

Niels Thygesen

## ÉTUDE CRITIQUE DES ZONES CIBLES ET RÉFLEXIONS SUR L'EXPÉRIENCE DU SME

### *Bref rappel historique de la notion de zone cible*

Parmi les propositions concernant la réforme monétaire internationale dont il a été débattu au cours des vingt années qui ont suivi l'abandon définitif du système de Bretton Woods au début de l'année 1973, les zones cibles en matière de change occupent une place centrale. Les autorités françaises ayant manifesté un certain intérêt pour cette idée (ainsi qu'il ressort des études de Boughton (1994) et Funabashi (1988), notamment au moment de la signature des accords du Louvre en 1987, il a paru intéressant d'aborder ce thème dans le cadre d'une conférence sur la France et les institutions monétaires internationales.

La détermination de zones cibles (ou marges de référence) pour encadrer les taux de change des principaux pays industrialisés qui, depuis 1973, flottent de manière individuelle, ne s'est pas imposée comme un plan de réforme réalisable au cours des débats qui se sont déroulés de 1972 à 1974 sur la réforme monétaire internationale, dans le cadre du Comité des Vingt, mais l'idée en a été lancée peu de temps après, d'abord par Ethier et Bloomfield (1975) et puis par Williamson (1977) <sup>1</sup>.

Au tout début, dans sa version simple, ce projet considérait le dépassement par les taux de changes réels d'un pays d'une zone cible relativement large comme un signal d'alerte qui devait déclencher la coordination de la politique monétaire internationale et conduire à exercer une légère pression sur les politiques macroéconomiques des principaux pays industrialisés susceptibles d'entraîner un taux de change au-delà des limites de cette zone. Les différentes

---

*Exposé présenté lors du colloque « La France et les institutions de Bretton Woods », Paris, les 30 juin et 1<sup>er</sup> juillet 1994. (A paraître dans les actes de la conférence publiés par le Comité pour l'Histoire économique et financière de la France, Paris, 1994.)*

*\*1 Le Comité des Vingt (1974) ne se réfère pas explicitement à la notion de zone cible, mais Mussa (1994), p. 289, cite un mémorandum non publié de J. Marcus Fleming, alors directeur adjoint du département de la recherche au FMI, qui analyse cette notion dans le détail.*

versions de ce schéma imposaient des obligations différentes aux pays déviants. Williamson a toujours insisté sur le fait que les limites de la zone cible ne devaient pas être considérées comme inviolables ; en bref, elles ne devaient pas nécessairement être défendues au moyen d'interventions et d'ajustements de la politique intérieure, mais uniquement par l'obligation « négative » de renoncer aux actions susceptibles d'entraîner les taux de change au-delà des limites de la zone cible. Si les mouvements monétaires persistaient et si les différentiels d'inflation (de très grande ampleur dans les années 1970) étaient importants, c'est la zone cible elle-même qui devait être réajustée.

La première référence officielle à cette idée est apparue au niveau européen sous la forme du Plan Duisenberg qui prévoyait une extension de la coopération européenne au-delà des accords « sur le Serpent monétaire » liant le deutsche mark à certaines monnaies européennes moins importantes<sup>2</sup>. Le ministre des Finances des Pays-Bas de l'époque proposait que les monnaies en régime de taux flottant (le franc français, la livre sterling et la lire italienne) soient intégrées dans une zone cible avec les monnaies participant au serpent monétaire ou éventuellement avec la plus importante d'entre elles, le deutsche mark. Ce plan fut discuté mais non pas mis en œuvre, car il fut jugé trop vague ; deux ans plus tard, il était rattrapé par les événements, avec la création du Système Monétaire Européen (SME) qui visait essentiellement à étendre la grille de parité du serpent monétaire pour englober le franc français et la lire italienne. La livre sterling restait en dehors du mécanisme, contrairement à son satellite depuis plus d'un siècle, la livre irlandaise. Cet exposé revient ensuite sur la question de savoir si le SMF, sous ses formes antérieures ou postérieures, peut être considéré comme une zone cible et par la même, servir de modèle pour l'adoption globale de la proposition d'établissement d'une zone cible.

Les zones cibles ont cessé d'être en vogue dans les milieux officiels entre la fin des années soixante-dix et le milieu des années quatre-vingt. Cette période s'est caractérisée par de fréquents mouvements des taux de change pour résoudre les conflits résiduels entre les politiques nationales qui devaient être ajustées « pour mettre de l'ordre dans les affaires de chaque pays ». Ces conflits résiduels étaient d'importance majeure, comme par exemple celui qui a résulté de la mise en œuvre, aux Etats-Unis d'une politique budgétaire fortement expansionniste et d'une politique monétaire relativement prudente, à un moment où l'Europe faisait porter son effort principal sur la rigueur budgétaire. La surévaluation du dollar des Etats-Unis qui en est résultée a dû être corrigée avant que l'intérêt des autorités par les zones cibles puisse être réactivé.

Williamson, dans un article important de 1983 remanié en 1985, a préparé le chemin pour un retour en force de cette notion. Il a, en particulier, élaboré le

---

<sup>2</sup> Le Plan Duisenberg est commenté plus en détail dans Gros et Thygesen (1992), pp. 39-40.

concept central de Taux de Change d'Equilibre Fondamental (TCEF) sur les plans théorique et pratique, et adopté un point de vue fortement critique à l'égard des taux flexibles en raison de leur coût potentiel et également du risque de voir le protectionnisme se renforcer dans les pays dont les monnaies s'apprécient.

La principale faiblesse de la proposition d'établissement d'une zone cible a également été clairement mise en évidence à la même époque par ses détracteurs, et notamment par McKinnon (1984). En insistant avec force sur la nécessité d'éviter une distorsion de taux de change réels, la proposition accorde trop peu d'attention à un autre objectif qui constitue à certains moments le sujet de préoccupation majeur de la politique de change d'un pays, à savoir l'ancrage du niveau national des prix, par le biais du rattachement de sa monnaie à un étalon international dont la stabilité est reconnue. Une règle de coordination internationale qui se contenterait de mettre l'accent sur l'ajustement relatif des positions concurrentielles au moyen de taux de change réels stables ferait peser une incertitude sur la tendance internationale des prix. Une règle supplémentaire déterminant qui doit s'aligner sur qui, compte tenu de l'équilibre global de l'offre et de la demande pour l'ensemble des participants, est indispensable pour ancrer la tendance internationale des prix. Ce problème peut être résolu de manière concrète au moyen d'un système asymétrique de coordination des politiques monétaires, si le principal protagoniste fait attention à l'inflation et oriente sa politique en fonction d'objectifs intérieurs, tandis que les autres protagonistes s'efforcent de le suivre en fixant leur taux de change nominal du mieux qu'ils le peuvent. Le SME a parfois fonctionné de cette manière sous la conduite de l'Allemagne, vers le milieu des années quatre-vingts. Toutefois ce système ne permet pas d'éviter des distorsions occasionnelles et, dans tous les cas, il rompt avec l'ambition initiale de la proposition de zone cible, en autorisant ouvertement l'asymétrie.

*Une version récente de la proposition d'établissement d'une zone cible (« le Plan »)*

Dans les versions plus récentes dont la plus élaborée est celle présentée par Williamson et Miller (1987) dans le document appelé « le Plan » de coordination de la politique internationale, il est remédié à ce défaut<sup>3</sup>, bien que ce plan ait été remanié par la suite. Le Plan part de l'hypothèse que les autorités nationales s'efforcent de maintenir un niveau élevé d'activité, tout en cherchant à éviter à la fois l'inflation et les problèmes financiers occasionnés par leur balance des paiements courants. Le choix de ces trois objectifs, visant tous à assurer une

<sup>3</sup> La présentation de la proposition adoptée ci-dessous suit la version la plus récente (Williamson et Henning, 1994).

stabilité intérieure et extérieure à moyen terme, sera contrôlé avec toute l'efficacité voulue par le personnel du FMI qui s'assurera de la faisabilité de ces objectifs et de leur cohérence dans le contexte international. Chaque participant s'engagera alors à poursuivre des politiques macroéconomiques conçues pour parvenir simultanément à un équilibre intérieur, c'est-à-dire à une utilisation des ressources à un taux non inflationniste, et à un équilibre extérieur, c'est-à-dire une position supportable du solde des opérations courantes. Ces politiques impliquent nécessairement une gestion de l'économie dont le premier objectif intermédiaire est de maintenir le taux de change effectif nominal en phase avec l'évolution du TCEF de manière à réaliser un équilibre intérieur et extérieur à moyen terme. Si ce taux est géré de façon à éviter les dépassements de la zone cible axée sur le TCEF, on peut dire que la proposition concrétise un peu plus le principe essentiel du système initialement mis en place à Bretton Woods, à savoir à éviter un « déséquilibre fondamental » sur le marché des changes.

Le deuxième objectif intermédiaire concerne le taux de croissance nominal de la demande intérieure. Pour obtenir un ancrage nominal implicite du niveau national des prix, il convient d'encourager une croissance de la demande nominale à un taux correspondant à la capacité de production, assortie d'un taux d'inflation acceptable, ou tout du moins d'un taux se rapprochant de l'objectif visé.

D'après la proposition, ces deux objectifs intermédiaires doivent être poursuivis au moyen de trois règles d'affectation des instruments propres aux politiques monétaire et budgétaire :

- 1° intervention neutralisée de façon à conserver le taux de change nominal à l'intérieur de sa zone cible ;
- 2° modification des taux d'intérêts à court terme afin d'assurer une croissance de la demande nominale proche de la trajectoire choisie ;
- 3° modification des instruments budgétaires permettant de concilier l'équilibre de la balance des paiements avec une utilisation des ressources non inflationnistes<sup>4</sup>.

Ces affectations peuvent être modifiées si une intervention neutralisée ne suffit pas à maintenir les taux de change à l'intérieur des limites de la zone cible ; dans cette hypothèse, il se peut que les variations des taux d'intérêt à court terme doivent être réorientées et s'effectuer non plus en fonction de la gestion de la demande nominale mais de la stabilisation des taux de change<sup>5</sup>.

*4 Il s'agit là de l'affectation inverse - suggérée dans Boughton (1989), qui a été intégrée dans la version révisée du Plan. Dans Williamson et Miller (1987), la politique budgétaire a pour mission d'assurer la stabilisation interne, alors que la politique monétaire et des taux de change doit se consacrer à la poursuite des objectifs définis en matière de balance des opérations courantes.*

*5 L'expérience du SME, relative à ce type de réaffectation est analysée plus loin.*

Ce Plan est intellectuellement séduisant et capable en principe d'assurer une cohérence très poussée des politiques macroéconomiques des membres du G7 dans le contexte international. De plus, on ne peut lui reprocher ses deux principales motivations : limiter les fluctuations des taux de change flexibles qui ont dominé l'évolution du système monétaire international depuis 1973, et dissuader les gouvernements de suivre les politiques très divergentes, tant dans le domaine monétaire que budgétaire. Le système monétaire international a démontré sa robustesse tout au long des vingt dernières années face aux grands chocs asymétriques et/ou aux tentatives d'absorber les chocs symétriques par des voies sensiblement différentes, mais au prix d'une volatilité considérablement plus forte que celle des paramètres macroéconomiques fondamentaux des principaux pays industrialisés. Atténuer l'excessive volatilité des taux de change serait hautement désirable, notamment parce que l'idée préconçue selon laquelle le fait de contenir la volatilité dans ce domaine reviendrait simplement à la déplacer sur d'autres marchés (avec notamment pour conséquence des taux d'intérêts plus volatiles) ne semble pas devoir résister à une analyse approfondie des faits <sup>6</sup>. Par ailleurs, il serait aussi tout aussi souhaitable de parvenir à influencer sur les comportements des gouvernements en renforçant le régime des taux de change, mais il convient de ne pas se faire trop d'illusions dans ce domaine.

Il existe deux principales raisons de mettre en doute la possibilité de réformer le système monétaire international conformément aux orientations tout à fait intéressantes définies dans ce Plan très élaboré. En effet, ce dernier repose sur deux postulats essentiels, l'un fondé sur les faits et l'autre sur l'interprétation des priorités et des comportements des gouvernements : 1° la connaissance du fonctionnement de l'économie et de ses interactions est suffisamment affinée pour permettre de formuler des objectifs et de choisir parmi les instruments décrits plus haut ; 2° les gouvernements sont prêts à s'engager sur des objectifs extérieurs, et également au niveau de la formulation de leur politique budgétaire, dans les limites envisagées dans le Plan.

Dans une critique récente du Plan, Cooper (1994) explique de manière détaillée pourquoi notre connaissance des faits est à l'heure actuelle insuffisamment précise pour donner à un objectif en matière de balance des paiements courants des principaux pays industrialisés le rôle de pivot qui lui est assigné dans le Plan. Dans un monde de grande mobilité des capitaux, la notion de position de balance courante supportable demeure très vague. Même si un certain nombre de valeurs possibles devaient être isolées quelque peu arbitrairement, la détermination des combinaisons des taux de change réels et des positions budgétaires permettant d'atteindre le but recherché demeurerait très incertaine. Les grands déséquilibres observés ces dernières années dans les

---

<sup>6</sup> Voir en particulier Rose (1994), ainsi qu'Artis et Taylor (1994).

paiements courants du Japon et des Etats-Unis confortent cette opinion. Qui peut affirmer avec certitude qu'un déficit des Etats-Unis de 100 milliards de dollars par exemple, ou bien un excédent du Japon de 150 milliards de dollars sont supportables ? Qui peut, par conséquent, indiquer quelle doit être l'ampleur de l'ajustement ? Il est bon qu'une estimation soit faite, aussi soigneusement que possible, mais même les concepteurs de modèles les plus confiants ne peuvent espérer que les résultats de leurs calculs convaincront suffisamment les hommes politiques pour les inciter à prendre des mesures décisives. Dans des circonstances normales, il est bien certain que les décideurs politiques essaieront de profiter au maximum du bénéfice du doute sur la portée de leurs effets et qu'ils encourageront leurs conseillers économiques à opter pour l'interprétation des faits la plus favorable à leur propension naturelle à modifier le moins possible leur politique intérieure <sup>7</sup>.

Le deuxième postulat, à savoir la capacité et la volonté réelle des gouvernements de s'engager à prendre des mesures budgétaires constructives sur le plan international dans les rares cas où ils sont au courant et d'accord dans les grandes lignes avec les estimations effectuées au niveau international sur les mesures à prendre dans le domaine budgétaire. Les principaux exemples relevés au cours des vingt dernières années portent sur le brusque gonflement du déficit budgétaire des Etats-Unis dans la première moitié des années 1980 et du déficit du secteur public allemand qui a suivi la réunification du pays en 1990. Les promesses d'assainissement des finances publiques, mêmes lorsqu'elles sont étayées par des accords détaillés passés avec les assemblées législatives, comme ce fut le cas par exemple pour la loi Gramm-Rudman-Hollings visant à réduire le déficit selon un mécanisme qui était censé être automatique, ou bien encore pour l'accord budgétaire à long terme de 1990 passé entre le président Bush et le congrès américain, n'ont pu être tenues et il n'a pas été possible de réduire le déficit américain dans les proportions prévues, mêmes les plus optimistes. De même, l'Allemagne n'a pas pendant deux ou trois ans respecté les intentions exprimées par son gouvernement dans les forums internationaux de réduire son déficit, d'une part, parce que ce déficit s'est avéré plus grave que prévu, et ensuite parce que le pouvoir de décision concernant de nombreuses dépenses avait été délégué à des échelons inférieurs de gouvernement moins sensibles à l'opinion internationale que le gouvernement fédéral <sup>8</sup>.

<sup>7</sup> *Frankel et Rockett (1988) et Frankel (1989) fournissent des exemples frappants sur la manière dont les gouvernements arrivent à exploiter la notion - d'incertitude du modèle - pour limiter la portée de la coopération en matière de politique macroéconomique, en insistant sur différents modèles de fonctionnement et d'interactions de leurs économies.*

<sup>8</sup> *Le Japon peut se vanter de faire partiellement exception à cette règle ; à plusieurs reprises, depuis 1986-1987, la politique budgétaire du Japon a été ajustée conformément aux recommandations du G7— bien que les effets de ces ajustements puissent avoir été gommés par l'impact de la baisse du taux de l'épargne privée et la crise financière.*

Vu le caractère contestable de ces deux postulats, il est tentant de déduire, à l'instar du FMI (1994) et de son économiste en chef Mussa (1994) qu'un tel plan est impossible à mettre en œuvre. Lorsque les objectifs en matière de balance des paiements courants qui ont constitué un élément important des efforts de coordination des politiques internationales dans les années 1960<sup>9</sup> à une époque où la mobilité des capitaux était faible et où de nombreux pays industriels se trouvaient encore confrontés au manque de liquidités sur le marché international demeurent vagues, aucun calcul précis du TCEF ne peut être effectué et l'exercice perd beaucoup de son intérêt. Lorsque, de surcroît, plusieurs grands pays ont montré qu'ils étaient peu disposés à ou capables d'orienter, même en partie, leur politique budgétaire, en fonction d'objectifs extérieurs, il peut sembler tout à fait irréaliste d'entreprendre une réforme monétaire internationale sur cette base. Cette opinion se trouve confortée par l'éclatement du SME à marges étroites en 1992-1993 puisqu'un groupe de pays européens plus petit et censément plus cohérent, s'est révélé incapable de créer sa propre version de la zone cible.

Une telle conclusion semble toutefois injustifiée, si on l'entend comme excluant toute possibilité d'appliquer une version de cette idée. La section suivante analyse l'expérience du SME et évalue dans quelle mesure celle-ci peut être considérée comme un essai de différents modèles de proposition d'établissement de zone cible, dont on peut tirer un enseignement pour la réforme monétaire internationale.

#### *L'expérience européenne en matière de coordination des politiques*

La première observation évidente qui s'impose à propos de l'expérience européenne (c'est-à-dire de la Communauté européenne et maintenant de l'Union européenne) en matière de coordination des politiques, est qu'elle a principalement mis l'accent sur la gestion des taux de change. Peu d'efforts ont été accomplis, parfois aucun, pour coordonner les politiques budgétaires nationales dans l'esprit du Plan, du moins pendant les vingt années qui ont suivi l'accord monétaire régional instituant le fameux serpent monétaire, signé en 1972 par les Etats membres de la Communauté.

On peut à première vue s'étonner de cette absence de succès et même d'ambition à faire entrer explicitement les politiques autres que monétaires dans le champ d'action de la coordination européenne. *A priori*, on aurait pu s'attendre à ce que les deux plus grands obstacles qui s'opposent à la mise en œuvre du Plan décrit plus haut (connaissance concrète insuffisante des effets de transmission internationaux et manque de volonté de la part des gouvernements nationaux d'accorder une large place à des considérations extérieures

---

<sup>9</sup> Par exemple, voir OCDE (1966).

dans l'élaboration de leur politique budgétaire) soient moins insurmontables au niveau régional européen qu'au niveau des participants au forum mondial qu'est le G7. Depuis les années 1977-1978, on a pu observer, tout du moins dans le cadre de l'Europe continentale, une stabilité des taux de change plus prononcée que dans le système mondial, ce qui a considérablement réduit les incertitudes relatives aux effets de transmission transfrontières résultant des réorientations des politiques budgétaires nationales, par rapport à celles qui prévalent encore dans le cadre mondial des taux flexibles. La stabilité des taux de change devrait également renforcer la position de la politique budgétaire vis-à-vis de la gestion de la demande ; c'est l'une des conclusions fondamentales du modèle Mundell-Flemming. En bref, il semblerait qu'il soit à la fois facile au niveau de l'analyse et plus important de coordonner les politiques budgétaires nationales à l'intérieur de l'Europe. Le fait que cela ne se soit pas produit, bien que dès 1974<sup>10</sup>, le Conseil des ministres ait été officiellement doté de certains pouvoirs, pour procéder à cette coordination, met en évidence les contraintes énormes qui pèsent sur la capacité et la volonté des gouvernements nationaux de s'engager à procéder à des ajustements budgétaires faisant l'objet d'accords internationaux, même dans le cadre d'un groupement régional étroit, dans lequel des négociations ont lieu de façon pratiquement continue sur un large éventail de questions et où il existe des chances que l'on peut estimer bonnes de voir des mesures de politique budgétaire constructives sur le plan international produire des effets positifs rapidement. Si les gouvernements ne peuvent pas ou ne veulent pas coordonner leurs politiques dans un tel cadre, il sera encore plus difficile d'obtenir qu'ils le fassent dans un cadre mondial, où les liens entre Etats sont encore plus ténus.

Les observateurs de l'évolution récente de la situation en Europe feront remarquer qu'avec l'entrée en vigueur du Traité de Maastricht, les gouvernements semblent enfin avoir renoncé à leur attitude de non-intervention vis-à-vis de la politique budgétaire. Une telle conclusion serait tout à fait contestable. En effet, le Traité prévoit seulement des contraintes en cas d'adoption par un Etat membre d'un comportement budgétaire fortement déviant ; afin que cet Etat puisse réunir les critères lui permettant de participer complètement à l'Union monétaire, après la mise en place de celle-ci. L'idée force est d'éviter un « déficit excessif » et le Traité décrit dans le détail à la fois le contenu de cette idée et les procédures à suivre pour l'appliquer. Mais ces prescriptions ne s'apparentent en rien à une coordination des politiques au sens du Plan. Ainsi, un pays qui admet des fluctuations du déficit de son secteur public comprises

*10* Décision ECOFIN du 18 février 1974 « sur la réalisation d'un degré élevé de convergence entre les politiques économiques des Etats membres » et la directive (adoptée le même jour) sur la stabilité, la croissance et le plein emploi. Les raisons pour lesquelles ces intentions n'ont pas été suivies d'effet dans la Communauté européenne, ont été analysées par Mortensen (1990).

entre 0 et 3 % de son PIB, pouvant atteindre dans des circonstances exceptionnelles 4 %, ne risque pas d'entrer en conflit avec ses partenaires. Les critères de convergence du Traité de Maastricht pour les politiques budgétaires ne donnent aucun mandat au Conseil des ministres pour coordonner autoritairement les politiques en cas de déséquilibre global de l'offre et de la demande au sein de l'Union européenne. Cette situation est illustrée de façon frappante par l'absence d'efforts en ce sens pendant la période 1992-1994, alors qu'un déficit majeur de la demande était apparu dans les Etats membres de l'Union européenne<sup>11</sup>.

Si l'expérience européenne ressemble à la mise en œuvre de la proposition d'établissement d'une zone cible, cette ressemblance n'est pas à rechercher du côté des versions récemment élaborées du Plan résumées plus haut, mais avec la version plus ancienne et plus simple de la zone cible qui mettait strictement l'accent sur la gestion des taux de change, sans s'embarrasser des fioritures relatives à une coordination plus large des politiques. Mais comme depuis le début du SME l'expérience européenne a évolué en trois phases distinctes et qu'elle se prépare à entrer dans une quatrième phase, la phase finale, très différente des trois autres, l'Union monétaire complète, il convient d'adopter une démarche chronologique et de se demander comment chaque phase semble correspondre à la proposition d'établissement de zone cible, et quelles leçons il est possible d'en tirer pour une réforme monétaire mondiale.

#### *Les débuts SME (1979-1983)*

Les partisans de l'établissement d'une zone cible, à commencer par Williamson, ont toujours eu tendance à juger favorablement les quatre premières années de fonctionnement du SME et à voir dans cette première phase l'application de leurs théories la plus fidèle qui fut jamais observée — du moins en Europe.

A l'origine, le SME était un mécanisme de protection établi pour que les modifications des taux de change, trop fréquentes dans les années soixante-dix, deviennent beaucoup moins systématiques. D'un point de vue technique, le système était une extension du « serpent », comprenant trois nouvelles monnaies au sein d'une grille de cours pivots bilatéraux, entourés de marges de fluctuation relativement étroites<sup>12</sup>. Le SME présentait au moins trois avantages

<sup>11</sup> Cet aspect a été sévèrement critiqué par Drèze et Malinvaud (1994), qui insistent également sur l'idée d'un ensemble de mesures budgétaires coordonnées à mettre en œuvre par les gouvernements des pays membres de l'Union européenne.

<sup>12</sup> 2,25 % au-dessus de la monnaie la plus faible, ou en dessous de la monnaie la plus forte du système — sauf pour la lire, autorisée à fluctuer à l'intérieur de marges de 6 % jusqu'en janvier 1990, réduites ensuite à 2,25 %. Beaucoup plus tard, de nouveaux pays membres ont également bénéficié de marges plus larges (l'Espagne à partir de juin 1989, le Royaume uni à partir d'octobre 1990 et le Portugal à partir d'avril 1992).

par rapport au système de Bretton Woods : il évitait que les taux de change nominaux ne soient trop rigides compte tenu des écarts d'inflation ; il permettait en quelque sorte une prise de décision collective concernant les réalignements ; enfin, l'adhésion au système semblait faciliter, à l'occasion d'un réalignement, l'ajustement des politiques nationales, notamment la désindexation et l'assainissement des finances publiques, de manière adéquate au plan international. Certes, les marges de fluctuation étaient plus étroites que dans le cadre de la proposition d'établissement d'une zone cible, mais le système pouvait être géré sans mouvements de capitaux massifs et déstabilisateurs sur les marchés de change en prévision d'options à sens unique, telles que celles qui avaient provoqué l'effondrement du système du Bretton Woods dix ans plus tôt. Cette plus grande résistance du système pouvait être attribuée à l'existence continue de contrôles élaborés sur les mouvements de capitaux, ainsi qu'à la fréquence relativement élevée des réalignements — au nombre de sept durant les quatre premières années de fonctionnement du SME. En ce sens, les débuts du système n'étaient pas sans rappeler une autre idée plus ancienne de Williamson (1965), consistant à instaurer une parité « glissante » entre les cours pivots, même si certains cours glissaient en réalité à un rythme plutôt rapide.

Durant cette première phase, les pays membres du SME ont plutôt réussi à améliorer leurs résultats et leur cohésion face aux chocs extérieurs quasi généralisés qui ont marqué le début des années quatre-vingt — la seconde hausse des prix du pétrole et la valse du dollar — par rapport aux années soixante-dix. En revanche, ils ne sont pas parvenus, dans l'ensemble, à redistribuer la demande entre les pays en recourant à d'autres instruments que les réalignements. Ils ne sont pas davantage parvenus à faire converger les variables nominales — taux d'inflation et taux d'intérêt —, mais ce but ne figurait pas parmi les objectifs initiaux du SME et était, en tout état de cause, impossible à atteindre en raison de la fréquence et de l'importance cumulée des réalignements ; le concept de discipline n'a été appliqué qu'à partir de 1983. Enfin, le système s'est en fait avéré asymétrique, malgré la présence de signes contraires au départ, notamment sous la forme de l'indicateur dit de divergence ; peu à peu, la suprématie allemande est devenue une caractéristique essentielle.

Peut-on considérer cette première version du SME, caractérisée par des marges étroites mais aussi des réalignements fréquents, comme un modèle possible en vue d'une réforme monétaire internationale qui serait mis en œuvre, comme le SME, à la suite de fortes fluctuations sur les marchés de change ? Il semblerait que le contexte économique mondial du milieu des années quatre-vingt-dix soit très différent du contexte européen du début des années quatre-vingt, pour deux raisons majeures. Les écarts d'inflation entre les pays sont beaucoup plus réduits qu'ils ne l'étaient à l'époque, ce qui devrait nécessiter des réalignements moins nombreux ou moins importants. En outre,

la mobilité des capitaux est bien supérieure de nos jours ; si l'on souhaite mettre en place un système de changes fixes mais ajustables dans le contexte actuel, les réalignements devront être rares et limités. On pourra donc peut-être faire coïncider, après tout, ce qui doit être fait et ce qui peut l'être, tout en conservant les principales caractéristiques de la première version du SME, même si cette dernière ne constitue pas à première vue un modèle à suivre fidèlement pour une réforme monétaire internationale.

Si ce modèle était néanmoins suivi, il pourrait être très utile de retenir au nombre des caractéristiques la prise de décision collective concernant les réalignements et, — comme on a pu l'observer au cours des premières années, lors des phases où le SME a le mieux fonctionné —, les ajustements des politiques nationales qui accompagnent et étayent ces réalignements. Ce point nous ramène à l'idée initiale contenue dans la proposition d'établissement d'une zone cible, selon laquelle le franchissement de la zone cible servirait à déclencher la coordination des politiques. Dans le cadre du SME, les réalignements étaient utilisés à cette fin ; ainsi, en 1982, la Belgique et le Danemark ont dû réduire l'ampleur de leurs dévaluations et recourir davantage à des instruments nationaux ; en 1983, autre exemple, à l'occasion de la troisième dévaluation importante du franc, la France a dû annoncer qu'elle modifierait sa politique nationale, ce qui a accru la crédibilité du nouveau taux de change et a incité ses partenaires à continuer de consacrer leurs réserves de devises à la défense de ce taux. Pour que de tels effets puissent être observés, les réalignements ne peuvent pas être aussi réduits et fréquents que l'envisagent les partisans d'un système de parité glissante. Ils doivent être suffisamment importants et spectaculaires pour créer dans le pays le climat de crise qui convient et être approuvés dans le cadre de réunions internationales très formelles. C'est là qu'apparaît le risque de déstabilisation dû à la spéculation et aux gros paris à sens unique du type de ceux qui ont provoqué l'effondrement du système de Bretton Woods. Quoi qu'il en soit, après 1983 les pays membres du SME semblent eux-mêmes avoir renoncé à accompagner les réalignements d'ajustements de politique nationale. Même lorsque d'importants réalignements ont de nouveau dû être effectués, en 1992-1993, ils ont été décidés de façon informelle et assortis de conditions moins nombreuses qu'au cours des premières années, lors des phases où le SME a le mieux fonctionné.

#### *Le renforcement du SME et son effondrement*

Après 1983, la coordination des politiques dans le cadre du SME a pris une orientation différente de celle envisagée dans la proposition d'établissement d'une zone cible. L'intégration des marchés de biens et de services s'est renforcée grâce à l'adoption du programme de Marché unique, et la mobilité des facteurs, notamment du capital, a augmenté. Ces initiatives auraient été

difficiles à mettre en œuvre sans la stabilisation des taux de change limitée, mais prometteuse, obtenue au moyen du SME, mais à leur tour elles ont incité à développer davantage le système. Un consensus avait commencé à se faire à partir de 1983 sur les politiques de désinflation et d'assainissement des finances publiques, permettant une convergence progressive vers les taux d'inflation faibles et décroissants que connaissait alors l'Allemagne (et les Pays-Bas) et faisant apparaître les réalignements de plus en plus injustifiés. Pour consolider ces bons résultats et s'orienter vers un système de prise de décision plus symétrique concernant la politique monétaire — qui doit être plus uniforme lorsque les taux de change sont stabilisés — des réformes institutionnelles en vue de l'UEM et d'une monnaie unique ont figuré à l'ordre du jour à partir de 1986. Cette réforme devant être très longue à négocier et à mettre en œuvre, les pays membres du SME se sont dotés en 1987 de moyens de défense renforcés pour maintenir le système en place pendant une période de transition prolongée, risquant d'être agitée du fait de la mobilité croissante des capitaux.

Pendant près de cinq ans, le dispositif connu sous le nom d'Accord de Bâle-Nyborg de septembre 1987 a fonctionné sans trop de difficultés. Les fluctuations à l'intérieur des marges, qui avaient parfois été limitées artificiellement dans le passé, étaient considérées comme le principal moyen d'absorber les perturbations affectant les parités entre les monnaies du SME. Si ces fluctuations devenaient quelque peu importantes, on recourait à un savant dosage d'interventions sur le marché des changes, intramarginales au départ, et d'ajustements relatifs des taux d'intérêt à court terme. Si ces efforts conjugués s'avéraient inefficaces, on pouvait procéder, en de rares occasions, à un réalignement du cours pivot (bien que cette mesure ne soit pas clairement mentionnée dans la note interprétative de l'Accord) ; dans ce cas, selon un principe tacite, le cours pivot pouvait tout au plus varier à raison de deux fois la largeur de la bande, afin de réduire au minimum les fortes variations de taux sur le marché des changes. Tant que ces principes étaient scrupuleusement respectés, les opérateurs sur le marché ne pouvaient pas escompter des gains en prenant des positions de change ouvertes en monnaie du SME.

On peut considérer que ce sont là autant d'étapes constructives vers une coordination plus étroite des politiques internationales, à un moment où celle-ci devrait être renforcée du fait de l'amélioration de la convergence fondamentale. Mais le SME fonctionnant avec des marges étroites était un compromis précaire, et cela pour deux raisons : la convergence n'était pas suffisante pour rendre les réalignements totalement inutiles et, du fait de la mobilité accrue des capitaux, la prise d'options à sens unique a joué un rôle plus déstabilisateur que prévu. A l'origine, la suppression du contrôle des changes — désormais effective dans onze des douze Etats membres — était considérée comme une mesure complémentaire à une intégration monétaire de plus en plus étroite. Cette libéralisation a tout d'abord renforcé la crédibilité des engagements pris

au sein du SME. En soumettant leurs politiques au jugement des marchés financiers internationaux, les gouvernements se sont davantage contraints à mener enfin des politiques macroéconomiques totalement cohérentes et, bien qu'il fasse l'objet d'une gestion étroite, le SME a eu tendance à devenir un système à l'écoute des réactions du marché. De plus, les marchés ont à l'évidence pris au sérieux la perspective de l'UEM, fondée sur la création d'une monnaie unique à partir des cours pivots existants, lorsqu'elle est ressortie des négociations étonnamment rapides qui ont eu lieu de 1989 à 1991 et ont abouti au Traité de Maastricht. Les taux d'intérêt, tant à long terme qu'à court terme, ont convergé malgré les tensions suscitées par la désynchronisation cyclique entre les pays membres, notamment après l'unification allemande ayant entraîné des déficits budgétaires considérables et la conduite d'une politique monétaire de rigueur par la Bundesbank. Mais toute confiance dans la viabilité des cours pivots s'est évaporée lorsque les perspectives d'UEM se sont évaporées en 1992, après la ratification difficile du Traité de Maastricht au Danemark et en France. Une fois sorties du mécanisme de change du SME les deux monnaies les plus suspectes de surévaluation — la lire et la livre sterling —, les acteurs du marché ont cessé d'analyser les résultats passés pour s'attacher davantage à percevoir les différences entre les politiques futures : en effet, on pouvait s'attendre à ce que l'impatience face à la récession prolongée entraîne des changements d'orientation à des moments différents dans les pays adhérant toujours au mécanisme de change. Les gouvernements se sont finalement sentis obligés d'élargir considérablement les marges — passées à  $\pm 15\%$  le 1<sup>er</sup> août 1993.

Des facteurs plus techniques, jouant à plus court terme, ont également contribué à l'effondrement du SME fondé sur des marges étroites : il est peut-être utile de mettre ceux-ci en évidence en considération des règles d'affectation qui figurent dans le plan précédemment exposé.

L'Accord de Bâle et Nyborg prévoyait une réponse modulée aux tensions survenant sur les marchés des changes : variation à l'intérieur des marges, interventions neutralisées et modifications relatives des taux d'intérêt. En 1992-1993, cet ensemble de mesures n'a pas obtenu les résultats escomptés, ou n'a pas été appliqué. Au lieu de jouer un rôle d'amortisseur, les fluctuations intramarginales ont de plus en plus été interprétées comme le signe d'une intention de modifier le cours pivot ; les interventions neutralisées à l'intérieur des marges ont été trop fréquentes, et on a trop tardé à modifier les taux d'intérêt, ces modifications étant soit impopulaires au plan politique, soit trop dangereuses pour l'activité nationale — ou les deux. En liaison avec les règles d'affectation des instruments proposées, il s'est avéré difficile de réaffecter les taux d'intérêt nationaux à court terme de la gestion de la demande nominale à celle des taux de change (bien qu'aucun pays membre du SME n'ait réellement avoué un tel objectif). Selon le plan type, si une telle réaffectation venait à être

souhaitable, la politique budgétaire devrait davantage viser à assurer l'équilibre interne. Mais la marge de manœuvre au niveau budgétaire avait déjà été utilisée, et les gouvernements européens s'étaient sérieusement engagés à réduire leurs larges déficits.

Avec le recul, les principales raisons expliquant que les règles d'affectation du plan type et de l'Accord de Bâle et Nyborg, apparemment sensées, n'aient pas pu être appliquées résident dans l'échec des gouvernements à rendre crédible leur engagement à maintenir les cours pivots existants. Du fait de cet échec, les anciens éléments stabilisateurs du SME ont été inopérants et les premiers mécanismes de défense — les fluctuations intramarginales et les interventions neutralisées — ont été trop sollicités, rendant nécessaires des ajustements plus profonds que plusieurs pays n'étaient pas disposés à réaliser. La plupart de ces problèmes ont apparemment été résolus dans le cadre du SME fonctionnant avec des marges larges, comme il est expliqué dans la partie suivante.

Les enseignements à tirer de la mise en place d'un SME de plus en plus contraignant en vue d'une réforme monétaire internationale semblent, avec le recul, essentiellement négatifs. Le maintien de taux de change normaux très rigides — et, *a fortiori*, le mouvement vers l'UEM — doit être considéré comme un objectif trop ambitieux pour le système économique mondial<sup>13</sup>. Celui-ci est susceptible de connaître un plus grand nombre de chocs asymétriques et une désynchronisation cyclique plus marquée que les pays membres du SME. Certes, à très long terme, les accords qui ont persuadé de nombreux responsables européens que les avantages de l'unification monétaire l'emportent sur ses coûts pourront peut-être également convaincre les principaux pays membres du G7 ; toutefois, les arguments en faveur d'un système de changes rigides ou de sa variante supérieure, une monnaie unique, ont nettement moins de poids que dans le cadre de l'intégration assez avancée de l'Union européenne. Une certaine souplesse des parités entre les principales monnaies mondiales sera nécessaire dans un avenir proche. Il reste à examiner si le système européen récent, fondé sur des marges larges, se rapproche davantage des caractéristiques les plus intéressantes de la proposition d'établissement d'une zone cible et, par là même, constitue un modèle possible pour l'amorce d'une réforme monétaire internationale.

#### *Le SME actuel : une cible sans zone ?*

La décision d'élargir les marges de fluctuation, prise par le Conseil des ministres le 1<sup>er</sup> août 1993, afin de créer suffisamment d'incertitude autour du

13 L'auteur partage toutefois l'analyse de Cooper (1991), selon laquelle la création d'une monnaie unique pourrait bien constituer à terme une solution tout aussi intéressante pour le système monétaire mondial. Mais la transition devra être extrêmement longue.

taux de change et d'ôter ainsi tout intérêt à la spéculation contre les cours pivots des monnaies restantes, a été largement critiquée au départ comme étant un acte de désespoir, effaçant plus de vingt ans d'expérience cumulée. Le moment venu, le verdict de l'histoire sera peut-être quelque peu différent.

On peut dire que la stratégie actuelle repose sur une cible — à savoir le cours pivot — mais sans zone, car les marges sont si larges qu'il semble improbable d'en atteindre les limites. Elles sont même encore plus larges que le prévoyait Williamson dans sa proposition initiale, qui a toujours été jugée très laxiste. A ce jour — un an après août 1993 —, le SME fonctionnant avec des marges larges a été une expérience à moitié concluante. Ces marges n'ont jamais été atteintes ; l'écart maximal entre les monnaies les plus fortes et les monnaies les plus faibles s'est élevé à environ 8 % au cours des deux mois qui ont suivi l'élargissement, mais par la suite il s'est généralement établi en dessous de 4-5 % ; la plupart des pays membres de l'ancien système ont maintenu leur monnaie à l'intérieur de ces marges. Les interventions ont été modeste dans l'ensemble, et la convergence nominale est restée satisfaisante, bien que les disparités de taux d'intérêt courts et longs avec l'Allemagne se soient quelque peu accrues lors de l'augmentation, à partir de février 1994, des taux obligataires dans le monde entier. Les opérateurs sur le marché espéraient bien entendu une convergence suffisante des taux d'inflation et la stabilité des taux de change à long terme, malgré la marge de fluctuation beaucoup plus importante accordée aux taux et la persistance de l'incertitude entourant le calendrier de l'UEM. Les attaques contre les cours pivots, qui ont marqué la dernière année de fonctionnement du système avec des marges étroites, ont cessé. La crédibilité retrouvée des cours pivots a notamment permis de réduire largement le nombre des interventions, qu'elles soient neutralisées ou non.

Peut-on tirer, de ces expériences récentes et pour le moment peu concluantes, des enseignements pour une réforme monétaire internationale fondée sur l'établissement d'une zone cible ? Au sein d'un groupe de pays qui présentent une convergence nominale bien avancée, tel que la plupart des membres du SME et le G7, et où les distorsions des taux de change sont difficiles à discerner, la souplesse des changes est avant tout requise pour tenir compte de la désynchronisation cyclique de l'activité économique, qui subsistera certainement dans les deux groupes de pays mentionnés. Mais la nécessité de différencier les politiques monétaires pour prendre en compte seulement ces variations cycliques est toute relative et par définition temporaire. Le degré de souplesse requis pour les taux de change nominaux n'est pas supérieur, de toute évidence, aux larges marges qui caractérisent aujourd'hui le SME.

En instaurant ces larges marges, les gouvernements et les banques centrales du pays membres du SME ont adopté une position de repli, afin de rétablir la confiance dans les cours pivots qu'ils s'étaient longtemps efforcés de maintenir et jugeaient eux-mêmes toujours crédibles. En outre, ils sont toujours tenus de

sulvre, en vertu des dispositions du Traité de Maastricht, une procédure complexe afin de remplir, si possible, les critères de convergence budgétaire pour déterminer si, d'ici à 1996, une majorité d'Etats membres seront prêts à geler irrévocablement leur cours pivot et à fixer ensuite rapidement une date pour l'introduction d'une monnaie unique. Bien qu'il soit très difficile de dire à l'heure actuelle si ce calendrier pourra être respecté, le long processus de l'unification monétaire a créé des circonstances qui restent, malgré tous les reculs, plus favorables à toute forme de régulation des taux de change que celles qui existent dans le système économique mondial. Dans ce dernier, même l'adoption des marges extrêmement larges du SME constituerait une initiative ambitieuse.

La question cruciale soulevée par l'expérience du SME est de savoir si le renforcement de la coordination des monnaies et des taux de change peut remplacer d'une certaine façon l'absence de coordination des politiques non monétaires, effort qui apparaît irréaliste. Cette vision optimiste était devenue l'un des fondements de la thèse favorable à un SME doté de marges étroites et du mouvement vers l'UEM. Elle a apparemment survécu à l'effondrement de son élément central, du moins lorsqu'il est apparu clairement que les participants continuaient d'attacher beaucoup d'importance à la stabilité des taux de change et souhaitaient que son maintien soit une caractéristique essentielle de la politique monétaire élaborée.

Le degré étonnamment élevé de stabilité des taux de change que l'on a pu observer au sein du nouveau SME, plus laxiste, laisse espérer que des systèmes moins formels et contraignants que ceux envisagés dans le passé comme modèles de réforme possibles pourraient être aussi performants, si ce n'est plus, en matière de stabilisation des taux de change<sup>14</sup>. Le maintien des cours pivots et le fait que les gouvernements et les banques centrales d'Europe reconnaissent explicitement que ceux-ci demeurent un point d'ancrage crédible pour les prévisions des taux de change a sans aucun doute constitué une importante condition préalable à la stabilité du système. On pourrait presque qualifier ce système de cible sans zone.

Si cette analyse est correcte, un premier pas vers une réforme monétaire internationale pourrait consister, pour les pays du G7, à définir d'un commun accord un groupe de cours pivots, afin de créer un point d'ancrage similaire dans le système économique mondial. Compte tenu des critiques précédemment formulées sur l'imprécision des objectifs en matière de balance des opérations courantes dans un contexte d'extrême mobilité des capitaux, cet exercice comporterait nécessairement une grande part d'arbitraire, bien que l'on puisse utiliser les travaux de Williamson (1994) et d'autres économistes

<sup>14</sup> Le dernier Rapport annuel de la Banque des règlements internationaux, BRI (1994), p. 170, fait état d'une conclusion similaire.

pour calculer les TCEF le plus exactement possible. Les marges étant larges et les cours pivots n'étant pas irrévocablement fixés, les règles de gestion du système, notamment les dispositions en vue des (rares) réalignements, pourraient être plus importantes que l'ensemble des bases de calcul des cours pivots. En l'absence de craintes sérieuses sur la viabilité des taux de change actuels, il serait naturel de commencer à ce niveau ou à partir d'une moyenne des taux récemment observée. Des marges d'environ  $\pm 10\%$  autour de ces cours seraient annoncées, par exemple 1,45-1,75 deutschmark et 90-110 yens pour un dollar, étant entendu que la politique monétaire viserait au moins à maintenir les taux à l'intérieur de ces marges grâce à des ajustements appropriés des taux d'intérêt relatifs à court terme plutôt qu'au moyen d'interventions neutralisées, qui seraient sans doute inefficaces (comme elles l'étaient au sein du SME en 1992-1993), sauf peut-être pour remédier à la désorganisation du marché.

Cette stratégie est proche de celle décrite dans la formulation initiale de la proposition d'établissement d'une zone cible, mais bien moins ambitieuse que le Plan qui, de plus, reposait clairement sur la coordination des politiques budgétaires nationales. L'accent serait mis davantage sur les cours pivots, qui ne devraient nécessiter que des ajustements très espacés, compte tenu de la similarité des taux d'inflation des principaux pays — ce qui contraste fortement avec le contexte dans lequel la proposition d'établissement d'une zone cible a été formulée pour la première fois au début des années soixante-dix et quarante-vingt. On pourrait considérer que cette attention accordée aux cours pivots remplace l'absence d'ancrage explicite du taux d'inflation international.

Ce système serait souple, au sens où les pays qui ne souhaitent pas user totalement de la latitude offerte par la largeur des marges pourraient définir des marges plus étroites pour eux-mêmes, possibilité ayant aussi été utilisée au sein du SME, en ce qui concerne le florin néerlandais par rapport au deutschmark par exemple. Si plusieurs pays, notamment les participants à la dernière phase de l'UEM, vont jusqu'à unifier leurs monnaies, les marges correspondront à l'évidence au taux de l'ECU par rapport aux deux autres grandes monnaies restantes.

Dans cette optique, il existe peut-être une possibilité restreinte d'adopter aujourd'hui une réforme conformément à ces principes, qui n'existera plus lorsque l'UEM aura été réalisée et qu'une Banque Centrale Européenne (BCE) aura été mise en place. La BCE s'engagera en premier lieu à maintenir la stabilité des prix dans les pays membres et, en vertu de l'acte 109 du Traité de Maastricht, une politique de change vis-à-vis de l'extérieur ne peut être imposée que si le Conseil de ministres décide à l'unanimité de conclure des accords formels avec les Etats-Unis et le Japon (dans le cadre du FMI). Il semble peu probable qu'un accord formel soit conclu et que son adoption fasse l'unanimité. Mais tant que l'UEM n'est pas réalisée, la voie est libre et les obstacles à

une entente avec les autorités nationales responsables des principales devises sont moins dissuasifs. Cette stratégie peut être considérée comme une version améliorée et actualisée de l'Accord du Louvre de 1987; car les cours pivots sont annoncés de façon plus officielle — ce qui implique une plus forte résolution à les maintenir — que la vague référence à une « stabilisation autour des niveaux actuels », et les marges sont plus larges que celles envisagées à l'époque selon la description de Funabashi (1988).

On peut douter que les autorités nationales du G7 soient aujourd'hui suffisamment convaincues des avantages de la limitation de la souplesse des taux de change pour aller dans cette direction. Même une proposition aussi peu contraignante que celle-ci suppose une certaine perte d'autonomie monétaire. L'intérêt est que l'on pourrait alors écarter le prétexte d'une perte d'autonomie également en matière de politique budgétaire nationale. Quoi qu'il en soit, si l'on ne peut pas infléchir les politiques budgétaires pour atteindre les objectifs de stabilisation nationale, parce qu'elles se trouvent hors du contrôle à court terme des gouvernements, ou parce qu'elles ont été orientées vers l'objectif à long terme d'assainissement des finances publiques, il sera difficile d'utiliser les instruments de la politique monétaire et de la politique de change autant que cette stratégie le voudrait.

### *Conclusion*

La théorie des zones cibles, exposée dans le plan dans ses multiples variantes et perfectionnements, aborde les problèmes centraux posés par la réforme monétaire internationale. Des considérations théoriques, ainsi que l'analyse de l'expérience européenne d'un système de change contraignant, suggèrent cependant que les versions récentes de cette théorie sont devenues trop ambitieuses, en proposant que les pays du G7 coordonnent leurs politiques à la fois monétaires et budgétaires — un effort que les pays européens, dont les économies sont bien plus intégrées, ont été peu disposés à réaliser au cours des vingt dernières années.

Il est proposé de revenir à l'objectif plus modeste de stabilisation des taux de change prévu dans la proposition initiale, qui seul peut être garanti. En tout état de cause, l'expérience récente des pays européens, fondée sur des marges larges autour de cours pivots fermement annoncés, est peut-être la meilleure solution pour atteindre un degré considérable de stabilité des taux de change. Compte tenu de l'absence de disparités importantes entre les taux d'inflation nationaux, cette stratégie semble plus applicable qu'elle ne l'a jamais été au cours des deux dernières décennies.