

L'Espagne, le SME et la peseta : quelles perspectives ?

*Patrick Artus **

En 1989, quand l'Espagne adhère au SME, elle s'engage à abolir les contrôles de change d'ici la fin 1992 et elle procède aussi à d'importantes réductions de droits de douane. Dans quelle mesure les conditions économiques actuelles du pays lui permettent-elles de tenir effectivement ces engagements et de supporter les effets de la stabilisation des changes tant à court terme qu'à plus longue échéance ? Après avoir rappelé les premières conséquences de l'entrée dans le mécanisme de change et regardé si les réactions de l'économie espagnole ont correspondu jusqu'à présent à celles observées dans les autres cas de nouvelles adhésions, cet article propose une réflexion sur les évolutions possibles, compte tenu des atouts et faiblesses du pays. Si à moyen terme, l'Espagne paraît bien armée pour faire face aux contraintes imposées par un système de changes fixes, l'équilibre financier à court terme semble par contre plus difficile à préserver.

L'analyse menée entre autre dans le prolongement des travaux sur les modèles de zones cibles permet d'éclairer la nature du « paradoxe de la peseta ».

L'évolution récente de la peseta peut surprendre : alors que l'inflation reste en Espagne nettement supérieure à ce qu'elle est en France et en Allemagne, et que le déficit commercial devient très important, la monnaie espagnole est au plus haut vis-à-vis des autres devises européennes et les capitaux internationaux se dirigent vers les marchés espagnols.

* *Patrick Artus est chef du service des études économiques et financières de la Caisse des dépôts et consignations. Cet article est également paru dans la série des documents de travail de la Caisse des dépôts (document de travail n° 1991-09/E).*

Après avoir rappelé les caractéristiques de la situation économique de l'Espagne avant et après l'adhésion au SME, on analyse ici la réalité, les causes et les conséquences probables du « paradoxe de la peseta », en se plaçant soit dans une perspective de moyen terme, centrée sur les besoins de croissance et la compétitivité de l'économie espagnole, soit dans une optique de court terme, en privilégiant l'équilibre financier et les mouvements de capitaux.

En adhérant au SME au début de 1989, l'Espagne poursuit des objectifs multiples : limiter l'effet des chocs financiers ou monétaires ; réduire l'inflation en accroissant la crédibilité de la politique économique. Les travaux menés sur les premiers adhérents montrent qu'en général ces objectifs sont atteints (Artis (1990), McDonald-Taylor (1990), Ungerer-Evans-Nyberg (1986), Giavazzi-Pagano (1988)).

La situation économique de l'Espagne en 1989

L'inflation a beaucoup ralenti de 1984 à 1988, les hausses de salaire étant devenues plus modérées (graphique 1 et tableau 2). Depuis 1986, la croissance est forte (tableau 1) ce qui a permis un recul du chômage qui reste toutefois très préoccupant. La forte progression de l'activité de 1986 à 1988 tranche avec le recul antérieur (graphique 2).

Une des caractéristiques de l'économie espagnole est en effet le très haut niveau du chômage, plus de 16 % en 1991 (graphique 3, page 69), qui a toutefois un peu baissé depuis 1986 où il a atteint plus de 22 %, pour différentes raisons :

- ralentissement des hausses de salaires ;
- reprise de l'accumulation du capital ;
- forte croissance ;
- hausse du taux de profit.

Cependant, un certain nombre de handicaps structurels persistent ¹ :

- déficit de production dû à la mauvaise spécialisation internationale pour certains biens (biens d'équipement) ;
- mouvement de rationalisation entamé à la fin des années 70 entraînant des licenciements pas encore achevés ;
- phénomènes d'« insiders » (les chômeurs n'interviennent plus dans la formation des salaires) ;
- inadéquation de l'offre et de la demande de travail du point de vue des qualifications.

Les causes du chômage sont donc tant microéconomiques que macroéconomiques.

1. Bentolila et Blanchard (1990).

TABLEAU 1

L'Espagne : équilibre des biens et services

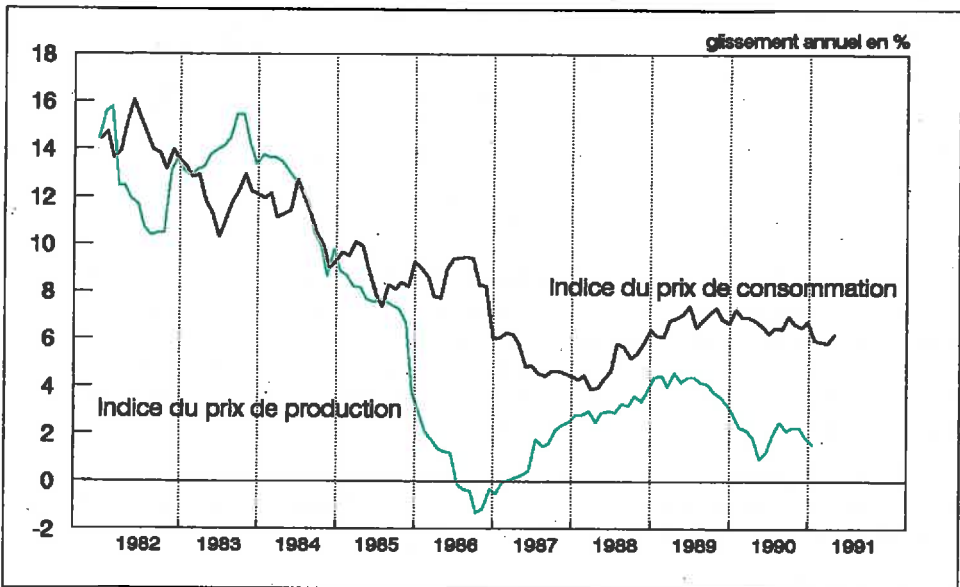
En %/an

	1988	1989	1990	1991 *	1992 *
PIB	5,2	4,8	3,5	3,0	3,4
Consommation privée	4,6	5,4	4,0	3,5	3,6
Consommation publique	5,0	5,6	4,4	3,4	3,2
Investissement	14,0	13,2	8,1	5,5	6,1
Exportations	7,0	5,2	4,7	4,0	5,5
Importations	15,2	16,0	10,2	7,2	7,5

* Prévission.

GRAPHIQUE 1

L'évolution des prix en Espagne



Source : Data Resources, Inc

La balance commerciale est continûment déficitaire, l'Espagne important en particulier des biens d'équipement. Cependant, grâce à l'excédent des services (tourisme) la balance courante est à peu près équilibrée et les mouvements de capitaux restent limités (tableaux 2 et 3 et graphique 4, page 70).

TABLEAU 2

L'évolution économique de l'Espagne

En %/an

	1980	1982	1984	1986	1988	1989	1990	1991 *	1992 *
<i>Nominal</i>									
Inflation	15,6	14,4	11,3	8,8	4,8	6,8	6,7	6,2	6,0
Prix de production	17,4	12,4	12,2	0,9	3,0	4,2	2,2	2,0	
Production industrielle	1,2	- 1,1	0,9	3,1	3,1	4,5	0	1	
Salaire horaire	n.d.	n.d.	n.d.	10,4	7,5	7,8	8,3	8,2 *	
Salaire mensuel	15,3	15,7	9,9	10,9	5,9	5,6	8,0	8,0	
<i>Finance et monnaie</i>									
M3	16,5	14,0	12,0	3,9	10,4	11,0	14,7	15,7	
Cours boursier	- 7,6	- 8,9	33,0	103,6	10,8	- 24,1	23,2		
Taux d'intérêt (niveau)									
- 3 mois	16,5	16,3	14,9	11,7	11,7	15,0	15,2		
- 2 mois	16,0	16,0	16,5	11,4	11,7	13,7	14,7		
DM/peseta (niveau)	2,54	2,22	1,77	1,55	1,55	1,59	1,59		
Franc/peseta (niveau)	5,90	5,99	5,43	4,95	5,11	5,39	5,34		
<i>Balance des paiements</i>									
Balance commerciale (mds pesetas)	- 968	- 1 242	- 879	- 1 080	- 2 456	- 3 197	- 3 271	- 3 350	- 3 400
Balance courante (mds pesetas)	- 412	- 600	183	694	- 334	- 1 366	- 1 591	- 2 300	- 2 500
Mouvements de capitaux (mds pesetas)	303	360	470	- 243	1 256	1 990	1 946		

* Prévvision.

On voit sur le tableau 3 que, de 1980 à 1989, l'Espagne parvient, malgré le déficit des biens, à accroître ses réserves de change grâce au tourisme et à des entrées continues de capitaux à long terme, puis en fin de période à court terme. La décroissance des avoirs nets extérieurs a comme contrepartie la progression des avoirs officiels ; l'équilibre de la balance courante est compatible avec un fort niveau à la fois de l'épargne nationale et de l'investissement.

L'Espagne profite des transferts communautaires, mais pour des montants qui restent modérés, comparables à ceux que reçoivent de beaucoup plus petits pays, tels que les Pays-Bas, la Belgique, et l'Irlande.

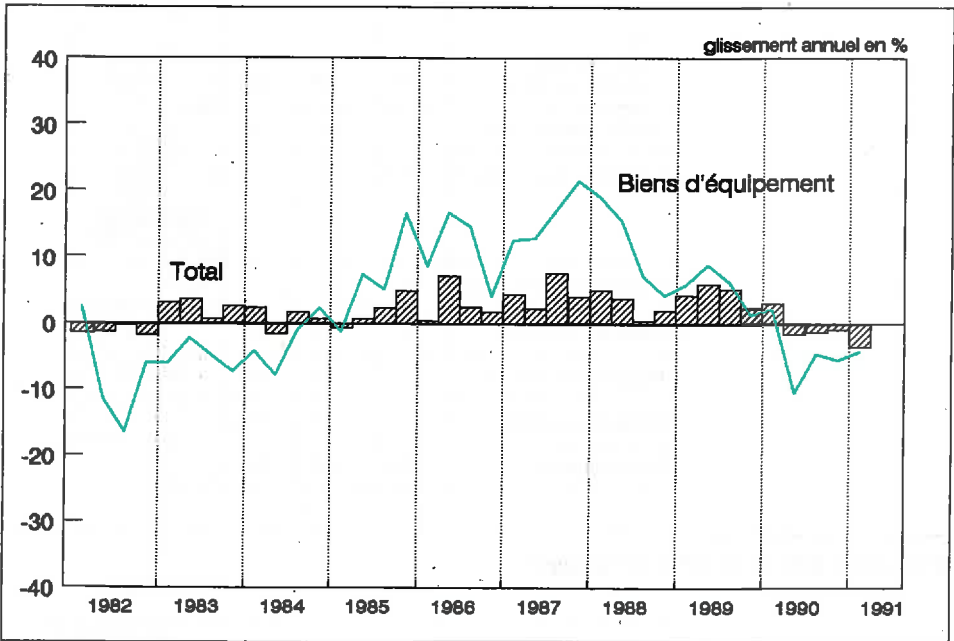
Il faut d'ailleurs noter que :

- l'Espagne a une longue histoire de contrôle des changes (Vinals (1990b)), l'adhésion au SME se doublant de l'engagement de les abolir avant la fin de 1992 ;
- jusqu'en 1985, le contrôle limite surtout les sorties de capitaux à long terme ;
- au moment de l'entrée dans la CEE (1986), il y a libéralisation en ce qui concerne les capitaux à long terme (investissement direct et de portefeuille) ;

– à partir de 1987 et surtout de 1988-89, le contrôle est réintroduit sur les entrées de capitaux, afin de permettre des taux d'intérêt domestiques élevés. Effectivement, on peut observer des déviations en ce sens à la condition de parité non couverte (de 1,7 point en 1987, 0,8 en 1988, 2 points en 1989).

GRAPHIQUE 2

L'indice de la production industrielle espagnole



Source : Data Resources, Inc.

La politique monétaire depuis le début des années 1980 jusqu'à l'adhésion au SME a été de plus en plus sévère (tableau 4, page 70) et les objectifs fixés ont été assez bien réalisés. Les taux d'intérêt réels sont devenus parallèlement de plus en plus élevés : -1 point en 1980, 3,5 points en 1984, 7 points en 1988 pour le taux à 3 mois (tableau 2 et graphique 5). La peseta se déprécie continûment vis-à-vis du franc et du mark jusqu'à la fin de 1986 (tableau 2 et graphique 6, page 72), puis en 1987 et 1988 la parité est stabilisée, ce qui contribue clairement à la désinflation mais coïncide avec le début de la dégradation de la balance commerciale.

TABLEAU 3

Structure de la balance des paiements

En % du PNB

	1980/82	1983/85	1986/89	1989 (mds pesetas)
Exportations	10,8	13,9	12,0	5 032
Importations	16,3	17,3	16,9	7 985
Solde des biens	- 5,5	- 3,4	- 4,9	- 2 953
Solde des services	2,1	3,0	3,3	Tourisme : 1 559 autres services : - 493
dont : intérêts sur les avoirs extérieurs	0,9	0,9	0,3	- 352
Avoirs nets extérieurs	12,5	8,6	1,9	
Capitaux à long terme	2,2	0,8	2,5	2 064 dont investissements directs : 864
Capitaux à court terme	0,1	0,2	1,9	- 103
Réserves officielles	- 0,8	1,1	2,4	620
Balance courante	- 2,6	0,4	- 0,6	- 1 366
Épargne nationale	19,7	20,9	22,4	
Investissement	22,0	19,9	24,1	

} 1 066

Transferts nets de la CEE à l'Espagne

En mds de pesetas

1986	1987	1988	1989
- 8	38	159	163

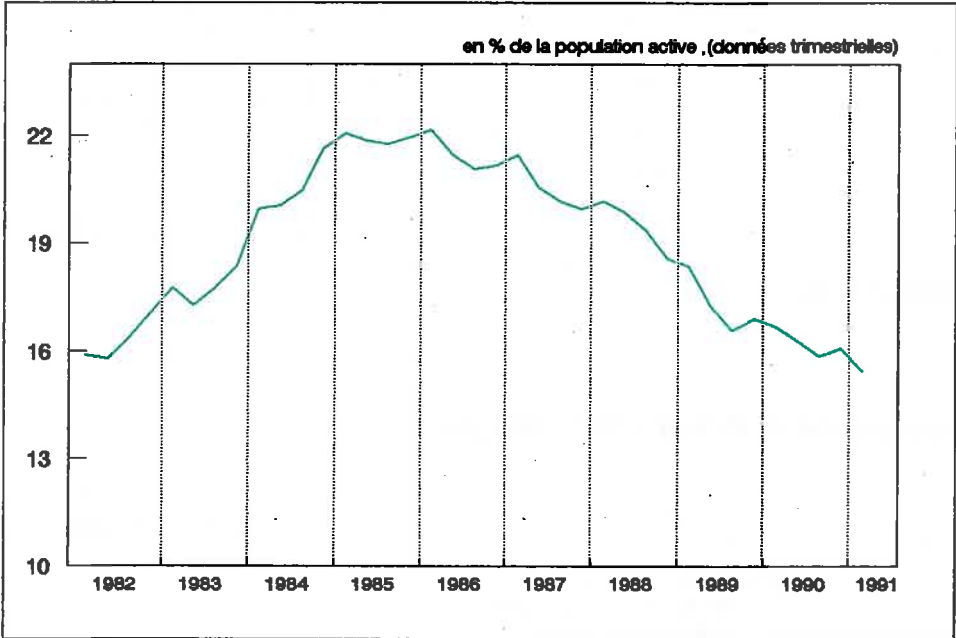
Transferts nets de la CEE par pays en 1989

En mds d'Écus

Belgique	Grèce	Portugal	Allemagne	France	Italie	Roy. Uni	Espagne	Pays-Bas	Irlande
+ 1,1	+ 2,0	+ 0,5	- 6,6	- 3,0	- 1,5	- 3,3	+ 1,3	+ 1,1	+ 1,4

GRAPHIQUE 3

Le taux de chômage en Espagne



Source : Data Resources, Inc

Finalement, à la fin de 1988, la situation économique en Espagne apparaît assez satisfaisante :

- croissance forte ;
- inflation ralentie ;
- hausses de salaires plus modérées ;
- taux de change stabilisé.

Cependant le chômage reste fort, le besoin d'investissement considérable et les taux d'intérêt réels sont très élevés. Les autorités espagnoles profitent de la conjoncture économique favorable pour adhérer au SME avec un écart vis-à-vis des autres pays européens aussi réduit que possible et avec l'espoir de consolider l'amélioration économique grâce aux gains de crédibilité et sans risquer le retour d'une dépréciation de la peseta.

TABLEAU 4

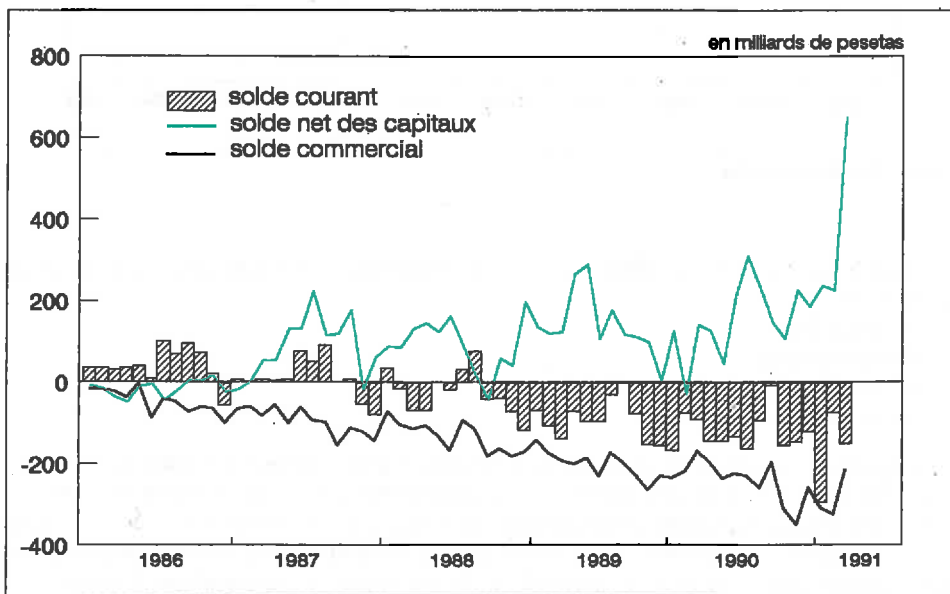
Objectif monétaire

M3 puis ALP : ensemble des liquidités

	Objectif	Réalisation
1982	13,5/17,5	15,3
1984	10,5/14,5	14,4
1986	9,5/12,5	11,8
1988	8/11	11
1989	6,5/9,5	11,3
1990	6,5/9,5	9,5
1991	7/11	

GRAPHIQUE 4

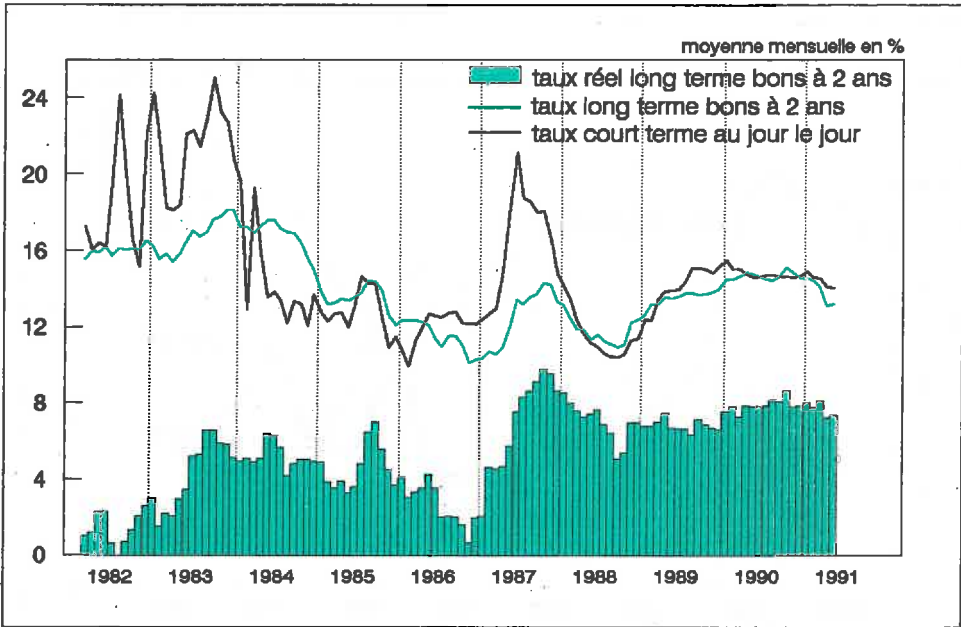
Les soldes extérieurs de l'Espagne



Source : Data Resources, Inc

GRAPHIQUE 5

L'évolution des taux d'intérêt en Espagne



Source : Data Resources, Inc

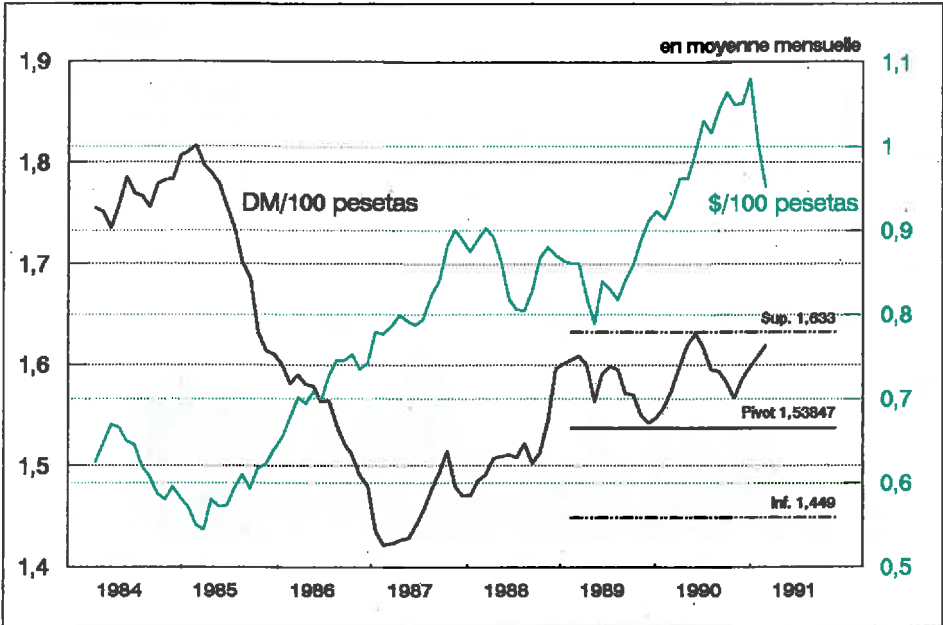
Les traits saillants de l'évolution depuis 1989

Si les bienfaits liés à l'appartenance au SME sont connus, on peut cependant craindre pour l'Espagne les inconvénients habituels de la stabilisation du change (Vinals (1990)) :

- renforcement de l'effet des chocs réels, s'ils sont spécifiques à l'Espagne ;
- instabilité accrue du taux d'intérêt (Corsetti-Grilli-Roubini (1990)) ;
- perte de compétitivité et impossibilité de réduire le chômage qui se situe encore à un niveau d'autant plus élevé qu'après l'adhésion au SME les droits de douane ont été fortement réduits (de 40 %) ;
- abandon du seignuriage (taxe inflationniste) comme mode de financement du déficit (Dornbusch (1988), Drazen (1988), Gros (1989)).

GRAPHIQUE 6

Le taux de change de la peseta face au deutsche mark et au dollar



Source : Data Resources ,Inc

La théorie montre qu'il est très difficile d'avoir à la fois changes fixes et absence de contrôle des changes, en raison de l'ampleur des mouvements de capitaux spéculatifs en cas de risque de réalignement des parités (Artis (1988), Wyplosz (1986), Obstfeld (1986)). On sait aussi qu'en théorie, la politique monétaire devient inefficace; puisque le taux d'intérêt est dicté par le taux étranger et ne peut plus servir à réaliser un objectif monétaire interne. Ceci est clairement décrit dans les analyses faites du « nouveau SME »². D'après ces analyses, les nouveaux adhérents bénéficient spontanément de la crédibilité liée au système et les anticipations de dépréciation de leur monnaie disparaissent. Si, pour des raisons internes (forte dette publique, forte demande...) ils mènent une politique de taux d'intérêt élevés, l'attrait pour leur monnaie devient grand, il y a des entrées de capitaux et la parité est la plus forte permise par le système.

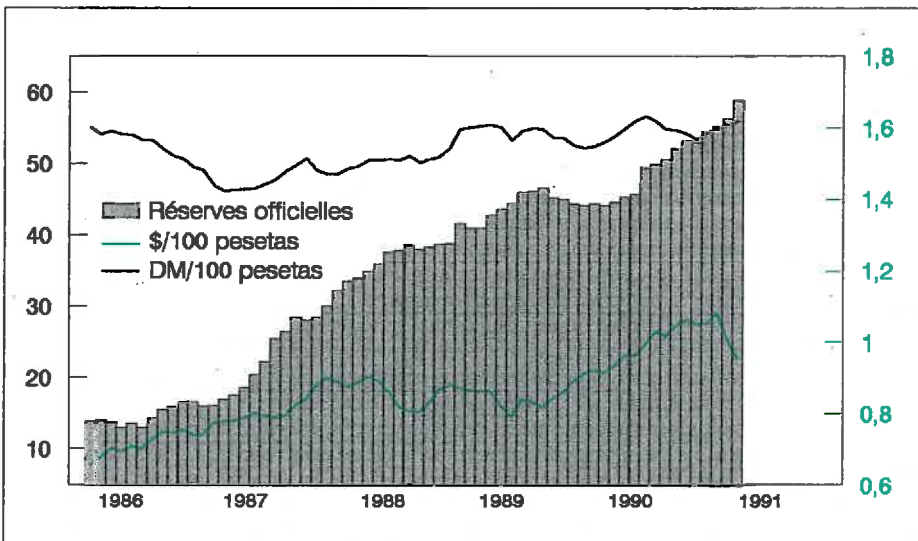
2. Dolado - Vinals (1991), Artus - Dupuy (1990), Giavazzi - Spaventa (1990), Miller - Sutherland (1990).

Y a-t-il un syndrome de type SME dans le cas de l'Espagne ?

Depuis 1989 et surtout le printemps de 1990, la hausse des réserves officielles de change s'accélère (graphique 7). Le déficit commercial s'accroît et la balance courante commence à montrer des déficits grandissants (graphique 4). A partir de 1989, l'inflation, essentiellement d'origine salariale, repart, ce qui implique un net durcissement de la politique monétaire (tableau 2). La peseta s'apprécie nettement au début de 1989, aussi bien vis-à-vis du mark (graphique 6) que du franc (graphique 8) en raison d'entrées de capitaux qui deviennent considérables (graphique 4).

GRAPHIQUE 7

Réserves officielles et taux de change de l'Espagne

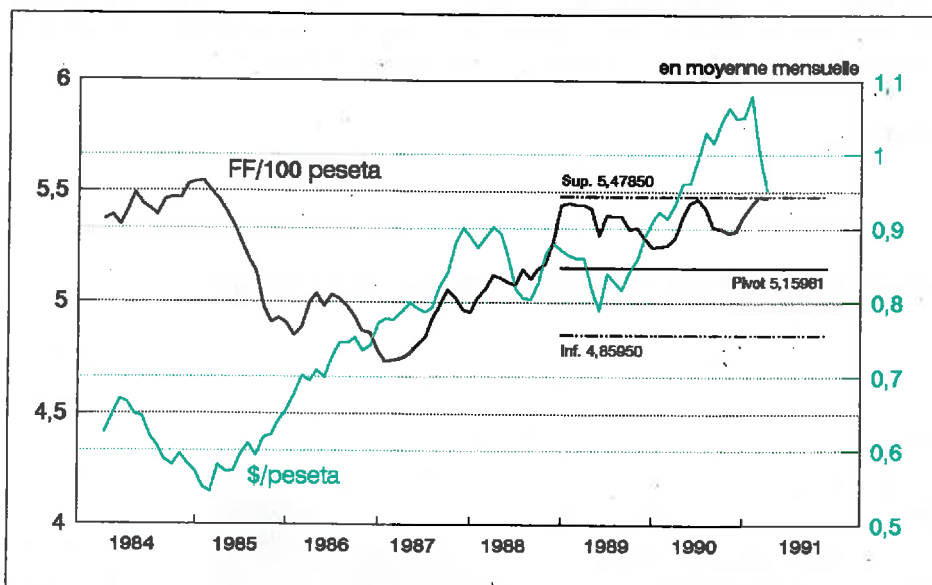


Source : Data Resources ,Inc

Les entrées de capitaux ne sont cependant pas toutes spéculatives, puisqu'une grande partie des flux de capitaux à long terme consiste en investissements directs (tableau 3). Après avoir très fortement baissé lors du krach d'octobre 1987, puis en janvier 1989 à l'occasion de l'adhésion au SME, la bourse de Madrid se maintient à un niveau élevé, mais est affectée, comme les autres places, par l'invasion du Koweït en août-septembre 1990 (graphique 9).

GRAPHIQUE 8

Le taux de change de la peseta face au franc et au dollar



Source : Data Resources, Inc

La rigueur monétaire entraîne aussi un ralentissement de la croissance, vu le fléchissement de la consommation privée et surtout de l'investissement.

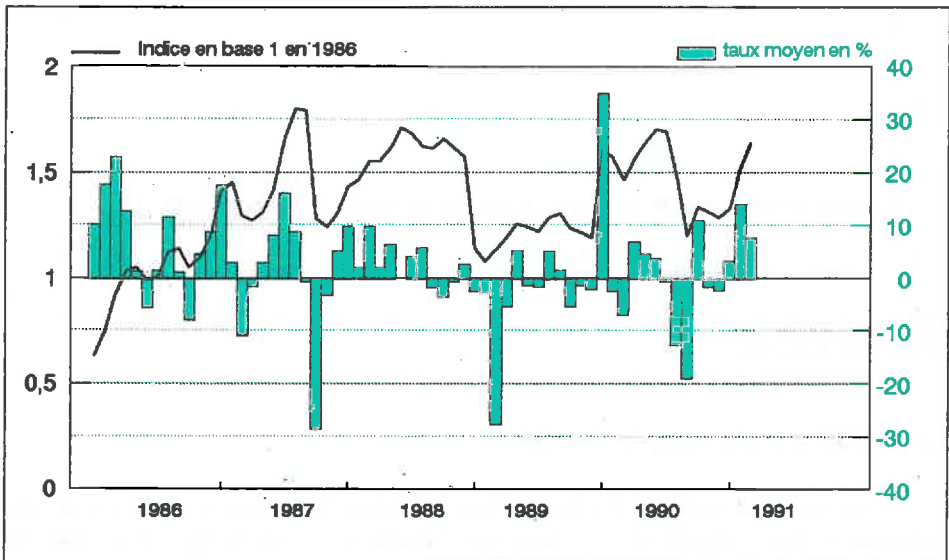
Depuis le début de 1990, la production industrielle baisse (graphique 2).

Dès le début de l'année 1991, la force de la peseta conduit les autorités espagnoles à baisser les taux d'intérêt ce qui ne décourage pas, au contraire, les entrées de capitaux. L'appréciation de la peseta et un dérapage salarial légèrement moindre permettent une légère réduction de l'inflation qui revient autour de 6 %, tandis que l'on observe une petite reprise de l'activité, peut-être liée à la légère baisse des taux d'intérêt réels (de 8,5 à 7 %). Il y a eu clairement en Espagne un phénomène de type « nouveau SME » : taux d'intérêt nationaux élevés, appréciation de la monnaie ; dégradation du commerce extérieur, ralentissement économique. Ceci semble dû au fait que la crédibilité de l'adhésion au SME ne paraît pas avoir encore eu d'influence majeure sur le marché du travail : les hausses de salaire sont plus fortes en 1989-90 qu'en 1987-88. Il n'est pas tout à fait certain que l'appartenance au SME soit la cause de ces évolutions qui sont déjà visibles en 1987-88 où les taux d'intérêt réels progressent forte-

ment (graphique 5). L'attrait de l'Espagne, tant pour les placements financiers que pour les investissements directs, est peut-être une explication suffisante. Le tableau 5, page 77 montre l'ampleur, depuis 1987, du mouvement d'investissement direct en Espagne (15 % de l'investissement) qui concerne pour moitié l'industrie et qui provient pour moitié des pays de la CEE. Le rendement du capital est très élevé et le facteur déclenchant du mouvement semble avoir été non l'appartenance au SME mais plutôt l'adhésion à la CEE.

GRAPHIQUE 9

L'évolution de l'indice de la bourse de Madrid



Source : Data Resources, Inc

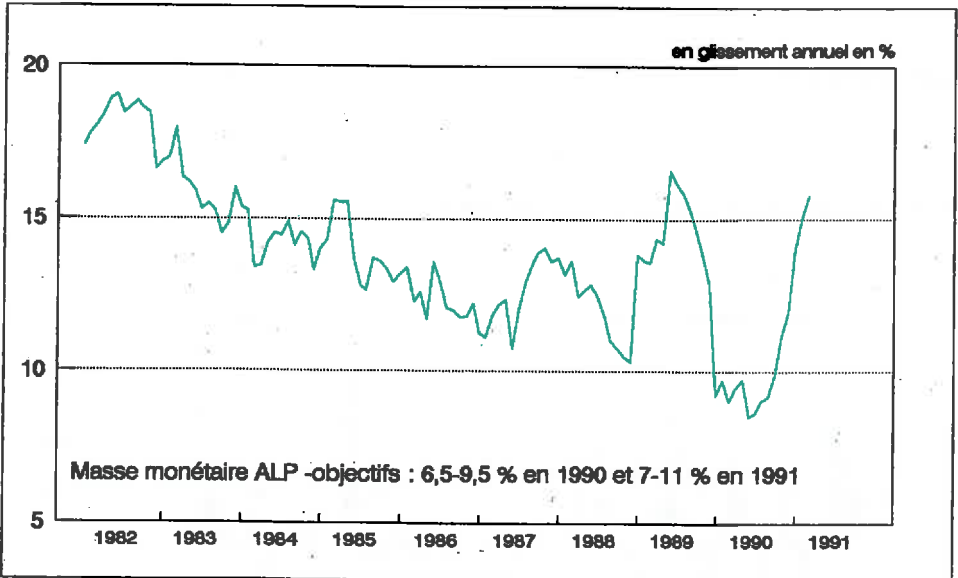
Les perspectives

On peut se placer dans une double optique :

- à moyen terme, l'évolution économique en Espagne va-t-elle être handicapée par l'appartenance au SME ?
- à court terme, le « paradoxe de la peseta », le « nouveau SME » vont-ils persister ?

GRAPHIQUE 10

La masse monétaire ALP*



* ALP : ensemble des liquidités
Source : Data Resources, Inc

Le problème de moyen terme

L'adhésion à un système de changes fixes est intenable à long terme pour un pays qui subit de façon répétitive des chocs spécifiques qu'il ne peut plus compenser par des variations de sa parité, ou qui a des écarts structurels considérables avec ses partenaires qui impliquent une déformation tendancielle des taux de change.

Est-ce le cas de l'Espagne ?

Le tableau 6, page 78 permet de comparer certaines données de base de l'Espagne et de l'ensemble des pays de la Communauté économique européenne. On voit que depuis 1987, en ce qui concerne le déficit public, la dette publique, les hausses de salaires, la productivité du travail et les coûts unitaires, il n'y a pas de différence substantielle entre l'Espagne et la CEE. Ceci implique qu'il n'existe pas de chocs asymétriques conséquents en matière fiscale ou sur le marché du travail et constitue un argu-

ment en faveur de l'adhésion. Il y a en Espagne un peu plus d'inflation que dans l'ensemble de l'Europe (de 1,5 point à 2 points), la balance courante est, dans la période récente, sensiblement plus déséquilibrée (de 3 points de PNB en 1989), et surtout le taux de chômage est nettement plus fort. Si le taux d'épargne de la nation est plus élevé en Espagne qu'en moyenne en Europe, celui des ménages est très bas et sa réduction explique une progression très vive de la consommation privée qui croît de 5 % par an sur les dernières années, contre 3,5 % dans la CEE.

TABLEAU 5

L'investissement direct en Espagne, 1986-1989

Origine	Rendement du capital des entreprises américaines à l'étranger
France	9 %
Allemagne	9 %
Pays-Bas	17 %
Royaume-Uni	10 %
CEE	52 %
États-Unis	5 %
Monde	16,3 %
Espagne	26,3 %
CEE	20,9 %
Italie	24,4 %
Portugal	28,6 %
Grèce	- 6,4 %

Ventilation sectorielle

Industrie	48 %
Commerce, tourisme	15 %
Finance	30 %
Autres	7 %

Montant de l'investissement direct étranger

	1986	1987	1988	1989
Mds \$	3	6	7	11
% PIB	1,3	2,0	2,1	2,8
% investissement	8	11,7	11,4	14,2

Le déficit extérieur provient de la très vive progression des importations, liée à celle de l'investissement (tableau 1). L'économie espagnole est encore sous-capitalisée, ce qui explique un moindre niveau de productivité du travail.

Le tableau 7 montre l'effort d'accumulation de capital dans la période récente qui ne porte pas encore ses fruits en termes de productivité globale ou de production par tête.

TABLEAU 6

Les écarts entre l'Espagne et la CEE

	Déficit budgétaire (% PNB)		Intérêt sur la dette publique (% PNB)		Salaires nominaux (%/an)		Croissance (% an)		Chômage (points)		Solde balance courants (% PNB)	
	Espagne	CEE	Espagne	CEE	Espagne	CEE	Espagne	CEE	Espagne	CEE	Espagne	CEE
1981	3,9	5,3	0,8	3,7	15,7	13,0	- 0,2	0,2	14,4	7,7	- 2,7	- 1
1986	6,1	4,8	3,8	5,1	9,9	6,2	3,3	2,7	21,5	11,9	1,7	1,2
1987	3,6	4,3	3,6	5,0	6,3	5,5	5,5	2,7	20,6	11,6	0,1	0,6
1988	3,0	3,6	3,3	4,6	6,5	5,6	5,2	3,9	19,5	11,3	- 1,1	0,1
1989	2,7	2,9	3,1	4,2	7,0	6,1	4,8	3,5	17,4	10,9	- 3,2	- 0,2

	Investissement (%/an)		Inflation (%/an)		Consommation privée (%/an)		Productivité du travail (%/an)		Taux d'épargne nationale (%)		Coût unitaire du travail (%/an)	
	Espagne	CEE	Espagne	CEE	Espagne	CEE	Espagne	CEE	Espagne	CEE	Espagne	CEE
1981	- 3,3	- 5,4	14,3	12,0	- 0,6	0,4	2,8	1,1	19,0	19,7	9,9	11,9
1986	10,0	4,0	8,7	3,8	3,6	4,1	1,1	1,7	21,7	20,6	8,8	4,5
1987	14,0	5,0	5,4	3,4	5,4	3,7	2,4	1,5	22,1	20,3	3,9	4,0
1988	14,0	8,6	5,1	3,6	4,6	3,8	2,1	1,1	23,0	21,0	4,4	4,5
1989	13,2	6,6	0,5	4,8	5,4	3,1	0,8	1,9	-	-	6,2	4,2

Capacité de financement des ménages en 1988

En % du revenu

Espagne	1,4
États-Unis	2,5
Japon	12,3
Allemagne	10,7
France	2,5
Italie	9,5
Royaume-Uni	- 3,8

TABLEAU 7

Espagne : éléments structurels**Facteurs de production***En %/an*

	1978/85	1986/88
PIB	1,0	4,1
Capital	2,5	3,7
Emploi	- 1,8	2,6
Productivité du travail	2,8	1,5
Productivité globale des facteurs	1,7	1,2

Structure géographique des exportations en 1989

CEE	68 %
États-Unis	7 %
Amérique latine	3 %
Reste OCDE	8 %

Coût du travail

<i>Coût total relatif :</i>	
Espagne/CEE	60 %
Espagne/États-Unis	65 %
Espagne/Allemagne	47 %
Espagne/Italie	67 %
<i>Coût unitaire :</i>	
Espagne/Allemagne	57 %
Espagne/Italie	77 %

Structure par produit en 1989*En %*

	Exportations	Importations
Agriculture	17	12
Matières premières	4	7
Biens d'équipement	21	33
Autres manif.	58	48

PNB/Tête CEE = 100

	1986	1990
Espagne	72	77
Irlande	63	65
Grèce	56	53
Portugal	53	56

Part de marché mondial à l'exportation*En %*

1980	1,06
1982	1,12
1986	1,30
1989	1,49

Tant que le problème majeur de l'Espagne est d'investir à partir de biens d'équipement largement importés (voir la structure du commerce extérieur dans le tableau 7), le maintien d'une parité forte et fixe pour la peseta n'est pas un problème : les termes de l'échange sont favorables, l'investissement direct est favorisé. Dans une phase ultérieure, un change réel trop élevé pénaliserait les exportations.

Ceci n'est sans doute pas le cas aujourd'hui, les exportations progressent assez rapidement (tableau 1) et la part de marché mondial de l'Espagne s'accroît (tableau 7). De plus, le niveau du coût relatif du travail, même compte tenu des écarts de productivité, est favorable à l'Espagne (tableau 7) ; le coût unitaire de production y est inférieur de plus de 20 % à celui de l'Italie, de plus de 40 % à celui de l'Allemagne : il n'y a pas, semble-t-il, de surévaluation réelle majeure de la peseta.

Si le déficit commercial vient plus de l'effort d'investissement que d'un désajustement du change, la situation observée diffère fortement de celle du « nouveau SME » où c'est la surévaluation qui détériore la balance courante. Le risque couru par l'économie espagnole est alors traditionnel : la politique de taux d'intérêt élevés qui vise à contenir la consommation privée et à freiner les hausses de prix et de salaire peut finir par décourager l'investissement, même si la productivité marginale du capital est forte.

Le problème de court terme

L'équilibre de court terme est essentiellement instable : le déficit courant est surfinancé par des entrées de capitaux. Une moitié environ de ceux-ci consiste en investissements directs, mais une moitié est de nature spéculative, attirée par le rendement financier. Même si, dans l'optique de moyen terme analysée ci-dessus, la stratégie de l'Espagne paraît convenable, il est à craindre qu'une rupture puisse se produire dans l'équilibre de court terme.

Quels pourraient être les facteurs déclenchants de la rupture ?

- une baisse de taux d'intérêt visant soit à maintenir la croissance interne, en particulier celle de l'investissement, soit à alléger les pressions internes au SME ;
- une saturation des portefeuilles internationaux, les investisseurs ne voulant plus accroître la part de la peseta ;
- un mouvement exogène de défiance, impliquant l'apparition d'anticipations de dépréciation ;
- la volonté des autorités de limiter le déficit commercial en pratiquant une politique de dévaluation réelle, même si, comme nous l'avons vu, il n'y a sans doute pas surévaluation de la peseta aujourd'hui ;
- un dérapage salarial, malgré le début de processus de désinflation qui est engagé, impliquant un tarissement du flux d'investissement direct ou une défiance vis-à-vis de la peseta (ce dernier point serait contraire à la logique du « nouveau SME » où le dérapage entraînerait hausse de taux d'intérêt et au contraire appréciation) ;

– la concurrence d'autres pays (Europe de l'Est, Portugal...) pour l'accueil de l'investissement direct étranger.

La liste est longue et l'on peut craindre effectivement l'instabilité de l'équilibre actuel. Un modèle théorique très simple permet d'éclaircir ce dernier point.

Les enseignements d'une maquette théorique

L'évolution d'un taux de change dans le SME peut être analysée à l'aide des modèles de « bandes » ou zones cibles récemment développés à la suite de Krugman (1988).

Ces modèles ³ montrent :

- que si la bande est crédible, la trajectoire du taux de change est tangente à la bande lorsque celle-ci est atteinte, puis revient à l'intérieur grâce aux variations marginales de la politique monétaire qui sont alors réalisées ;
- qu'il y a, dans ce type de régime de change, deux risques de change distincts : celui lié aux fluctuations du taux de change à l'intérieur de la bande de variation ; celui dû au risque de réalignement, c'est-à-dire de mouvement de la bande elle-même. L'existence de ce double risque implique que le risque total est faible pour des bandes très étroites (le change varie peu pour des bornes données) et pour des bandes très larges (le change atteint difficilement le bord ce qui limite le risque de réalignement) ;
- que s'il y a un risque de réalignement, le taux de change peut « sauter » de manière à annuler l'espérance de plus ou moins value en capital due à la variation du change.

Nous n'allons pas analyser explicitement une situation de bande de fluctuation, mais comparer de manière beaucoup plus simple du point de vue analytique :

- une situation de changes flexibles ;
- une situation de changes fixes crédibles ;
- une situation de changes fixes avec crainte d'abandon de la parité.

Dans les deux derniers cas, nous perdons l'élément de flexibilité qui permet la fluctuation du change à l'intérieur de bandes ; de fait, dans le cas de la peseta, cet élément intervient peu puisque la peseta reste pratiquement « collée » à sa borne supérieure.

L'analyse à l'aide du modèle

Le modèle développé a les caractéristiques suivantes ⁴.

3. Miller – Weller (1989) (1990), Froot – Obstfeld (1991), Svensson (1989 et 1991), Bertola – Svensson (1991), Delgado – Dumas (1991).

4. Le lecteur trouvera en annexe du document de travail (n° 1991-09/E) la présentation détaillée du modèle et des équations. Celui-ci peut être demandé au 40.49.77.57.

Il y a imparfaite mobilité des capitaux ; la demande de dette extérieure de l'Espagne (libellée en pesetas) par les non-résidents croît avec l'excès de rendement anticipé sur la peseta qui dépend lui même de son éventuelle dépréciation anticipée.

L'équilibre du marché des biens en Espagne détermine le prix en fonction du taux de change, de la composante exogène, de la demande intérieure et (négativement) du taux d'intérêt.

En régime de taux de change parfaitement flexible avec anticipations de change et de prix rationnelles, le change de la peseta se déprécie à l'équilibre du marché des changes si le taux d'intérêt étranger dépasse le taux espagnol et si la dette extérieure de l'Espagne croît ; le taux de change réel se déprécie si le taux d'intérêt monte ou si la demande baisse (pour équilibrer le marché des biens par les variations du commerce extérieur) ; la dette extérieure croît avec les intérêts sur la dette et décroît avec le taux de change réel (qui détermine la balance commerciale) :

- en taux de change fixe, les variations des réserves de change permettent de stabiliser la peseta au niveau choisi. Le taux de change réel est déterminé de la même manière qu'en changes flexibles ; une hausse de taux d'intérêt internes d'une part accroît les paiements d'intérêts (et fait baisser les réserves), d'autre part conduit à une amélioration de la compétitivité (ce qui augmente les réserves) ;
- nous introduisons la possibilité que le taux de change fixe choisi ne soit pas totalement crédible ; les agents économiques accordent une certaine probabilité au fait que le change sera dévalué ; il s'en suit un niveau plus bas de demande de titres espagnols (de dette extérieure) qui fait baisser de façon permanente le niveau des réserves de change.

La politique économique consiste, comme en Espagne, à déterminer la politique monétaire (c'est-à-dire le niveau du taux d'intérêt) de manière à contrôler les prix. Le taux d'intérêt croît donc avec le change (hausse de change signifiant dépréciation) et avec la demande intérieure de biens ; en changes flexibles, il progresse donc avec ce qui entraîne une dépréciation de la peseta : taux d'intérêt étranger et dette extérieure.

Deux situations opposées sont à distinguer, selon que l'effet de la compétitivité sur le commerce extérieur est suffisamment fort ou pas pour dominer l'effet des paiements d'intérêts sur la dette extérieure. Une hausse de taux d'intérêt améliore en effet la première (équilibre du marché des biens) mais fait monter les seconds.

Supposons tout d'abord que l'effet de compétitivité soit fort :

- en changes flexibles, la dette extérieure est stable : une hausse de dette fait monter le taux d'intérêt (pour compenser l'effet de la dépréciation sur les prix), d'où amélioration du commerce extérieur qui réduit la dette. Si la demande intérieure est forte ou le taux d'intérêt étranger élevé, on converge vers une situation de dette certes élevée et de changes dépréciés, mais il n'y a pas endettement perpétuellement croissant ;
- en changes fixes, les réserves de change divergent toujours ; une baisse des réserves n'a pas d'effet sur le taux de change et cet effet stabilisateur présent en changes flexibles n'existe pas. Si la demande intérieure est forte, les réserves baissent perpétuellement car la hausse induite de taux d'intérêt accroît les paiements d'intérêts sur la

dette, sauf si le taux de change fixe choisi est suffisamment déprécié pour que des excédents commerciaux compensateurs apparaissent.

Par conséquent, si la compétitivité est élevée et la demande intérieure forte, en régime de changes flexibles on obtient alors un change déprécié et une forte dette extérieure ; en régime de changes fixes, une perte continue de réserves si la parité est forte, un gain continu si elle est faible.

Supposons maintenant que le commerce extérieur soit peu sensible à la compétitivité :

- en changes flexibles, la dette extérieure est instable : un accroissement de dette fait monter le taux d'intérêt pour stabiliser les prix, ce qui augmente les paiements d'intérêts aux non-résidents et accroît encore la dette. Une forte demande intérieure conduit donc à un endettement extérieur perpétuellement croissant, à un taux de change se dépréciant continûment et à un taux d'intérêt toujours plus élevé ;
- en changes fixes, une forte demande a toujours comme effet une perte continue de réserves, mais celle-ci peut maintenant être compensée par un change fort, ce qui permet de réduire le taux d'intérêt et de limiter les paiements d'intérêt.

Si le commerce extérieur est peu sensible à la compétitivité, la dette extérieure croît continûment en changes flexibles tandis que le taux de change se déprécie et que le taux d'intérêt monte ; en changes fixes, il y a perte continue de réserves si la parité est faible, gain continu possible si elle est forte.

Comment expliquer le paradoxe de la peseta ?

L'Espagne accumule aujourd'hui des réserves malgré le déficit commercial, en maintenant la peseta fixe à un niveau élevé (son plafond dans le SME). D'après ce qui précède, nous pouvons comprendre cette situation si le commerce extérieur de l'Espagne est peu sensible aux prix, ce qui est probable : il y a exportations de tourisme et des importations de biens d'équipement indispensables. Avant l'entrée dans le SME, la tendance était à la dépréciation de la peseta avec endettement extérieur mais sans grand déficit commercial grâce à la dépréciation. Après l'entrée dans le SME, le choix d'un taux de change fort (apprécié) ne nuit pas considérablement au commerce extérieur mais permet de réduire les pressions inflationnistes et les taux d'intérêt par rapport à la situation antérieure de changes flexibles. On peut voir que le taux reste élevé mais baisse suffisamment pour limiter les paiements d'intérêts sur la dette et permettre qu'il n'y ait pas perte de réserves.

Il est donc en théorie possible de comprendre une situation où le passage à une situation de change fixe assez fort permet d'inverser la tendance par rapport à la situation de changes flexibles : on a pression à l'appréciation du change au lieu de perte continue de réserves. Une autre possibilité qui ne correspond pas à la situation de l'Espagne, serait celle d'un taux de change très compétitif associé à une forte élasticité prix du commerce extérieur : il y aurait alors accumulation de réserves grâce aux excédents.

Sur une version « transitoire » du paradoxe de la peseta

Nous avons considéré la situation d'équilibre où la demande d'actifs de la part des non-résidents s'est ajustée en fonction des écarts de rendement. On peut aussi avoir une interprétation plus « transitoire » du paradoxe de la peseta : au moment du changement de régime de changes, la demande d'actifs en pesetas peut s'accroître. Il y a en effet disparition de l'anticipation de dépréciation de la peseta ; joue dans l'autre sens le fait que le taux de change choisi est fort ce qui réduit la valeur en peseta des avoirs, comptabilisés en Ecus, des non-résidents, et que de ce fait le taux d'intérêt optimal est plus bas.

On peut avoir une entrée soudaine de capitaux liée à la modification des anticipations. Cependant, il s'agit en théorie d'une entrée, une fois pour toutes, qui s'arrête quand le nouveau niveau désiré d'actifs est détenu et qui ne peut pas se transformer en une hausse continue des réserves de change. Si le phénomène que nous observons aujourd'hui est de cette nature, il risque fort de ne pas durer.

Le paradoxe de la peseta peut-il cesser ?

Revenons à la version plus durable, développée plus haut, du paradoxe. On peut passer d'une situation d'accumulation continue de réserves de change, à une perte continue de réserves pour le même taux de change dans diverses circonstances :

- nouvelle progression de la demande intérieure qui force à accroître le taux d'intérêt ainsi que la charge de la dette ;
- choc défavorable sur le commerce extérieur.

Une hausse du taux d'intérêt étranger ou une probabilité positive attribuée à la dévaluation ne conduit pas à une perte continue de réserves : elle entraîne une baisse une fois pour toutes des réserves qui n'est jamais compensée et une modification du flux de réserves nouvelles. Si les autorités espagnoles qui ont accumulé beaucoup de réserves peuvent subir, sans abandonner la parité, une baisse peut être sensible mais concentrée dans le temps, la situation de la peseta peut se révéler résistante à de telles évolutions.

Au total, on peut construire en théorie une situation où le passage aux changes fixes procure :

- un gain instantané de réserves de change ;
- un accroissement continu des réserves alors que la dette extérieure progressait en changes flexibles et que le change se dépréciait.

Cette situation basée sur le jeu des paiements d'intérêts sur la dette et du commerce extérieur peut expliquer le paradoxe de la peseta, mais pas son interprétation usuelle qui est, en théorie, moins intéressante car ne pouvant recouvrir qu'un phénomène transitoire : l'ajustement des actifs étrangers vers un nouveau niveau d'équilibre après une modification des anticipations de change et des taux d'intérêt.

Bibliographie

- M. Artis (1988) : « Exchange Controls and the EMS », *European Economy*, n° 36, mai.
- M. Artis (1990) : *The European Monetary System : a Review of the Research Record*, in G. Bird (ed), The « International Financial Regime », Academic Press, Londres.
- P. Artus, C. Dupuy (1990) : *Peut-il y avoir un « nouveau SME » ?*, Document de travail n° 20T, Caisse des dépôts et consignations.
- S. Bentolila, O. Blanchard (1990) : « Spanish Unemployment », *Economic policy*, n° 10, avril, pp. 233-281.
- G. Bertola, L. Svensson (1991) : *Stochastic Devaluation Risk and the Empirical Fit of Target Zone Models*, CEPR Discussion Paper n° 513, février.
- G. Corsetti, V. Grilli, N. Roubini (1990) : *Exchange Rate Volatility in Integrating Capital Markets*, NBER Working Paper n° 3 570, décembre.
- F. Delgado, B. Dumas (1991) : *Target Zones Big and Small*, NBER Working Paper n° 3 601, janvier.
- J. Dolado, J. Vinals (1991) : *Macroeconomic Policy External Targets and Constraints : the Case of Spain*, CEPR Discussion Paper n° 505, janvier.
- R. Dornbusch (1988) : *The European Monetary System, the Dollar and the Yen*, in F. Giavazzi, S. Micossi, M. Miller (eds), « The European Monetary System », Cambridge University Press.
- A. Drazen (1988) : *Monetary Policy, Capital Controls and Seigniorage in an Open Economy* in M. de Cecco, A. Giovannini (eds), « A European Central Band », Cambridge University Press.
- K. Froot, M. Obstfeld (1991) : *Exchange Rate Dynamics under Stochastic Regime Shifts : a Unified Approach*, CEPR Discussion Paper n° 522, mars.
- F. Giavazzi, L. Spaventa (1990) : *The New EMS*, CEPR Discussion Paper n° 369, janvier.
- F. Giavazzi, M. Pagano (1988) : « The Advantage of Tying One's Hands : EMS Discipline and Central Bank Credibility », *European Economic Review*, juin, 32, pp. 1055-1082.
- D. Gros (1989) : *Seigniorage in the EC : the Implications of the EMS and Financial Market Integration*, IMF Working Paper WP/89/7.
- P. Krugman (1988) : *Target Zones and Exchange Rate Dynamics*, NBER Working Paper n° 248, janvier.
- R. Mac Donald, M.P. Taylor (1990) : *Exchange Rates, Policy Convergence and the European Monetary System*, CEPR Discussion Paper n° 444, septembre.
- M. Miller, P. Weller (1989) : *Exchange Rate Bands and Realignments in a Stationary Stochastic Setting*, CEPR Discussion Paper n° 299, avril.
- M. Miller, P. Weller (1990) : *Exchange Rate Bands with Price Inertie*, CEPR Discussion Paper n° 421, juin.
- M. Obstfeld (1986) : « Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crises », *American Economic Review*, vol. 76.
- L. Svensson (1989) : *Target Zones and Interest Rate Variability*, CEPR Discussion Paper n° 372.
- L. Svensson (1991) : *The Foreign Exchange Risk Premium in a Target Zone with Devaluation Risk*, CEPR Discussion paper n° 494, janvier.
- H. Ungerer, O. Evans, P. Nyberg (1986) : *The European Monetary System : Recent Developments*, IMF Occasional Paper n° 48, décembre.
- J. Vinals (1990) : *The EMS, Spain and Macroeconomic Policy*, CEPR Discussion Paper n° 389, mars.
- J. Vinals (1990) : *Spain's Capital Account Shock*, CEPR Discussion Paper n° 477, novembre.
- Ch. Wyplosz (1986) : « Capital Controls and Balance of Payment Crises », *Journal of International Money and Finance* n° 5, juin.

