

PIERRE VILLA<sup>1</sup>

# QUELQUES FAITS SAILLANTS APRÈS LES CRISES DU SME

**RÉSUMÉ** En raison de la réunification allemande, les monnaies des pays européens autres que le mark ont été attaquées à plusieurs reprises depuis 1992. Elles étaient surévaluées soit pour des raisons économiques, différentes selon les pays, comme la compétitivité, la profitabilité à l'exportation, l'équilibre de la balance des paiements, soit parce que le respect des critères de Maastricht imposait des politiques fiscales restrictives intenable en raison du chômage. Par le biais du SME, l'Allemagne exporte les règles d'affectation de sa politique économique et son caractère restrictif dans le reste de l'Europe, alors que cette dernière se trouve *a priori* dans une situation particulièrement favorable grâce à la demande venant de l'ex-Allemagne de l'Est et des autres pays de l'Est.

Dans quelle mesure les pays qui ont laissé fluctuer leur monnaie, comme le Royaume-Uni et l'Italie, ou qui ont procédé à des réalignements fréquents, comme l'Espagne, ont-ils pu s'affranchir du carcan dans lequel se trouve la politique économique, ainsi que de la conjoncture allemande ? Pour répondre à cette question, nous nous livrons à une analyse descriptive à partir des comptes nationaux et des

enquêtes sur les capacités de production. Plus particulièrement, et c'est là l'apport principal de l'article, nous construisons des séries harmonisées de taux d'utilisation des capacités et des séries d'offre potentielle désaisonnalisées, de façon à éliminer les effets conjoncturels.

La dépréciation des monnaies des trois pays leur a permis de maintenir une croissance de l'offre potentielle positive (surtout l'Espagne) et de réduire une partie de l'excès d'offre grâce à un ajustement par hausse de la demande, plus rapide que l'ajustement par baisse de l'offre, réalisé par les pays à monnaie forte comme la France. En outre, la dépréciation s'est traduite par une réduction du déficit extérieur. Enfin la croissance n'a pas été inflationniste grâce aux gains de productivité du travail et (au Royaume-Uni) à la baisse des charges d'intérêt.

Toutefois, l'analogie s'arrête là. Au Royaume-Uni, les politiques budgétaire et monétaire expansionnistes ont permis une croissance proportionnelle avec maintien des capacités. En Italie, l'investissement a été évincé par la hausse des taux d'intérêt réels et la consommation par l'incertitude politique et la politique salariale restrictive.

1. Pierre Villa est Conseiller scientifique au CEPII.

En Espagne, le même mouvement peut-être attribué à des dévaluations insuffisantes et à la crise du mode de croissance basé sur la profitabilité du secteur exposé. De même, la dépréciation de la monnaie et la crois-

sance n'ont retourné la tendance du chômage qu'au Royaume-Uni. Dans les autres pays, les gains de productivité de court terme l'ont emporté sur la croissance de la demande.

Quelles sont les origines macro-économiques de la crise du SME de 1992 et quelles en furent les conséquences pour les pays qui ont laissé flotter leur monnaie comme le Royaume-Uni et l'Italie ou qui ont procédé à des réalignements fréquents comme l'Espagne ? Pour répondre à cette question, nous nous livrons à une analyse comparative à partir des comptes nationaux et des enquêtes de conjoncture. Une telle méthode descriptive reste frustrante puisqu'elle n'utilise pas les résultats d'un modèle macro-économique. Toutefois, elle a l'avantage d'obliger à s'en tenir aux ordres de grandeur les plus significatifs.

Avant la crise de 1992, les trois pays concernés ont connu une baisse de la profitabilité à l'exportation particulièrement marquée ; l'Italie et l'Espagne ont enregistré de surcroît un recul de la compétitivité. Le taux de croissance était particulièrement faible en regard du taux de croissance de l'offre potentielle si l'on tient compte du taux d'utilisation des capacités de production (tout spécialement au Royaume-Uni). Enfin, les trois pays connaissaient un déficit extérieur important. La dépréciation en termes réels de leur monnaie, de l'ordre de 20 % pour l'Espagne et l'Italie et de 15 % pour le Royaume-Uni, a eu des effets contrastés. Elle a permis de réduire l'excès d'offre par une reprise de la demande et un rétablissement partiel des balances courantes (compétitivité, profitabilité, baisse du taux d'intérêt à court terme), sans provoquer en 1993-1994 de reprise de l'inflation (grâce à la baisse des charges d'intérêt et au cycle de productivité). Les trois pays ont donc connu, à l'inverse des pays européens à monnaie forte, une croissance de l'offre potentielle positive (surtout l'Espagne) parce que l'ajustement par la demande a été rapide et s'est traduit par une hausse. Mais l'analogie entre les pays s'arrête à ces critères généraux.

Au Royaume-Uni, les politiques monétaire et budgétaire expansionnistes, qui ont notablement aggravé le ratio dette publique/PIB, ont permis une reprise de tous les compartiments de la demande : investissement et consommation (grâce à la baisse des taux d'intérêt à court terme), dépenses publiques comme exportations. En Espagne, si les dévaluations ont suffi pour rétablir la compétitivité, elles n'ont pas permis de ramener la profitabilité au niveau de la fin des années quatre-vingt et n'ont donc pas réussi à rétablir les conditions de la croissance antérieure du secteur exposé, en raison de l'inflation salariale. La baisse de la part de l'investissement dans le PIB (conséquence des taux d'intérêt élevés à cause de la prime de risque et de la stagnation de la profitabilité) compense donc en partie les effets bénéfiques sur le commerce extérieur. En Italie, s'observe la même substitution apparente des exportations à l'investissement, encore plus marquée. Mais d'autres phénomènes sont à l'œuvre. Les taux d'intérêt de court terme élevés pourraient en effet être compensés par la politique salariale très restrictive mise en place. Mais il s'y ajoute l'incertitude politique qui déprime l'investissement logement et, d'une manière générale, la demande intérieure. Le rétablissement du

solde extérieur est donc encore plus net. Dans tous les cas, la croissance n'a pas suffi pour réduire le chômage en raison des gains de productivité.

## Les antécédents de la crise de l'été 1992

Les crises récurrentes du SME ressemblent à la chronique d'une mort annoncée qui n'a jamais eu lieu. Après l'adhésion au mécanisme de change de la peseta en juin 1989, de la livre en octobre 1990 et de l'escudo en avril 1992, le système a subi plusieurs attaques spéculatives, ponctuées essentiellement par la sortie de la livre le 16 septembre 1992, de la lire le 17 septembre, par les dévaluations successives de la peseta, de l'escudo et de la livre irlandaise, et enfin par l'élargissement des bandes à 15 %, le 2 août 1993 (ENCADRÉ 1). De nombreuses explications peuvent être, et ont été données, à l'origine de ces crises. Elles dépendent de la situation de chacun des pays dont la monnaie a subi une attaque spéculative. Toutefois, dans notre cadre d'analyse, il s'agit, dans chaque cas, de savoir pourquoi une monnaie est apparue surévaluée et par rapport à quelle norme macro-économique.

### ENCADRÉ 1 Changements de régime du SME

19/06/1989 : entrée de la peseta dans le SME  
 03/10/1990 : entrée de la livre dans le SME  
 06/04/1992 : entrée de l'escudo dans le SME  
 14/09/1992 : dévaluation de la lire de 3,5 %  
 16/09/1992 : sortie de la livre du SME  
 17/09/1992 : sortie de la lire du SME  
 23/09/1992 : dévaluation de la peseta de 11 % (en deux fois) et de l'escudo de 6 %  
 30/01/1993 : dévaluation de la livre irlandaise de 10 %  
 13/05/1993 : dévaluation de la peseta de 8 %  
 02/08/1993 : élargissement des bandes à 15 %  
 06/03/1995 : dévaluation de la peseta de 7 % et de l'escudo de 3,5 %

### L'Italie

Dans le cas de l'Italie, la monnaie était clairement surévaluée par rapport à l'équilibre extérieur et patrimonial. Dans un modèle macro-économique de portefeuille, le taux de change réel d'équilibre doit assurer l'équilibre de la balance courante de sorte que les excédents commerciaux compensent les charges d'intérêt. Le maintien de la parité provoquait un déficit de la balance courante (-2,3 % du PIB en 1992) et exigeait des taux d'intérêt trop élevés pour couvrir la prime de risque<sup>2</sup> : mesurée par le taux d'intérêt à court terme, celle-ci était de

2. Dans ce texte on entend par prime de risque l'espérance de dévalorisation du taux de change nominal par rapport au mark, c'est-à-dire le produit de la probabilité de réaligement par l'amplitude du réaligement, et on la mesure par la différence entre les taux d'intérêt à court terme et à trois mois. Comme la parité de taux d'intérêt est une relation d'équilibre, cette prime de risque peut aussi s'interpréter comme une évaluation du caractère plus ou moins restrictif de la politique monétaire par rapport à la politique allemande.

3,1 % au deuxième trimestre 1992, 6,7 % au troisième trimestre et de 3,3 % seulement au premier trimestre 1993. L'attaque spéculative eut lieu, après le résultat du référendum danois sur le traité de Maastricht, lorsqu'il fut clair que, du fait que l'Italie ne respectait pas les critères de Maastricht, la Bundesbank n'interviendrait pas pour soutenir la lire comme le recommandaient les accords de Bâle-Nyborg.

L'importance de la dette publique a-t-elle joué un rôle spécifique et intrinsèque dans cette attaque spéculative ? Il semble que non alors qu'elle a eu une influence importante dans la conduite ultérieure de la politique budgétaire intérieure italienne. La soutenabilité de la dette publique est en effet un problème intérieur tant que celle-ci est détenue par les agents nationaux. Elle ne posait aucun problème macro-économique extérieur, dans le cas qui nous intéresse, parce qu'elle ne faisait que refléter la trop forte propension à épargner des italiens. La crise de crédibilité extérieure n'apparaît que lorsqu'une part importante de la dette publique est financée par des agents étrangers qui supportent un risque de change. Ce mouvement a commencé, ou en tout cas, était craint par les milieux financiers étrangers, du fait que le taux d'épargne intérieur était tombé à 17,4 % en 1992, contre 20 % en moyenne au milieu des années quatre-vingt, et que l'on redoutait alors une baisse du taux d'épargne semblable à celle que connut la France de 1980 à 1986 (-4 points). Cependant, l'Italie a fait le choix de ne placer la dette publique qu'auprès des agents résidents de façon à se réserver la possibilité d'une imposition fiscale ultérieure afin d'en réduire le taux d'intérêt apparent, ce qui exclut la dette comme facteur déclenchant de l'attaque spéculative<sup>3</sup>.

## L'Espagne

La crise était plus diffuse pour l'Espagne, parce qu'elle ne concernait pas la dette publique (41,8 % du PIB à la fin de 1992, d'après la définition du traité de Maastricht). En fait l'Espagne se trouvait confrontée à une crise de croissance : le taux de croissance des capacités de production (c'est-à-dire l'offre potentielle, voir ENCADRÉ 2) se maintenait à un rythme de 4,4 % par an sur la période 1990/1-1992/3 (contre 3,4 % par an sur 1986/1-1989/4), alors que la croissance du PIB baissait à 1,6 % par an sur la même période (contre 4,6 % par an entre 1986/1 et 1989/4). La croissance espagnole et son coup d'arrêt peuvent s'interpréter de la manière suivante.

Au cours des années quatre-vingt, la production par tête connaît un rattrapage par rapport à la moyenne européenne rendu possible grâce aux progrès de productivité dans le secteur exposé. La croissance est alors associée à une appréciation progressive du taux de change réel par rapport à son niveau antérieur et à la parité de pouvoir d'achat en raison de l'effet Balassa<sup>4</sup> (TABLEAU 1). Celle-ci s'accompagne d'un déficit des opérations courantes (qui culmine à -3,4 % du PIB en 1990, puis -3,2 % dans les deux années suivantes). Pourtant la peseta ne paraît pas

3. La part de la dette publique italienne détenue par des étrangers est passée de 4,9 % fin 1990 à 6,5 % fin 1992 puis 14,4 % fin 1994 (source : Banque d'Italie, *Bulletin statistique*). Certains économistes, surtout les spécialistes des questions financières, avanceraient d'ailleurs l'argument inverse selon lequel, plus la dette est détenue par des étrangers, plus cela lie les mains d'un gouvernement et l'empêche de dévaluer. A titre d'exemple, on peut se référer à la réaction des milieux financiers américains lors de la crise du peso mexicain : surpris par la dévalorisation non anticipée de leurs créances, ils ont déclaré ne plus vouloir financer la dette extérieure mexicaine.

4. L'effet Balassa désigne l'appréciation du taux de change réel d'équilibre d'une économie en rattrapage sous l'effet du différentiel de croissance de la productivité entre le secteur exposé à la concurrence internationale et le secteur abrité.

TABLEAU 1

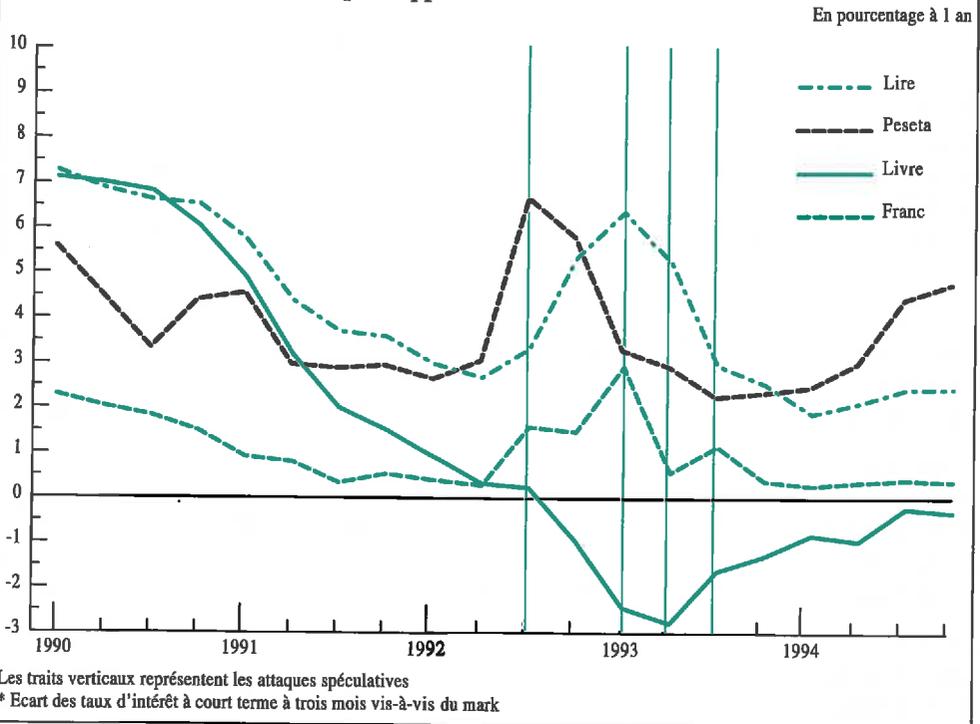
Situation extérieure des principaux pays du SME							
Base 100 au premier trimestre 1989							
	1989/2	1990/3	1992/1	1992/3	1993/1	1993/3	1994/3
<b>ITALIE</b>							
Taux de change réel / mark (p <sup>*e</sup> /p) (1)	101,9	105,1	107,6	103,7	85,9	86,8	82,6
Profitabilité à l'exportation : px/p (2)	99,2	94,8	87,6	86,9	92,0	93,1	92,3
<b>ESPAGNE</b>							
Taux de change réel / mark (p <sup>*e</sup> /p) (1)	100,3	106,9	109,6	106,7	98,2	87,7	87,2
Profitabilité à l'exportation : px/p (2)	99,7	93,2	87,6	86,5	86,8	87,6	88,1
<b>ROYAUME-UNI</b>							
Taux de change réel / mark (p <sup>*e</sup> /p)(1)	97,9	97,0	95,2	92,2	80,2	84,0	80,7
Profitabilité à l'exportation : px/p (2)	103,8	98,9	93,7	91,8	99,5	98,9	98,1
<b>FRANCE</b>							
Taux de change réel / mark (p <sup>*e</sup> /p)(1)	100,7	101,5	97,8	96,7	96,4	93,9	94,2
Profitabilité à l'exportation : px/p (2)	100,7	95,1	92,2	89,8	88,2	86,9	88,1
<b>ALLEMAGNE</b>							
Taux de change réel / dollar (p <sup>*e</sup> /p) (3)	94,9	113,9	113,0	126,7	113,3	111,1	118,8
Profitabilité à l'exportation : px/p (2)	98,0	96,8	87,9	87,5	87,0	84,8	81,7
(1) : prix du PIB du pays divisé par prix du PIB allemand.							
(2) : prix des exportations du pays divisé par prix du PIB du pays.							
(3) : prix du PIB allemand divisé par prix du PIB des Etats-Unis.							

Source : OCDE.

surévaluée aux marchés financiers parce que la profitabilité réalisée et anticipée dans le secteur exportateur reste élevée (l'indice prix des exportations/prix du PIB tombe de 107,5 en 1980/1 à 100,0 en 1990/1).

Les capitaux étrangers n'hésitent pas à s'investir, soit directement en raison des taux de profits élevés, soit indirectement en raison des taux d'intérêt élevés (la prime de risque annuelle calculée sur les taux à court terme vis-à-vis du mark est de 7,3 % en 1990/1, de 5,8 % en 1991/1 et ne tombe à 3,0 % qu'en 1992/1 (GRAPHIQUE 1). Ainsi, l'Espagne connaît un taux de change surévalué par rapport à son niveau d'équilibre<sup>5</sup>, sans qu'apparaisse de crise de la balance des paiements

5. Dans un modèle de portefeuille à la Branson, le taux de change réel d'équilibre assure l'équilibre de la balance courante.

**GRAPHIQUE 1**
**Anticipation de dévalorisation par rapport au mark\***


Source : "International Financial Statistics", FMI.

parce que les capitaux rentrent dans le pays et parce que les progrès de productivité réalisés et anticipés dans le secteur exposé sont importants <sup>6</sup>.

La crise de ce mode de développement survient au début de l'année 1992 lorsque le taux de change réel vis-à-vis du mark apparaît nettement surévalué malgré l'effet Balassa (indice 110,2 en 1992/1 contre 100,0 en 1989/1), lorsque chute la profitabilité à l'exportation (indice 87,6 en 1992/2 contre 100 en 1989/1) et qu'enfin les capacités de production sont nettement excédentaires (74 % en moyenne annuelle en 1992 contre 80 % en 1990). L'attaque contre la peseta est alors concomitante de celle contre la lire et la livre. Il est intéressant de noter qu'après les dévaluations de la peseta, si la compétitivité est restaurée, en revanche la profitabilité à l'exportation n'a pas retrouvé son niveau antérieur (TABLEAU 1).

6. Le rendement du capital en Espagne pour l'ensemble des entreprises passe de 14 % en 1983 à 19,5 % en 1989 et 1990, pour ne retomber qu'à 19,0 % en 1993 et 1994. A titre de comparaison, le même rendement était en 1992 de 13,7 % en Allemagne, de 14,6 % en France, de 14,5 % en Italie et de 9,9 % au Royaume-Uni. On comprend ainsi que l'Espagne importe facilement des capitaux, qu'elle ait peu de problèmes pour financer sa balance courante déficitaire et qu'elle connaisse un taux de change surévalué selon le critère de la parité de pouvoir d'achat. Mais cette situation est risquée (parce que dépendante des flux de capitaux), et lie les mains du pays en le forçant à favoriser les revenus du capital.

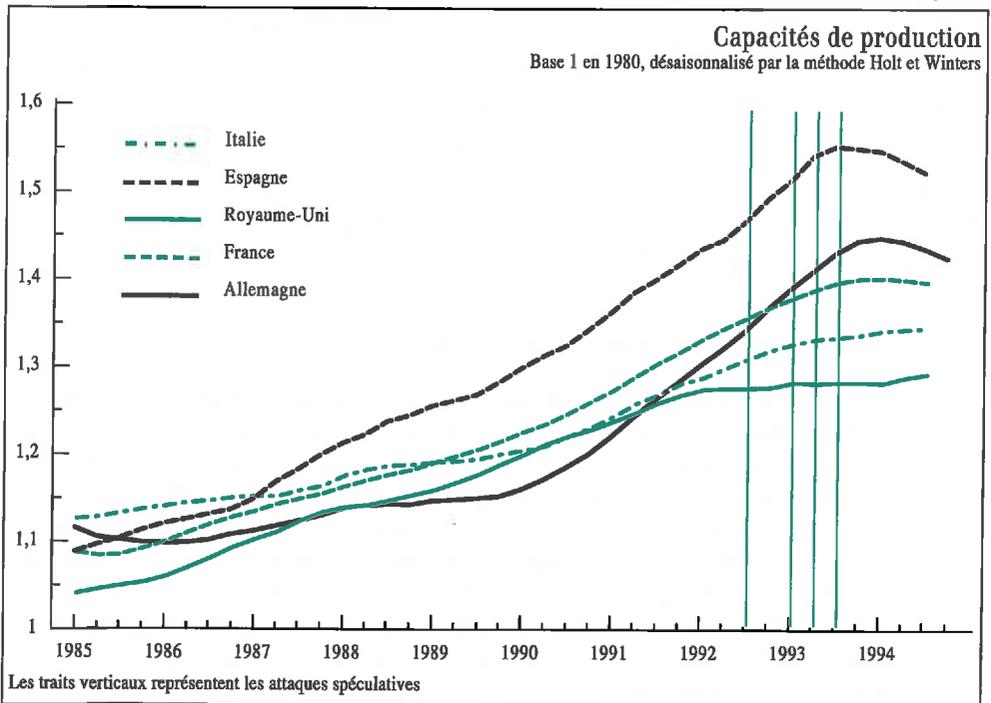
Calcul du taux d'utilisation des capacités de production

Les taux d'utilisation des capacités de production utilisés dans cet article concernent l'industrie manufacturière. Pour les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, l'Espagne et l'Italie, il s'agit des taux harmonisés trimestriels publiés par l'OCDE. Pour le Royaume-Uni et le Japon, qui ne fournissent pas de résultats d'enquêtes trimestrielles homogènes aux précédents, ils ont été calculés par nos soins en opérant une transformation affinée sur les données des enquêtes qualitatives :  $TU=a(\text{Enquête})+b$ . Pour le Royaume-Uni, Enquête est le pourcentage des entreprises déclarant opérer à pleine utilisation des capacités. Pour le Japon, il s'agit du jugement sur les capacités de production obtenu comme la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant que leur utilisation des capacités augmente et celui des entreprises déclarant qu'il diminue. Les coefficients a et b sont choisis de telle sorte que la moyenne et la variance de la série transformée TU soient égales à la moyenne et la variance de la moyenne des séries des quatre autres pays sur la période 1970-1994. L'intérêt de cette méthode est de fournir des taux comparables pour tous les pays.

Le Royaume-Uni

Le cas du Royaume-Uni est plus mystérieux parce qu'il touche surtout les volumes. En effet, après l'adhésion au mécanisme de change, la prime de risque vis-à-vis du mark diminue constamment : 7,1 % en 1990/1, puis 4,9 % en

GRAPHIQUE 2



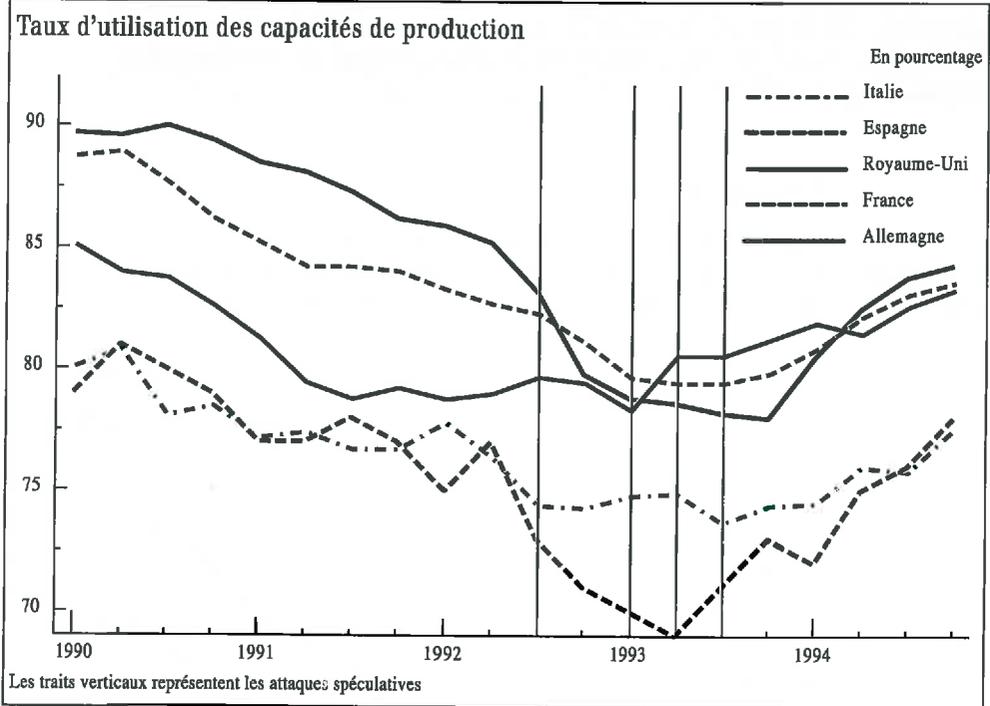
Source : programme de calcul de l'auteur

1991/1, pour atteindre 0,92 % calculée en terme annuel sur le taux à trois mois au cours du deuxième trimestre 1992 et 0,24 % au troisième trimestre. De même le taux de change réel se déprécie constamment (TABLEAU 1). Or les capacités de production ne cessent de croître jusqu'au deuxième trimestre de 1992, tandis que la production diminue du deuxième trimestre 1990 (après l'adhésion au SME) jusqu'à la crise spéculative de l'été 1992 (GRAPHIQUE 2).

Ainsi le taux d'utilisation des capacités passe d'une moyenne de 83,9 % en 1990 à 79,2 % en 1992 (pour le calcul des capacités de productions, voir ENCADRÉ 3) ; le point bas est atteint au premier trimestre de 1992 où il se situe à 78,8 % (GRAPHIQUE 3).

GRAPHIQUE 3

## Taux d'utilisation des capacités de production



Sources : enquêtes de conjoncture et calculs de l'auteur pour le Royaume-Uni

L'explication que l'on peut donner de ce mouvement est associée à une grande flexibilité des prix et des taux d'intérêt. L'ancrage sur le mark a fortement réduit la prime de risque et donc les taux d'intérêt, ce qui a été favorable au développement des capacités de production (celles-ci augmentent à un rythme de 2 % par an d'octobre 1990 à septembre 1992). En revanche, il a fortement réduit la profitabilité à l'exportation. Les entreprises anglaises ont préféré garder leurs parts de marché extérieures (le rapport exportations/PIB en volume passe de 23 % en 1990 à 25 % en 1992) mais ont réduit leurs prix (voir TABLEAU 1, profitabilité à l'exportation). La récession qui précède l'attaque spéculative a donc pour origine la baisse de la demande interne et celle de la profitabilité du secteur exportateur, plutôt que la perte de compétitivité : c'est seulement en ce sens que la livre

## Calcul de la capacité de production

Les capacités de production ont été calculées pour tous les pays en divisant le PIB marchand en volume des comptes trimestriels harmonisés publiés par l'OCDE par le taux d'utilisation des capacités calculé selon la méthode de l'encadré 2. Comme la série obtenue fluctue énormément car elle combine les fluctuations des enquêtes et celles du PIB et qu'elle présente une saisonnalité (due surtout à l'enquête puisque les comptes trimestriels sont désaisonnalisés), nous avons lissé le résultat par la méthode du triple lissage exponentiel de Holt et Winters, sur la période 1970/1 – 1994/3 (99 points). Cette méthode ancienne a l'avantage d'être simple et d'être facilement reproductible. En outre, elle tient compte du niveau, de la tendance déterministe et de la saisonnalité (les 3 paramètres de lissage ont été estimés sur 1970-1980 afin d'éliminer toute interaction avec la période récente). Les résultats, qui ne dépendent donc pas des évaluations de la série brute sur les années récentes, ont ensuite été normés sur le premier trimestre de 1980 de façon à obtenir un taux d'utilisation des capacités égal à celui des enquêtes. Les TABLEAUX 2 et 3 (voir infra) et le graphique 4 montrent l'importance des délais d'incorporation de l'investissement, les retards de l'offre par rapport au PIB, ainsi que l'amortissement des fluctuations par rapport à la demande.

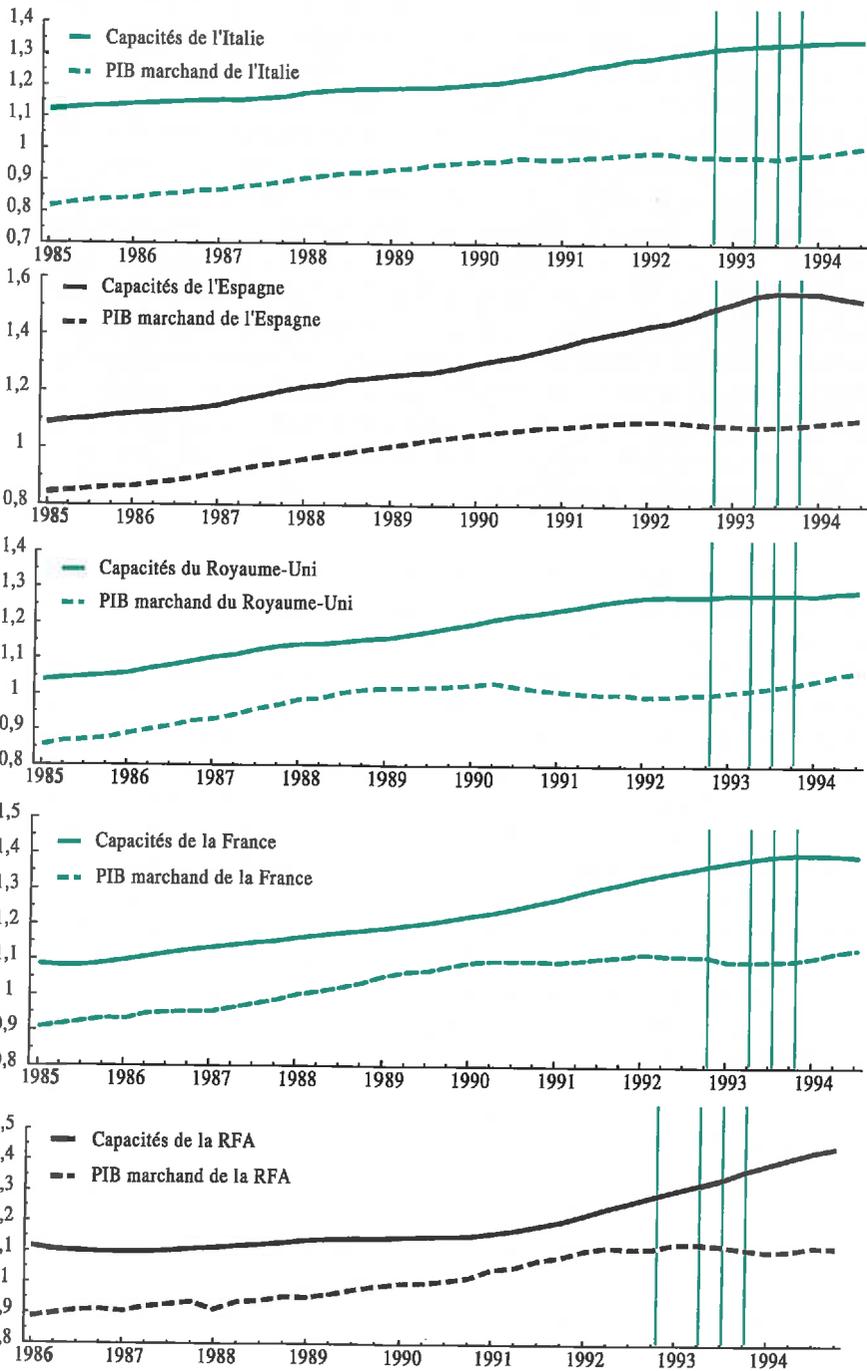
pourrait avoir été surévaluée. L'attaque spéculative contre cette dernière relève donc plutôt de l'anticipation par les marchés financiers que le gouvernement ne souhaitait pas poursuivre sa politique de change parce qu'elle était préjudiciable à la profitabilité à l'exportation et qu'il souhaitait relancer la demande intérieure par la politique monétaire. D'ailleurs les taux d'intérêt à court terme (3 mois) ne montent pas en moyenne trimestrielle pendant l'attaque spéculative (la prime de risque est de 0,24 % en moyenne au troisième trimestre 1992) et la prime de risque vis-à-vis du mark devient négative ensuite (-2,43 % au premier trimestre 1993, -0,33 % au quatrième trimestre de 1994), montrant par là une anticipation à l'appréciation nominale de la livre. En revanche, la reprise de la demande intérieure grâce à la baisse des taux d'intérêt n'a eu que partiellement lieu : la part de l'investissement est tombée à 17,5 % du PIB, tandis que la part de la consommation remontait à 63,6 % à la fin de 1993 (respectivement 19,6 % et 62,9 % en 1992/2). C'est donc surtout au commerce extérieur qu'est dû le maintien de l'activité. Toutefois ces distinctions dans la demande sont secondaires, si l'on tient compte de la précision des données, comme nous le verrons plus loin.

## La France

La situation de la France, qui n'est pas sortie du SME, diffère-t-elle de celle de ces pays ? Jusqu'en 1992/3, le taux de change connaît une dépréciation réelle comparable à celle du Royaume-Uni, et la profitabilité se dégrade aussi (TABLEAU 1). Pourtant la prime de risque vis-à-vis du mark passe de 1,84 % en 1990/3 à 0,29 % en 1992/2. L'attaque spéculative contre le franc l'a fait remonter à 1,59 % en 1992/3 et elle culmine à 2,95 % en 1993/1 pour retomber aux alentours de 0,4 % à la fin de 1994. L'attaque spéculative a donc en partie échoué en raison de la volonté des autorités monétaires de s'y opposer. Les agents financiers ont renoncé à attaquer le franc parce que, lors des attaques précédentes, les

## GRAPHIQUE 4

## Capacités de production



Les traits verticaux correspondent aux attaques spéculatives

Source : Programme de calcul de l'auteur, désaisonnalisé par la méthode Holt et Winters

autorités monétaires françaises ont montré leur détermination à ne pas changer de politique et que les anticipations de dépréciation du franc n'ont pas été validées. La baisse du taux de change réel a donc été moins forte par la suite que pour les pays qui sont sortis du SME. La perte de profitabilité à l'exportation a été plus importante que pour l'Italie ou le Royaume-Uni, mais elle est restée comparable à celle de l'Espagne pour laquelle les dévaluations successives semblent avoir été insuffisantes du fait de l'inflation interne dans ce pays. Elle est restée toutefois inférieure à celle de l'Allemagne.

Cette analyse des crises du SME, nous amène à nous demander si elles étaient évitables et si les pays qui s'affranchissent du mécanisme de change européen – le Royaume-Uni, l'Italie –, ou ceux qui pratiquent un SME “mou” avec réalignements fréquents comme l'Espagne en tirent un bénéfice substantiel. Tout d'abord nous évoquerons l'architecture de la politique économique en Europe qui nous semble à l'origine de ces crises, ensuite nous décrirons la situation économique des trois pays à monnaie “faible” et nous chercherons enfin à en tirer quelques leçons pour l'avenir du SME et de l'UEM.

## La question de la politique économique en Europe

A l'origine de cette crise du SME se trouve évidemment la réunification allemande<sup>7</sup>. Dans le but de réaliser une convergence rapide des nouveaux Länder, aussi bien économique que sociale, l'Allemagne a entrepris et poursuit encore une politique économique qui, du point de vue macro-économique, peut se caractériser par une règle d'affectation des instruments. La politique budgétaire, au sens des dépenses publiques, est affectée à la croissance dans les provinces de l'Est : dépenses d'infrastructures afin de produire des externalités pour le secteur productif ; subventions à l'investissement, bonifications d'intérêt et règles favorables d'amortissement, pour favoriser le renouvellement des technologies (substitution du capital au travail) ; dépenses de sécurité sociale pour indemniser le chômage, assurer les retraites et empêcher l'émigration vers l'Ouest. La politique monétaire est affectée au réglage conjoncturel, c'est-à-dire à la gestion du dilemme inflation-chômage. La politique fiscale (les impôts) est affectée à la gestion de la dette publique qui dépend en outre des consommations publiques et des dépenses de privatisation. Non seulement, la *Treuhandanstalt*<sup>8</sup> a volontairement vendu à bas prix les entreprises privatisables contre des clauses de sauvegarde de l'emploi et des garanties d'investissement ; mais la mise sur le marché d'un capital important pour lequel il n'existait pas d'épargne financière préalable autre que monétaire a nécessairement provoqué une baisse de son prix. Or les dettes de la *Treuhandanstalt* sont maintenant fusionnées avec celles de l'Etat fédéral.

Une telle affectation a des conséquences macro-économiques claires. L'excès de demande qui l'accompagne à court terme (hausse de l'investissement privé à

7. Nous reprenons ici une analyse plus argumentée dans Bénassy & Villa (1995), notamment grâce à des simulations.

8. L'organisme chargé de la privatisation des entreprises de l'ex-Allemagne de l'Est.

l'Est, des dépenses d'infrastructures et maintien de la consommation) implique une hausse des prix relatifs de l'Allemagne vis-à-vis de ses partenaires européens. La volonté de la Bundesbank de lutter contre l'inflation a un certain nombre de conséquences nationales (différenciées pour l'Allemagne de l'Est et de l'Ouest) et extérieures (européennes). Tout d'abord la modification des prix relatifs allemands ne pouvant se faire par l'inflation, elle ne peut se réaliser que par une appréciation du mark ou par une inflation plus faible chez ses partenaires européens. Ensuite, la politique conjoncturelle restrictive ne peut être mise en place que par une montée des taux d'intérêt réels en Allemagne puisque les dépenses publiques sont affectées à la croissance. De plus la gestion de la dette publique ne peut être obtenue que par une augmentation de la fiscalité dans les provinces de l'Ouest qui y déprime la demande. Finalement l'anticipation par les marchés financiers de la hausse du taux de change réel allemand à long terme, en raison de l'excès de demande, provoque une appréciation du taux de change réel dès le court terme par le jeu de la rationalité des anticipations des opérateurs et de leurs interventions sur le marché des changes (arbitrage).

Deux situations sont alors possibles. Dans la première, correspondant aux changes flexibles, le mark s'apprécie. Dans la seconde, correspondant aux changes fixes, la hausse du mark est contrecarrée par la politique économique : la hausse des taux d'intérêt réels est transmise aux autres pays européens qui adhèrent au mécanisme de change, ce qui déprime leur investissement. Dans les deux cas, l'Allemagne subit en retour un effet récessif qui s'ajoute à l'effet négatif de la fiscalité et du taux d'intérêt réel. En changes flexibles, l'appréciation du mark déprime la demande pour les produits allemands par effet de substitution. En changes fixes, c'est la récession chez les principaux partenaires commerciaux qui réduit cette demande, par effet de revenu. Ce sont les raisons pour lesquelles l'Allemagne a connu une récession avec une baisse de la demande par rapport à l'offre, particulièrement marquée, comme le montre à l'évidence l'évolution du taux d'utilisation des capacités (GRAPHIQUE 3), alors même qu'elle était *ex ante* en situation d'excès de demande.

Les règles d'affectation de la politique économique sont donc à l'origine de l'évolution conjoncturelle en Europe. Si on considère que, pour des raisons extra-économiques – unité allemande, construction de l'UEM –, celles-ci sont fixées, on peut toutefois comprendre que certains pays européens n'ont pas voulu ou pas pu supporter les coûts de court terme qu'elles entraînaient. Nous allons maintenant évaluer les gains réalisés par les pays qui sont totalement ou partiellement sortis du mécanisme de change.

## Les conséquences de la sortie du SME

Afin d'analyser les effets sur les trois pays de leur sortie partielle ou complète du mécanisme de change, nous allons particulièrement examiner les répercussions sur la croissance et l'emploi, à l'aide d'un certain nombre d'indicateurs usuels : le déséquilibre offre-demande, le taux de chômage, l'inflation, le déficit public et le déficit extérieur.

## Les répercussions sur la croissance

La croissance potentielle est difficile à évaluer du fait des évolutions conjoncturelles. Afin de s'affranchir des fluctuations de la demande (en particulier de celles de l'investissement qui dépendent des variations du taux d'intérêt réel) et du processus d'ajustement, il est plus naturel d'évaluer la croissance potentielle par un indicateur d'offre en niveau plutôt que par le PIB. La première mesure qui vient à l'esprit est le capital fixe productif, mais cette statistique dépend fortement du niveau de la durée de vie moyenne des équipements et de la loi retenue pour les déclassements. Elle peut donc varier considérablement d'un pays à l'autre. C'est pourquoi, nous lui avons préféré une mesure des capacités de production à partir de l'évaluation du PIB et de l'enquête sur l'utilisation des capacités de production. Un lissage exponentiel triple permet d'éliminer les fluctuations conjoncturelles et la saisonnalité (ENCADRÉS 2 et 3). En revanche, le déséquilibre offre-demande, et donc les fluctuations conjoncturelles, peuvent être facilement appréhendés par le taux d'utilisation des capacités de production (ENCADRÉ 2 pour la méthode d'harmonisation). Les quatre autres indicateurs ne suscitent pas de discussion car ils sont harmonisés dans les publications de l'OCDE.

Les résultats sont présentés dans les TABLEAUX 2 et 3 où, pour les variables "extensives" (capacités, PIB et prix du PIB), ont été retenus les taux de croissance annuels moyens, tandis que pour les autres variables "intensives", on a calculé les moyennes arithmétiques sur les périodes. Pour l'analyse, nous avons scindé la période allant du premier trimestre de 1990 au dernier trimestre de 1994 afin de découper la réunification allemande en deux : 1990/1 à 1992/4 (trois ans) et 1993/1 à 1994/4 (deux ans) : cette césure correspond grosso modo à la crise centrale du SME de l'été 1992.

TABLEAU 2

	Principaux indicateurs pour la période 1990-1992						
	Italie	Espagne	R.-U.	France	ex RFA	E.-U.	Japon
Offre potentielle*	3,1	4,7	2,1	3,7	5,6	2,9	4,5
PIB*	0,8	1,4	-0,6	0,9	3,1	1,4	2,6
Investissement productif*	1,2	1,5	-5,9	-0,5	4,9	-0,8	4,7
Taux d'utilisation des capacités**	77,4	77,0	80,9	84,9	86,9	79,7	84,6
Taux de chômage**	10,9	17,0	7,9	9,5	6,7	6,6	2,1
Inflation*	6,0	6,7	4,9	2,4	3,8	3,4	1,6
Déficit budgétaire/PIB**	-10,2	-4,4	-3,4	-2,6	-2,7	-3,3	2,6
Déficit extérieur/PIB**	-2,0	-3,3	-2,2	0,7	0,3	-1,0	2,2
Taux d'intérêt sur dette publique à 10 ans**	12,5	13,1	10,1	9,2	8,5	7,8	6,3

\* Taux de croissance annuel moyen.  
\*\* Moyenne sur la période.

Sources : "Comptes trimestriels", OCDE, et l'auteur pour les capacités d'offre et les taux d'utilisation.

TABLEAU 3

## Principaux indicateurs pour la période 1993-1994

	En %						
	Italie	Espagne	R.-U.	France	ex RFA	E.-U.	Japon
Offre potentielle*	0,3	2,0	0,4	0	-0,2	0,5	1,5
PIB *	1,6	1,0	3,4	0,7	0,9	3,5	0,8
Investissement productif*	-9,4	-5,8	-0,2	-3,7	-4,3	13,1	-9,0
Taux d'utilisation des capacités**	75,2	73,0	81,3	81,0	80,6	82,1	78,2
Taux de chômage**	10,9***	23,4	9,8	12,1	8,7	6,4	2,7
Inflation*	4,0	4,2	1,8	1,5	2,2	2,0	0,2
Déficit budgétaire/PIB**	-9,6	-7,2	-7,2	-5,8	-3,0	-2,7	-0,9
Déficit extérieur/PIB**	1,4	-1,0	-1,3	0,8	-1,1	-2,0	3,0
Taux d'intérêt sur dette publique à 10 ans**	11,0	9,9	8,0	7,1	6,5	6,5	3,7

\* Taux de croissance annuel moyen

\*\* Moyenne sur la période

\*\*\* Rupture de série

Sources : "Comptes trimestriels", OCDE, et l'auteur pour les capacités d'offre et les taux d'utilisation.

En Europe, deux des pays sortis du SME (Royaume-Uni et Italie) ont connu en 1993-1994 une croissance plus soutenue que les autres, et plus forte qu'au cours de la période 1990-1992. En Espagne, la dévaluation ne s'est pas accompagnée d'une augmentation suffisante de la demande pour réduire l'excédent d'offre.

A l'inverse, l'Allemagne a connu une baisse de la croissance malgré la demande venant des provinces de l'Est. De manière générale et sans surprise, les pays à monnaie faible ont connu une croissance de court terme plus forte (voir les cas opposés des Etats-Unis et du Japon). En outre, compte tenu des délais d'incorporation de l'investissement dans les capacités qui peuvent être variables d'un pays à un autre (mais qui sont pris en compte dans notre méthode de calcul) et qui introduisent des retards dans l'évolution de l'offre, il semble que les pays à monnaie faible ont réduit l'excès d'offre, "par le haut" <sup>9</sup>, par croissance de la demande ; les cas typiques sont les Etats-Unis et le Royaume-Uni et l'exception l'Espagne, en raison de la baisse de l'investissement qui n'est pas compensée par un accroissement suffisant du solde extérieur. A l'inverse les pays à monnaie forte semblent avoir réalisé l'ajustement "par le bas", c'est-à-dire par la baisse de la croissance de l'offre : l'Allemagne de l'Ouest a connu une baisse de l'offre et la France une stagnation <sup>10</sup>.

L'ajustement de l'excès d'offre est plus rapide lorsqu'il est réalisé par la demande que par l'offre en raison des délais d'incorporation de l'investissement dans la capacité. Il est donc préférable de réaliser cet ajustement par le haut et par

9. La réduction de l'excès d'offre "par le haut" désigne une évolution qui accroît la demande sans modifier la croissance de l'offre. La réduction de l'excès d'offre "par le bas" correspond à une évolution qui réduit l'offre sans modifier la croissance de la demande.

10. Pour les Etats-Unis et le Japon, la croissance de l'offre a été comparable à celle des pays à monnaie faible de l'Europe en raison des délais d'ajustement.

la demande, surtout en période de chômage afin de ne pas hypothéquer les perspectives de croissance ultérieure. Une baisse des capacités de production peut être préjudiciable par la suite parce qu'une augmentation ultérieure non anticipée de la demande pourrait buter contre les capacités d'offre.

Pour les pays à monnaie faible qui nous intéressent – Royaume-Uni, Italie et Espagne –, la dépréciation de la monnaie a permis une croissance positive de l'offre surtout pour l'Espagne, accompagnée d'une baisse de l'inflation de 2 points pour l'Italie et l'Espagne et de 3 points pour le Royaume-Uni ; elle a également favorisé un rétablissement de la balance courante, spectaculaire pour les deux premiers pays, et moyen pour le Royaume-Uni. Toutefois la similitude entre ces trois pays s'arrête à ces critères car ils se distinguent selon les autres indicateurs (taux d'utilisation des capacités, déficit public et chômage). Du point de vue factuel, cette divergence – peut-être secondaire – tient à la demande, à la politique économique et aux conditions de l'offre.

En premier lieu, le taux d'utilisation <sup>11</sup> n'a augmenté qu'au Royaume-Uni. L'explication apparaît dans le TABLEAU 4. Dans les trois pays à monnaie faible de l'Europe, la part de la consommation et des dépenses publiques dans le PIB n'a guère varié depuis la dépréciation de leur taux de change. En revanche, l'Espagne et l'Italie ont connu une baisse de la part des investissements de l'ordre de 3 points de PIB et une hausse des exportations de 4 points <sup>12</sup>. Dans ces deux pays, la dévalorisation de la monnaie a provoqué une substitution de la demande extérieure à la demande intérieure principalement en raison des taux d'intérêt élevés liés aux primes de risque et de l'incertitude sur la politique économique <sup>13</sup>.

TABLEAU 4

		Le partage de la demande dans les pays à monnaie faible		
		En % du PIB		
		Italie	Espagne	Royaume-Uni
Consommation	1990-1992	0,64	0,64	0,63
	1993-1994	0,65	0,64	0,63
Dépenses publiques	1990-1992	0,16	0,16	0,21
	1993-1994	0,16	0,17	0,21
Exportations	1990-1992	0,24	0,21	0,25
	1993-1994	0,28	0,25	0,26
Investissement	1990-1992	0,22	0,24	0,18
	1993-1994	0,19	0,22	0,17

Source : OCDE.

11. Le taux d'utilisation est égal à  $1 + \text{indicateur d'excès de demande}$ . Dans une situation keynésienne d'excès d'offre, on a :  $TU = Y^d / Y^s = 1 + (Y^d - Y^s) / Y^s < 1$  avec :  $Y^d$  et  $Y^s$  la demande et l'offre.

12. Cette baisse relative de l'investissement ne se retrouve que partiellement dans l'évolution de l'offre en raison des délais d'incorporation dans les capacités (TABLEAUX 2 et 3 et GRAPHIQUE 4).

13. La prime de risque ne retombe à son niveau antérieur pour la lire qu'en 1993/1 et pour la peseta qu'en 1993/3. Dans tous les cas, elle est nettement supérieure à celle sur le franc (voisine de zéro) et *a fortiori* celle sur la livre qui est négative (voir GRAPHIQUE 1).

Locarno & Rossi (1995) mettent en évidence cette baisse de la demande intérieure agrégée en l'attribuant à l'incertitude et à la modération salariale (abandon de la *Scala mobile*). Au contraire, la baisse de la prime de risque sur les taux d'intérêt au Royaume-Uni a permis une reprise de la consommation et de l'investissement (surtout en logement) en raison de l'endettement des agents privés dans ce pays et de la sensibilité de leur comportement aux taux d'intérêt à court terme <sup>14</sup>. Hughes Hallett & Wren-Lewis (1995) confirment d'ailleurs que le gouvernement britannique est revenu à une politique discrétionnaire de gestion de la demande, mâtinée d'un peu d'indépendance de la banque centrale, pour reprendre leur terminologie <sup>15</sup>. Dans ce pays, la structure de la demande ne s'est pas modifiée et la hausse du taux d'utilisation des capacités correspond à une reprise uniforme dans tous les compartiments de l'économie (TABLEAU 4). En revanche, en Italie et en Espagne, la reprise de la demande étrangère a partiellement évincé l'investissement par le jeu du taux d'intérêt (TABLEAU 4). Mais cette éviction ne s'est pas encore fait sentir dans les capacités de production surtout en Espagne, en raison des délais d'incorporation de l'investissement dans les capacités.

En deuxième lieu, les trois pays se distinguent par la politique économique. En Italie, la contrainte de dette publique a incité le gouvernement à pratiquer une politique budgétaire restrictive (en partant d'un niveau très élevé de déficit public) alors que le Royaume-Uni et l'Espagne maintenaient une politique expansionniste par le jeu des stabilisateurs automatiques <sup>16</sup>.

Enfin et surtout, les gains de compétitivité des pays ont été réalisés par le taux de change plutôt que par une moindre hausse du coût unitaire par unité produite en monnaie nationale comme le montre le TABLEAU 5. La hiérarchie de ces gains est claire et renforce le diagnostic concernant le commerce extérieur : l'Italie connaît les gains les plus forts en raison de la baisse de valeur de sa monnaie et de la moindre hausse des coûts salariaux <sup>17</sup> ; l'Espagne vient ensuite, parce que, malgré la baisse de sa monnaie, l'inflation salariale est plus importante, de l'ordre de 3 % ; enfin, le Royaume-Uni enregistre un gain plus faible encore en raison de la moindre dévaluation de sa monnaie. On comprend alors que les conditions de l'offre dans ces trois pays renforcent le diagnostic différentiel fait en premier lieu à propos de l'évolution de la structure de la demande <sup>18</sup>.

14. La baisse des taux d'intérêt à court terme a permis d'alléger le fardeau de la dette des ménages parce que les taux d'intérêt-logement sont indexés sur les taux à court terme : inversion du phénomène de *negative equity*. L'investissement en logement a crû de 5,4 % au Royaume-Uni en 1993-1994, contre -8,7 % de 1990 à 1992.

15. Dans leurs simulations, les auteurs considèrent qu'une dévaluation de la livre se traduit par une hausse de la prime de risque. La surprise est que la dépréciation de la livre a été telle que les agents financiers ont anticipé une appréciation. La baisse des taux d'intérêt n'est donc pas négligeable dans le processus de reprise non inflationniste qu'a connu le Royaume-Uni.

16. Le TABLEAU 4 montre que les dépenses publiques n'ont pas varié en part de PIB, tandis que les TABLEAUX 2 et 3 indiquent que les stabilisateurs automatiques ont joué en Espagne et au Royaume-Uni. En Italie, la baisse du déficit public en part de PIB est d'autant plus remarquable que les taux d'intérêt ont peu baissé.

17. Locarno & Rossi mentionnent pour l'année 1993 des accords salariaux particulièrement modérés.

18. Il est intéressant de noter à ce propos que la France et l'Allemagne connaissent une stagnation de leurs coûts unitaires en dollars. Pour la France, la hausse des coûts est plus que compensée par la baisse du franc à la suite de l'attaque spéculative de l'été 1993. Pour l'Allemagne (ex-RFA), la hausse des coûts internes (hausse des salaires), est exactement compensée par la baisse modérée du mark vis-à-vis du dollar dans la période sous revue : 1992-1994 (après le surajustement de court terme associé à la réunification). Depuis la date d'écriture de cet article, il faudrait incorporer la "crise du dollar", à la suite de la crise financière mexicaine et les perspectives de baisse de la durée du travail en Allemagne qui auront sans doute un impact sur la productivité. Mais dans quel sens ?

TABLEAU 5

## La hausse des coûts unitaires après la crise du SME (1993-1994)

	En %	
	En monnaie nationale	En dollars
Italie	0,3	-12,0
Espagne	3,0	-9,2
Royaume-Uni	0,6	-5,7
France	0,3	-1,7
Allemagne (ex RFA)	1,5	0
Etats-Unis	2,0	2,0
Japon	1,2	12,7

Sources : OCDE ; pour 1994, prévisions.

## Les effets sur l'emploi

Dernier indicateur, le taux de chômage apporte plus d'interrogations que de réponses. En effet, dans les trois pays, le chômage est plus élevé en moyenne au cours de la deuxième période alors que ceux-ci connaissent une croissance plus importante que les pays à monnaie forte. Surtout son évolution comparée ne correspond pas exactement à la conjoncture : la hausse du taux d'utilisation des capacités au Royaume-Uni (sa baisse dans les deux autres pays) s'accompagne d'une augmentation du taux de chômage. Toutefois si l'on observe les tendances, le retournement de l'évolution du chômage a lieu à la fin de 1992 au Royaume-Uni et à la fin du premier trimestre 1994 en Espagne. Par contre on observe une poursuite de la hausse du taux de chômage en Italie compte tenu de la rupture de la série. Sans doute, de nombreux mécanismes sont à l'œuvre qui dépassent le cadre de cet article, comme par exemple l'évolution du taux d'activité qui baisse au Royaume-Uni. De plus le chômage est un stock dont l'évolution est lente : seule une croissance durable, réductrice d'incertitude, serait à même de changer significativement le niveau de l'indicateur.

Dans le cadre macro-économique global qui est le nôtre, nous nous contenterons d'aborder le chômage comme un "solde", c'est-à-dire par la productivité apparente du travail. Le fait saillant mis en évidence par le TABLEAU 6 est que la croissance n'est pas le seul facteur de réduction du chômage. En effet une reprise de la croissance, comme au Royaume-Uni, peut s'accompagner d'une très forte augmentation de la productivité à court terme et donc d'une stagnation de l'emploi.

Mais l'augmentation quantitative de la production reste tout de même une partie de la solution au problème : la croissance très modérée en Italie et en Espagne, accompagnée d'efforts de productivité considérables et en tout cas au moins comparables à ceux du Royaume-Uni, ne peut comptablement résoudre la question (TABLEAU 6). C'est pourquoi apparaît un paradoxe : des pays qui ont fait au préalable un considérable "effort" pour améliorer la productivité du travail, comme la France et l'ex-RFA, connaissent à court terme une réduction de l'emploi plus faible que les trois pays qui ont laissé se déprécier leur monnaie. La croissance de la productivité est proche de la croissance de la demande au Royaume-Uni et beaucoup plus forte que celle-ci en Italie et en Espagne.

TABLEAU 6

La hausse de la productivité par tête					En %
	1 9 9 0 - 1 9 9 2		1 9 9 3 - 1 9 9 4		
	Productivité	Croissance	Productivité	Croissance	
Italie	0,1	0,8	3,5	1,6	
Espagne	1,1	1,4	3,1	1,0	
Royaume-Uni	1,1	-0,6	3,3	3,4	
France	1,8	0,9	0,3	0,7	
Allemagne (ex RFA)	1,5	3,1	2,3	0,9	

Sources : OCDE ; pour 1994, prévisions. Sources : productivité : OCDE, pour 1994 : prévisions ; croissance : "comptes trimestriels".

Cela montre que la "rationalisation" de la production à court terme s'est poursuivie dans ces pays et que la croissance était trop incertaine pour pousser les entreprises à embaucher. A l'inverse, la substitution du capital au travail n'a pas joué comme le montre à l'évidence la comparaison des périodes 1990-1992 et 1993-1994 sur le TABLEAU 6. Au Royaume-Uni, la baisse du taux d'intérêt et la stabilisation des coûts salariaux (TABLEAU 5 et GRAPHIQUE 1) auraient dû l'accélérer et pousser à investir, ce qui n'a pas eu lieu : l'investissement productif stagne et la productivité du travail ne croît pas plus vite que dans la période de récession qui a précédé la sortie du SME, si l'on prend soin de la corriger de l'effet de cycle de productivité. En Italie, au contraire, la prime de risque sur les taux d'intérêt et la modération salariale auraient dû pousser à substituer du travail au capital et à modérer les gains de productivité du travail. Enfin en Espagne, compte tenu de la prime de risque sur les taux d'intérêt et de la hausse des coûts salariaux, on aurait dû observer une situation intermédiaire. Or les progrès de productivité du travail sont les mêmes dans les trois pays. Cela montre qu'actuellement la complémentarité joue plus que la substituabilité des facteurs. Deux éléments poussent à la croissance de la productivité du travail à court terme et empêchent les créations d'emploi : l'augmentation de la demande par l'effet du cycle de productivité dans le cas du Royaume-Uni ; l'incertitude sur la croissance, en Italie en raison de la crise politique, et en Espagne du fait de la crise de son développement antérieur basé sur la profitabilité. La réduction du chômage ne peut donc être obtenue que par une croissance durable de faible variance.

## Les leçons de cette analyse

Les enseignements de cette analyse sont à la mesure des instruments mis en œuvre. Il manque certes un modèle entre la description des faits et les explications suggérées. Toutefois la variation de certaines grandeurs est suffisamment importante pour permettre des conclusions nettes. La sortie du SME a eu des résultats contrastés dans les trois pays sous revue – Espagne, Italie, Royaume-Uni –, mais dans l'ensemble bénéfiques du point de vue macro-économique.

Tout d'abord, elle a permis un ajustement de la demande à l'offre par le haut à

l'inverse des pays à monnaie forte. Ensuite, cet ajustement, qui est plus rapide que le rééquilibrage inverse, s'est réalisé par le rétablissement de leur solde extérieur, qui reste un problème en changes flexibles ou en changes fixes ajustables. De plus, la croissance a été plus élevée, tirée par la demande extérieure, d'autant plus que l'Allemagne était structurellement importatrice, pour cause de réunification. Enfin cette situation n'a pas été inflationniste au cours de la période 1993-1994, parce que ces pays se trouvaient loin du plein emploi et que dans ces circonstances les effets quantitatifs dominent les effets prix. Par exemple, une croissance de la demande se traduit par des gains de productivité du travail (cycle de productivité) et ceux-ci peuvent être surdéterminés par une politique salariale restrictive comme l'a connue l'Italie en 1993.

Cependant, des effets pervers ont pu apparaître. En Espagne et en Italie, les taux d'intérêt élevés, liés à l'augmentation de la prime de risque-pays, ont évincé l'investissement. En Italie, la contrainte de dette publique a induit une politique budgétaire restrictive contra-cyclique qui a entravé les bénéfices immédiats de la baisse du taux de change réel. Enfin, l'incertitude sur la politique économique, et donc sur les anticipations, a été un facteur extra-économique d'éviction de la demande intérieure et surtout de l'investissement en Italie et en Espagne.

Le Royaume-Uni n'a semble-t-il pas connu ces effets pervers. La baisse relative des taux d'intérêt – la prime de risque-pays est devenue négative – jointe à un retour à une politique de gestion discrétionnaire de la demande a permis une croissance "harmonieuse", au sens de "proportionnelle" (la structure de la demande n'a pas changé). Le taux d'utilisation des capacités s'est accru, l'inflation s'est réduite grâce aux gains de productivité à court terme.

L'observation des données montre donc que la production est très sensible au taux d'intérêt parce que celui est actuellement élevé en Europe (effet sur l'investissement, endettement des ménages) et que les politiques de gestion de la demande n'ont pas perdu de leur efficacité.

La sortie du SME pour le Royaume-Uni et l'Italie, et du "SME dur"<sup>19</sup> pour l'Espagne, a-t-elle été bénéfique à ces trois pays ? Cela dépend évidemment des poids que l'économiste attribue aux différentes variables de la fonction objectif et nous en laissons l'appréciation au lecteur. Elle a certainement permis un rétablissement des équilibres extérieurs et un maintien de la croissance sans provoquer initialement une reprise de l'inflation, mais elle n'a eu aucun effet sur le chômage en raison du cycle de productivité et de l'incertitude sur la croissance. Les pays concernés se sont donc partiellement affranchis de la conjoncture allemande, des règles d'affectation de la politique économique à l'allemande, et du critère budgétaire de Maastricht. Peuvent-ils envisager un retour dans le SME ? Aujourd'hui, le Royaume-Uni ayant expérimenté une sortie bénéfique mesure les coûts potentiels d'un retour dans le système. L'Italie et l'Espagne, confrontés au chômage et à la contrainte extérieure, à l'inachèvement de leur convergence selon le critère de l'inflation, peuvent penser que le coût de court terme d'une rentrée dans un "SME dur" excluant les réalignements est élevé, surtout si on leur applique les critères budgétaires. Au total, la crise de septembre 1992 marque une rupture dans l'organisation des politiques monétaires et budgétaires en Europe.

P. V.

19. On entend ici par SME dur, le régime de taux de change fixe à dominance allemande sans réalignement. La stabilisation du taux de change nominal est un des critères de convergence de Maastricht.

## RÉFÉRENCES

- Bénassy-Quéré A. & P. Villa (1995), "Les options de politique économique en Allemagne réunifiée : un modèle dynamique", *Economie internationale*, la revue du CEPII, n° 61, 1<sup>er</sup> trimestre, pp. 33-70, Paris, la Documentation française.
- Eichengreen B. & C. Wyplosz (1993), "Pourquoi le SME a explosé et comment le relancer ?", *Revue économique*, n° 3, mai, pp. 673-687, Paris, Presses de la FNSP.
- Hughes Hallett A. J. & S. Wren-Lewis (1995), "Y-a-t-il une vie hors du SME ? L'expérience du Royaume-Uni", *Economie internationale*, la revue du CEPII, n° 63, 3<sup>e</sup> trimestre, pp. 31-54, Paris, la Documentation française.
- Locarno A. & S. Rossi (1995), "L'Italie après la dévaluation : au delà des idées reçues", *Economie internationale*, la revue du CEPII, n° 63, 3<sup>e</sup> trimestre, pp. 55-70, Paris, la Documentation française.
- OCDE (1994), "Perspectives économiques" n° 56, décembre.