

**Zeitschrift:** Revue économique Suisse en France  
**Herausgeber:** Chambre de commerce suisse en France  
**Band:** 76 (1996)  
**Heft:** 4: L'euro condamné à réussir

**Artikel:** De Madrid à Dublin...  
**Autor:** Müller, Érick  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-889367>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 17.04.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

# M DE MADRID À DUBLIN...

**La convergence des taux d'intérêts des pays d'Europe continentale vers les taux allemands est plus que jamais d'actualité. Cette tendance peut-elle s'expliquer rationnellement ?**



**Erick Müller**

Senior  
Economist,  
Union de  
Banques  
Suisses France  
SA, Paris.

Le phénomène le plus marquant de cette année sur les marchés européens est sans nul doute la convergence des taux d'intérêt des pays d'Europe continentale vers les taux allemands. Cette convergence s'est amorcée dès le second semestre de l'année dernière, mais elle s'est considérablement accentuée dans le courant de 1996. Elle peut être qualifiée de globale puisqu'elle s'est manifestée à la fois sur les devises, sur les taux d'intérêts courts et sur les taux de rendements à long terme (voir graphique). Son ampleur est supérieure à la convergence que l'on pouvait observer en 1993, justifiée alors par la récession qui frappa les économies d'Europe continentale. On ne peut comparer la perte de croissance en Europe entre 1992 et 1993 au ralentissement de l'activité de la période 1995-1996. Par ailleurs, les anticipations des marchés, visibles à travers les taux implicites des contrats futurs, ont le plus souvent révélé une anticipation de rebond économique dans le premier semestre de cette année et non le contraire. On ne peut non plus comprendre cette formidable tendance des marchés par la qualité des résultats des politiques fiscales menées puisque, sur les résultats des lois d'exécution budgétaire de 1995, seul le Luxembourg respecte les critères de déficit énoncés par le traité de Maastricht. Il faut chercher ailleurs l'explication, sinon la justification, de cette convergence.

## Sommet de Madrid : le déclic

Les résultats du Conseil européen de Madrid, accentués par le Conseil de Vérone quelques mois plus tard, ont montré la très forte volonté politique du Conseil de poursuivre la marche vers l'Union monétaire. Ainsi, l'établissement d'un programme précis et daté de l'introduction de l'euro, calé sur le calendrier établi par le traité a-t-il été le déclenchement d'une prise de conscience que les gouvernants avaient choisi de franchir le point de non retour concernant l'Union monétaire. Il est probable que politiquement certains des pays membres l'aient franchi bien avant le sommet de Madrid, mais ce sommet-là n'a fait l'objet d'aucune réserve d'aucun Etat membre sur les points essentiels qu'il précisait. C'est cette unanimité européenne qui a fait alors basculer le risque sur les marchés européens. Il devenait plus critique de ne pas intégrer cette convergence « politique » dans les stratégies d'investissement.

## Des efforts budgétaires considérables en 1997

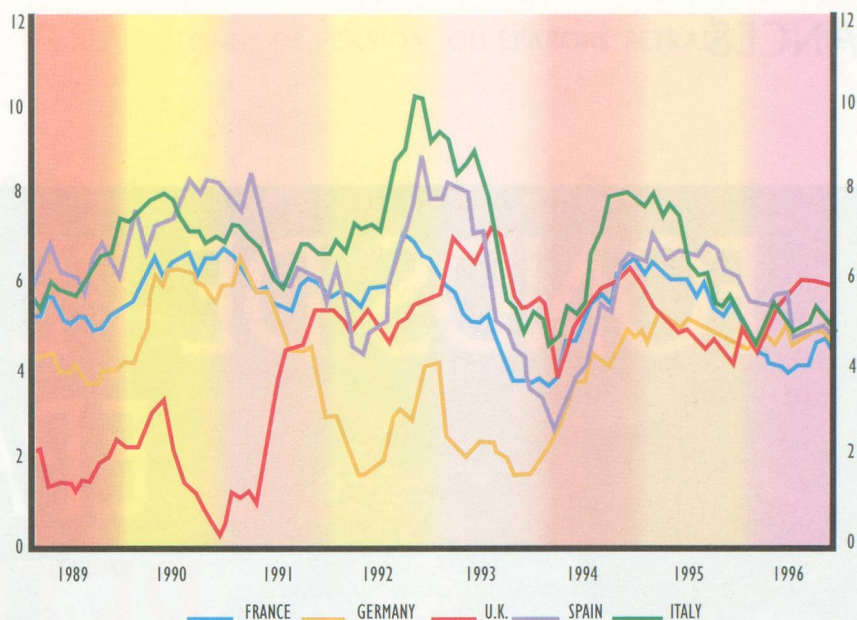
La seconde accélération de cette convergence s'est produite sur la base des projets de budget pour l'année 1997 établis par les Etats membres. Alors qu'au même moment, les statistiques économiques européennes semblaient indiquer une reprise de l'activité après un premier semestre très décevant et très irrégulier, les efforts budgétaires, parfois considérables, des pays jusque-là candidats peu probables à l'Union dès 1999 ont montré que la volonté politique de Madrid se manifestait aussi dans les lois de finances. De leur côté, les banques centrales d'Europe continentale se devaient d'accompagner ces décisions politiques et ont poursuivi, voire accéléré pour certaines, leur assouplissement monétaire. Si, pour les pays du « noyau dur »,

le niveau des taux courts a très probablement atteint maintenant un point plancher, ce n'est pas forcément le cas d'autres pays dont les politiques monétaires restent encore restrictives comme l'Italie ou l'Espagne.

### Des divergences majeures subsistent

Les écarts de taux aujourd'hui constatés entre les pays européens et l'Allemagne (à l'exception du Royaume-Uni et du Danemark) sont tels qu'ils déplacent la balance des risques en termes de stratégies d'investissement. D'une part, les profits potentiels à prendre sur l'exercice en cours sont très généreux. D'autre part, pour maintenir, sinon la dynamique de convergence intacte, en tout cas les écarts de taux actuels, cela suppose que la marche vers l'Union monétaire se poursuive sans accroc majeur. Or, deux obstacles se présentent : les termes du Pacte de stabilité et la réforme des institutions européennes.

Le principe d'un Pacte de stabilité (maintien dans la durée d'objectifs budgétaires rigoureux pour les pays membres de l'Union monétaire) a été adopté lors du Conseil de Vérone. Mais les modalités devraient être



Evolution des taux d'intérêt réels européens

présentées au Conseil de décembre prochain à Dublin. A l'heure actuelle, des divergences majeures subsistent sur les termes de ce Pacte dont l'adoption par le Conseil européen pourrait être retardée au sommet d'Amsterdam en juin prochain. L'enjeu est de taille car il est clair qu'à travers les termes et les modalités d'application de ce Pacte se joue une partie de la crédibilité, et donc la valeur relative, de la future monnaie unique.

Par ailleurs, l'un des objectifs de la Conférence intergouvernementale (CIG) est de proposer une réforme des institutions européennes devant la perspective d'un élargissement de l'Union européenne au pays de l'Est.

Un autre enjeu de cette réforme est aussi d'identifier - et peut-être de renforcer - l'interlocuteur politique de la future Banque Centrale Européenne, dont on connaît déjà l'indépendance que lui confèrent ses statuts. Là aussi, les positions de départ semblent plutôt distantes entre les Etats membres.

Il conviendra de les rapprocher d'ici le sommet d'Amsterdam qui devrait clôturer la CIG. Dans le cas contraire, les marchés pourraient douter de nouveau de la cohérence d'ensemble de l'Union monétaire et anticiper une interruption de ce processus.

La convergence des taux européens est le résultat de l'intégration dans les stratégies d'investissement d'une forte volonté politique et des rapprochements des taux d'inflation des pays membres. Il reste dix-sept mois avant que le Conseil européen désigne les pays membres de l'Union monétaire dès 1999, mais beaucoup moins pour clarifier les termes du Pacte de stabilité et de la réforme des institutions européennes sans lesquels les écarts de taux actuels ne sauraient se stabiliser. +

### Evolution des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis du mark allemand

	Ecart constaté	
	Mi-Nov. 1996	Nov. 1995/Nov. 1996
FRF	- 10 pb	- 85 pb
SEK	140 pb	- 125 pb
ITL	205 pb	- 325 pb
ESP	179 pb	- 236 pb
GBP	185 pb	45 pb
ECU	35 pb	- 67 pb
BEL	13 pb	37 pb
USD	34 pb	- 8 pb

1 % = 100 points de base (pb). Par exemple : - 10 pb est égal à - 0,1 %

### Evolution des devises par rapport au mark allemand

	Nov. 1995/Nov. 1996
FRF	+ 2,00 %
SEK	+ 7,45 %
ITL	+ 11,50 %
ESP	+ 2,30 %
GBP	+ 13,10 %
ECU	+ 4,35 %
BEL	- 0,24 %
USD	+ 7,45 %