,1
	Royaume-Uni	-2,1	-4,4	-2,7	-0,9
	« UE Sud »	-0,1	0,0	-1,5	-0,2
	« Nouveaux UE »	0,8	-1,4	-1,6	-0,8
TAUX D'INTÉRÊT LONG (3)	« Noyau dur »	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0
	Italie	-0,1	-0,9	-1,5	-1,0
	Royaume-Uni	-0,9	-1,4	-1,0	-1,0
	« UE Sud »	-1,0	-1,3	-1,8	-0,9
	« Nouveaux UE »	-0,5	-1,7	-1,5	-0,8

(1) En %, (2) en points de PIB, (3) en points ; *Allemagne de l'Ouest ; « UE Sud » : Espagne, Grèce, Irlande, Portugal ; « Nouveaux UE » : Autriche, Finlande, Suède et Norvège .

Source : Modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

acceptables, il est possible d'adopter les mêmes hypothèses de taux d'intérêt dans l'un et l'autre, bien que les taux de change diffèrent.

Enfin, le deuxième scénario comporte les mêmes hypothèses que le premier sur la politique budgétaire italienne et les comportements des agents économiques privés ; cependant, en écart aux évolutions observées, les chocs sur les équations et la politique budgétaire sont réduits dans ce deuxième scénario au *prorata* du réalignement. Cette correction suppose que l'ampleur des chocs est proportionnelle à celle de la variation des taux de change.

Les enseignements de la simulation « pas de crise, mais un réalignement »

Les deux scénarios de référence diffèrent principalement par les hypothèses de taux de change : stabilité des parités nominales dans le premier, réalignement en 1992 dans le second. Avec ce deuxième scénario, la crise du SME correspond à une dépréciation moins forte de toutes les devises faibles ; les effets de la crise simulés par le modèle sont donc qualitativement identiques aux résultats de la première simulation (cf. 2.2), mais d'une ampleur un peu moindre, surtout pour le Royaume-Uni (TABLEAU 5) :

- la crise du SME a un effet expansionniste pour les pays qui dévaluent ; le PIB est plus élevé de 2,5 % en 1995 en Italie et de 0,5 % en 1994 au Royaume-Uni ;
- la croissance du PIB en Allemagne et en France est réduite en moyenne de 0,1 à 0,2 point par an de 1992 à 1995 ;
- l'inflation est augmentée de 0,5 point en Italie de 1992 à 1995, de 0,2 point au Royaume-Uni ; elle est réduite de 0,2 point en Allemagne et de 0,4 en France ;
- dans les pays du « noyau dur », les taux d'intérêt baissent en moyenne de 0,5 point pour les taux à court terme et de 0,9 point pour les taux à long terme ;
- le solde courant s'améliore nettement en Italie (1,5 point de PIB en 1995) et au Royaume-Uni (1,1 point) ; il se dégrade légèrement en France et en Allemagne ;
- le solde public se redresse en Italie (1,1 point de PIB en 1995) et au Royaume-Uni (0,6 point de PIB).

CONCLUSION

L'évaluation de l'impact de la crise du SME est un exercice particulièrement difficile.

Elle dépend du modèle macro-économétrique utilisé, ce qui est ordinaire, mais aussi fondamentalement des hypothèses qui servent à construire un *scénario de référence*, c'est-à-dire sans crise. Dans cet article, nous avons proposé deux scénarios : le premier prolonge le « nouveau SME » des années 1987-1991 ; le deuxième suppose un réalignement des parités en 1992. Tous deux comportent des hypothèses nécessairement contestables sur l'impact de la crise sur les taux d'intérêt, la politique budgétaire et les comportements des agents privés.

A la différence d'un choc exogène de politique économique, la crise du SME paraît avec le recul largement endogène et inévitable : avec une récession en Europe, des taux d'intérêt élevés en Allemagne, des déséquilibres internes ou externes de grande ampleur dans plusieurs pays européens, la libération des

mouvements des capitaux et la transition vers l'union monétaire, le SME était devenu hautement instable. Imaginer une alternative crédible à la crise de septembre 1992 peut sembler une gageure.

Des analyses et simulations que nous avons réalisées, nous pouvons néanmoins tirer les enseignements suivants :

- les résultats des deux scénarios de référence ne diffèrent pas beaucoup ; en effet, un réalignement en 1992 aurait conduit à des dévaluations d'une ampleur bien moindre que celles observées de 1992 à 1995 ;
- de fait, les dépréciations ont en général été bien au-delà des pertes de compétitivité-prix subies antérieurement, particulièrement dans le cas de l'Italie ;
- la crise du SME a permis aux pays qui ont dévalué de résorber jusqu'ici une partie de leurs déséquilibres internes ou externes et de soutenir leur croissance ;
- cette réussite des dépréciations a été permise notamment par une maîtrise de l'inflation due à une modération salariale inhabituelle et, pour plusieurs pays dont l'Italie et l'Espagne, à une dépression particulièrement forte de la demande interne et de l'emploi ;
- enfin, le coût en croissance a été faible mais réel pour la France et l'Allemagne, d'environ 0,2 point par an, de 1992 à 1995.

L'étude des conséquences macroéconomiques des dépréciations des monnaies européennes survenues à partir de 1992 montre qu'il a été possible de réduire la vitesse de répercussion de la dépréciation du taux de change dans les prix internes, de sorte que celle-ci est réapparue comme un moyen utile pour desserrer les contraintes qu'un SME trop rigide faisait peser sur les pays les plus inflationnistes. Les différents pays ont utilisé ce degré de liberté de façon contrastée : soutien à la croissance, résorption des déficits publics ou extérieurs. Toutefois, l'amélioration ainsi obtenue reste limitée, notamment pour le chômage, et s'est effectuée en partie au détriment des pays du « noyau dur ». Entre le SME qui soumettait les politiques monétaires en Europe à la volonté allemande et le désordre qu'entraîneraient des politiques économiques purement nationales, le chemin de politiques économiques coordonnées reste encore à tracer.

Ph. C., H. D., F. L., H. S.

RÉFÉRENCES

- Commission des Communautés européennes (1995), « L'impact des fluctuations monétaires sur le marché intérieur », *Economie européenne*, n° 4.
- Giavazzi F. & L. Spaventa (1990), « The New EMS », in *The European Monetary System in the 1990s*, De Grauwe P. & L. Papademos (eds), New York : Longman.
- Hughes Hallet A. & S. Wren-Lewis, (1995a) « Y a-t-il une vie hors du SME ? L'expérience du Royaume-Uni », *Economie internationale*, la revue du CEPII, n° 63, 3^e trimestre, la Documentation française.
- Hughes Hallet A. & S. Wren-Lewis, (1995b) « Divergences par rapport à Claude Leroy », *Economie internationale*, n° 64, la revue du CEPII, 4^e trimestre, la Documentation française.
- Leroy C. (1995), « Remarques relatives aux effets de la stratégie britannique de sortie du SME », *Economie internationale*, n° 64, la revue du CEPII, 4^e trimestre, la Documentation française.
- Locarno A. & S. Rossi (1995), « L'Italie après la dévaluation : au-delà des idées reçues », *Economie internationale*, n° 63, la revue du CEPII, 3^e trimestre, la Documentation française.
- OCDE (1995), *Perspectives économiques de l'OCDE*, décembre.
- Villa P. (1995), « Quelques faits saillants après les crises du SME », *Economie internationale*, n° 63, la revue du CEPII, 3^e trimestre, la Documentation française.

