

LES CONTRADICTIONS DU SYSTÈME MONÉTAIRE EUROPÉEN

Les événements boursiers de ces derniers mois et leurs fortes répercussions sur les marchés des changes ont de nouveau mis à l'épreuve le Système monétaire européen (SME), le soumettant à des tensions qui, pour l'essentiel, prenaient naissance à l'extérieur de l'Europe. Une fois de plus le SME a remarquablement bien résisté : les mécanismes d'intervention ont fonctionné et les autorités des différents pays membres, qui avaient récemment démontré leur attachement au système en renforçant quelque peu ses disciplines (accord de Nyborg), ont coordonné étroitement la gestion de leurs taux d'intérêt respectifs.

Pourtant, près de neuf ans après sa mise en place et en dépit de cette surprenante pérennité, le SME apparaît de plus en plus vulnérable dans sa forme actuelle. Les asymétries qui le caractérisent *de facto* sont à présent manifestes et les contraintes qu'il impose aux choix de politique économique de ses membres risquent de se révéler intolérables à terme. Plus que jamais le problème se pose donc aujourd'hui de l'évolution du système.

Des objectifs multiples et partiellement antagoniques

A sa création, en mars 1979, le SME affichait une série d'objectifs communs ambitieux, auxquels tous ses membres semblaient souscrire unanimement. Cependant il est apparu à l'usage que l'appartenance au système répondait dans chaque pays à des préoccupations spécifiques et que le fonctionnement effectif du SME rendait cette collection d'objectifs difficilement compatibles.

Cette difficulté est pour une part attribuable aux modifications profondes qui ont affecté tant l'environnement international de l'Europe que les conditions internes de ses

membres au cours des neuf années écoulées depuis la conception du système. Lors de son élaboration en 1978 la scène internationale était dominée par la baisse alarmante du dollar, qui mettait à mal les monnaies européennes flottant alors individuellement⁽¹⁾ : le mark se réévaluait rapidement, tandis que le franc et la lire subissaient à la baisse les contrecoups de la faiblesse de la devise américaine. Les taux d'inflation étaient encore relativement élevés et dispersés. En outre la volonté de coopération internationale était à son zénith, l'Allemagne fédérale ayant accepté de jouer la « locomotive » de la croissance mondiale grâce à un programme multi-annuel ambitieux de relance budgétaire.

L'objectif immédiat du SME était de stabiliser les parités nominales des monnaies européennes entre elles. Les réalignements n'étaient pas exclus pour l'avenir, mais on attendait du système une moindre vulnérabilité des monnaies composantes aux attaques spéculatives, d'origine essentiellement extérieure à la Communauté, et une moindre variabilité des taux de changes bilatéraux intra-communautaires. Cet objectif répondait avant tout au souci de préserver la politique agricole commune et de privilégier la croissance des échanges commerciaux communautaires ; l'une et l'autre malmenées par les variations erratiques de changes au cours des années précédentes. L'existence même du SME était aussi supposée entraîner une convergence des performances macroéconomiques des pays membres, en favorisant la coordination de leurs politiques économiques respectives, bien qu'aucun mécanisme explicite n'ait alors été prévu à cet effet. Le système était en outre présenté comme un pas vers l'intégration monétaire européenne, grâce à la création d'un embryon de monnaie commune, l'ÉCU, servant de référence explicite à la définition des parités, et à la mise en commun d'une fraction des réserves de change des banques centrales des pays membres.

Au-delà de ces objectifs affichés il est cependant apparu, à l'usage, que ce qui motivait l'appartenance de chacun de ces pays au système relevait davantage de considérations internes. Schématiquement il semble que les pays relativement plus sujets à l'inflation — la France et l'Italie surtout — aient avant tout recherché dans le SME un soutien à leurs politiques de stabilisation monétaire, tandis que les autres — et singulièrement la RFA — y voyaient un moyen de préserver leur compétitivité dans les échanges commerciaux internationaux⁽²⁾. Chaque pays pouvait espérer atteindre plus facilement des objectifs nationaux dans le cadre d'une telle union de change qu'en recourant à une gestion isolée de son propre taux de change. Les circon-

⁽¹⁾ Le mark était alors la seule grande monnaie européenne encore membre du « mini-Serpent monétaire européen », qui s'était, de fait, peu à peu transformé en une petite zone-mark incluant le Benelux.

⁽²⁾ Cette interprétation s'appuie sur les conclusions de nos travaux antérieurs ; voir, en particulier : J. Le Cacheux et Ch. Vasseur, 1985, « La logique de l'appréciation réelle du franc », *Lettre de l'OFCE* n° 27, septembre ; J. Le Cacheux et F. Lecoq, 1987, « Changes réels et compétitivité », *Revue de l'OFCE* n° 20, juillet. Elle est également avancée dans plusieurs analyses récentes, en particulier : D. Cohen, 1987, « Coordination des politiques économiques et système monétaire international », document CEPREMAP, novembre.

En %

Devises	1979		1981		1982		1983	1985	1986		1987
	24/09	30/11	22/03	04/10	21/02	12/06	21/03	22/07	06/04	04/08	12/01
Mark	+ 2	-	-	+ 5,5	-	+ 4,25	+ 5,5	+ 2	+ 3	-	+ 3
Franc F.	-	-	-	- 3	-	- 5,75	- 2,5	+ 2	- 3	-	-
Lire	-	-	- 6	- 3	-	- 2,75	- 2,5	- 6	-	-	-
Florin	-	-	-	+ 5,5	-	+ 4,25	+ 3,5	+ 2	+ 3	-	+ 3
Franc B.	-	-	-	-	- 8,5	-	+ 1,5	+ 2	+ 1	-	+ 2
Couronne D.	- 3	- 5	-	-	- 3	-	+ 2,5	+ 2	+ 1	-	-
Livre irl.	-	-	-	-	-	-	- 3,5	+ 2	-	- 8	-

Source : OSCE

ces et la gestion effective du SME ont apparemment permis de concilier jusqu'à présent ces visées nationales, mais au détriment, sans doute, de la plupart des objectifs communs.

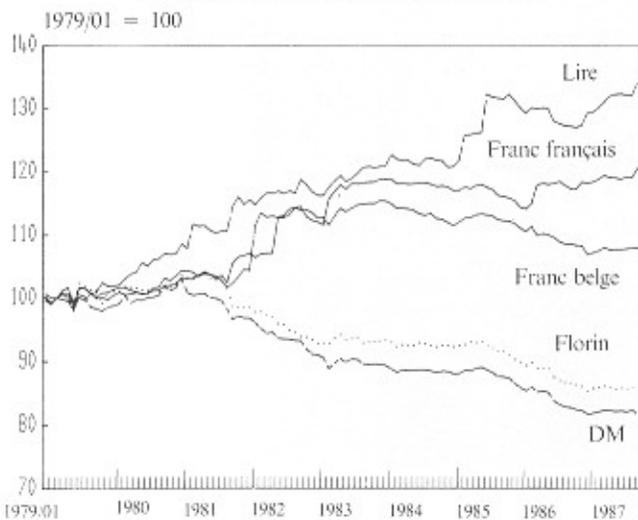
Le fonctionnement du SME

Des changes nominaux relativement stables, mais au prix de mouvements de changes réels

Bien qu'il soit difficile de savoir quelles auraient été les variations des taux de change nominaux européens en l'absence du SME, il est assez probable que son existence se soit effectivement traduite par une moindre variabilité des taux bilatéraux. En tout cas, les fluctuations des grandes monnaies européennes entre elles ont été moins erratiques qu'au cours de la période précédente, à l'exception de la livre sterling qui, bien que partie intégrante du panier de monnaies constituant l'ECU, ne participe pas aux mécanismes de change du SME.

Pourtant les réalignements de parités ont été nombreux : onze en un peu moins de neuf ans d'existence, dont huit ont impliqué les grandes monnaies du système, mark, franc et lire (tableau 1). Et ces réaménagements monétaires ont tous - ou presque - été dans le même sens : appréciation nominale du mark, dépréciation nominale du franc et de la lire, pour ne parler que des principales monnaies (graphique 1). Ces évolutions nominales confirment ainsi les tendances qui s'étaient clairement dessinées depuis le début des changes flottants, en confortant la dichotomie entre les monnaies fortes - le mark, et subsidiairement le florin néerlandais - et les monnaies faibles - le franc et la lire principalement.

1. Taux de change nominaux de l'ECU
Moyennes mensuelles de 1979/01 à 1987/10



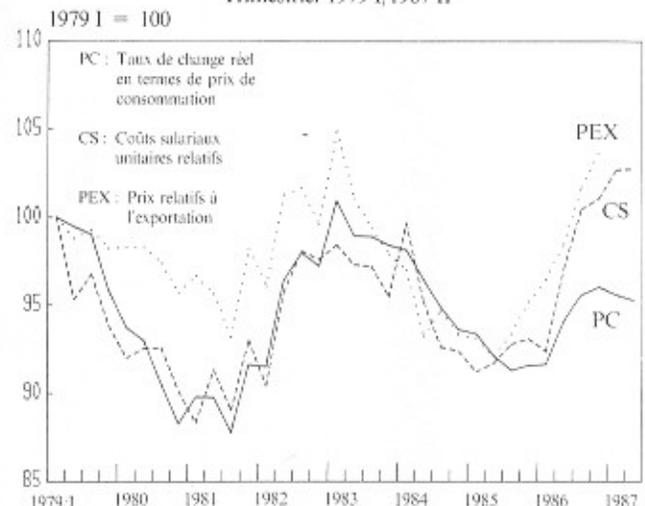
Source : OSCE

Cependant les évolutions des taux de changes réels conduisent à une constatation qui peut paraître paradoxale : les monnaies fortes sont celles qui ont eu tendance à se déprécier en termes réels, tandis que les monnaies faibles ont, au contraire, tendu à s'apprécier en termes réels (graphiques 2 et 3). Ce phénomène, qui est dû à la persistance des différentiels d'inflation, est évidemment corrigé, en tout ou en partie, lors des réajustements de parités, mais il est toujours très sensible dans les intervalles.

2. Taux de change réel et indicateurs de compétitivité*

Franc - mark

Trimestriel 1979 I/1987 II



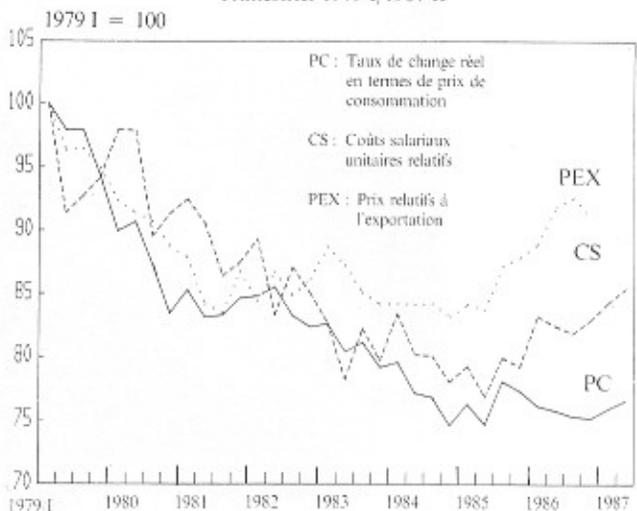
Source : OFCE

* Un accroissement de ces indicateurs correspond à une dépréciation du franc, c'est-à-dire à un gain de compétitivité de la France.

3. Taux de change réel et indicateurs de compétitivité*

Lire - mark

Trimestriel 1979 I/1987 II



Source : OFCE

* Un accroissement de ces indicateurs correspond à une dépréciation de la lire, c'est-à-dire à un gain de compétitivité de l'Italie.

2. Interventions des principales banques centrales du SME⁽¹⁾
Janvier 1983/avril 1986

Pays	Janvier 83 à Avril 85			Avril 85 à Avril 86		
	Interventions marginales*	Interventions infra-marginales*	Interventions en US dollars	Interventions marginales*	Interventions infra-marginales*	Interventions en US Dollars
RFA	(-) 9,3	0	(-) 64,5	(-) 3,1	0	(-) 7,6
Pays-Bas	(-) 4	0,6	(-) 0,9	(-) 10,8	5,1	9,2
France	31,3	63,7	(-) 30,3	86,1	(-) 64,7	14,2
Italie	0	7,3	1,2	0	(-) 7,9	(-) 59,2
Belgique	55,4	28,3	(-) 3	0	(-) 22,4	(-) 9,7
TOTAL	100	100	100	100	100	100
Pourcent du total des interventions de la période en dollar	19,6	19,6	60,8	42,9	25	32,1

(*) En monnaies du SME

(1) En pourcent du montant total des interventions de chaque type. Un signe (-) indique une vente de devises étrangères.

Source : F. Giavazzi et A. Giovannini, 1987, « Models of the EMS : is Europe a Greater Deutschmark Area ? », in R. Bryant et R. Portes (eds), 1987, *Global Macroeconomics*, MacMillan et CEPR.

Ces tendances à la sous-évaluation des devises fortes et à la surévaluation des devises faibles constituent une caractéristique majeure du fonctionnement du système. Elle conforte l'interprétation selon laquelle le SME a été utilisé par les pays à forte inflation principalement à des fins de stabilisation monétaire. En outre l'évolution des indicateurs de compétitivité – coûts salariaux relatifs et prix relatifs à l'exportation – fait clairement apparaître les avantages, transitoires vis-à-vis de la France, plus permanents vis-à-vis de l'Italie, que l'économie allemande tire à cet égard du système.

L'asymétrie dans l'opération du système

Lors de la création du SME grand soin avait été pris de respecter une symétrie, au moins formelle, entre les différentes monnaies constitutives, cela à l'insistance surtout des pays à monnaie faible, qui voulaient éviter le caractère hiérarchisé qu'avait très vite acquis le Serpent monétaire européen dans les années soixante-dix. La définition des parités en termes d'ECU⁽²⁾ et la symétrie des règles d'intervention aux marges étaient censées garantir cet équilibre des obligations des participants.

La pratique des interventions des banques centrales sur les marchés des changes a cependant été tout autre, rétablissant dans les faits une hiérarchie que l'on avait cherché à éviter. En effet les banques centrales des pays dont la monnaie tendait à se déprécier sont, en général, intervenues pour s'opposer à ce mouvement *avant* que leur monnaie n'atteigne la limite inférieure de la bande de fluctuation autorisée de part et d'autre des cours pivots bilatéraux ($\pm 1,25\%$). Lors de ces interventions infra-marginales, la ou les banques centrales dont la monnaie s'appréciait n'étaient pas tenues d'intervenir. Et, comme le montre le tableau suivant (tableau 2), la Bundesbank n'est *jamais* intervenue en ces occasions, du moins jusqu'à une date récente.

L'essentiel du poids des ajustements internes au système a donc été laissé à la charge des pays à monnaie faible, qui sont aussi les pays les plus inflationnistes. En procédant ainsi l'Allemagne fédérale évitait d'accommoder leurs créations monétaires et limitait l'inflation importée de ses partenaires, tandis que ceux-ci contraignaient leur propre inflation, « important la désinflation » par le maintien de la parité de leur monnaie vis-à-vis du mark. C'est, en revanche, la

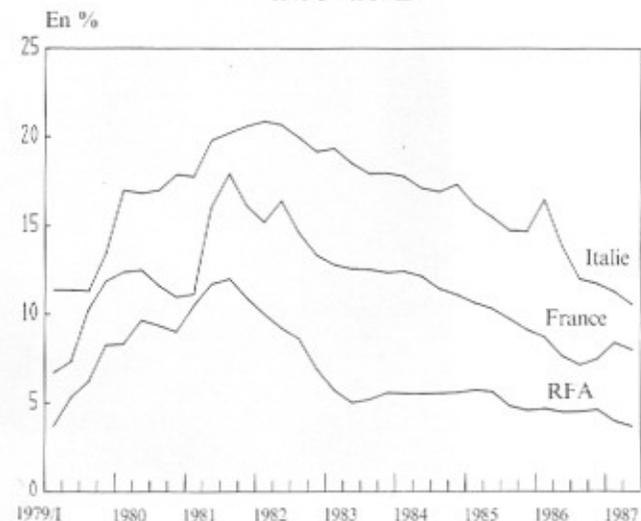
Bundesbank qui, pendant toute la période étudiée, a opéré la majeure partie des interventions en dollars, assumant ainsi un rôle majeur dans la gestion du taux de change ECU/dollar⁽³⁾.

Plus encore que par les interventions sur les marchés de changes, la cohésion du système a été assurée par une coordination des politiques monétaires, singulièrement de la gestion des taux d'intérêt dans les pays membres. Mais, là aussi, la pratique a entériné l'existence d'une hiérarchie des rôles. Les taux d'intérêt allemands ont en effet été manipulés avant tout en réponse aux taux américains et aux évolutions du change du dollar. Ils n'ont généralement pas réagi aux conditions internes au SME. Au contraire les taux d'intérêt intérieurs français et italiens ont été ajustés en fonction des mouvements des taux allemands et des tensions sur les marchés des changes européens, maintenant un important différentiel positif à l'égard de ces derniers (graphique 4).

Les taux intérieurs en France et en Italie ont, de ce fait, été plus volatiles que les taux intérieurs allemands. Encore l'existence, jusqu'à une date récente, dans les deux premiers pays, de mesures de contrôle des changes et des mouvements de capitaux a-t-elle permis d'isoler un peu ces taux intérieurs, confinant aux marchés, assez étroits, des eurofrancs et des eurolires les très fortes variations qui ont précédé chacun des réalignements.

4. Taux d'intérêt nominaux à court terme
(taux du marché monétaire)

Moyennes trimestrielles
1979 I - 1987 II



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*

⁽²⁾ Panier de monnaies où, cependant, le poids du mark est très supérieur à celui des autres monnaies et a été croissant.

⁽³⁾ La réalité est un peu moins simple, dans la mesure où une banque centrale – dont l'essentiel des réserves sont en dollars – peut intervenir dans cette monnaie pour défendre la parité de sa monnaie à l'intérieur du SME, ce que semble traduire l'importance des interventions en dollars de la Banque de France.

Bilan intérimaire et perspectives

Au regard des objectifs communs que se fixèrent, lors de la création du SME, les pays membres, le bilan que l'on peut dresser après plus de huit ans est pour le moins mitigé. La convergence des taux d'inflation a certes fortement progressé : le taux moyen européen est très inférieur à ce qu'il était au début des années quatre-vingt et les différentiels se sont considérablement réduits, sans toutefois disparaître. Mais il s'agit là d'un phénomène qui n'est pas limité aux seuls pays du SME et qu'il est donc difficile de lui attribuer. D'autre part les conséquences en termes de changes réels de la gestion pratique du système ont tendu, en contrepartie, à aggraver les déséquilibres des échanges commerciaux, tant à l'intérieur de la Communauté que vis-à-vis de l'extérieur, en favorisant la compétitivité des entreprises allemandes au détriment de celles de leurs partenaires européens.

De plus, en dépit de la relative stabilité des taux de change nominaux, la croissance des échanges commerciaux intra-communautaires a été moindre, de 1979 à 1986, que celle des échanges avec le reste du monde, à l'encontre de l'effet intégrateur recherché⁽⁵⁾. Cette évolution néfaste est, pour une bonne part, attribuable au biais restrictif des politiques macroéconomiques en Europe⁽⁶⁾. En effet, si le SME a effectivement favorisé la convergence des politiques macroéconomiques, cette convergence s'est faite par alignement sur la politique macroéconomique allemande, elle-même restrictive⁽⁷⁾. En outre la nécessité où se trouvent les pays à monnaie faible de maintenir un fort différentiel d'intérêt à l'égard de la RFA — pour compenser l'anticipation permanente par les opérateurs sur les marchés des changes d'une probable dévaluation dans le futur⁽⁸⁾ — les contraint à accepter des taux d'intérêt réels plus élevés que les taux réels allemands, ce qui freine encore davantage leur croissance interne et aggrave leur problème de chômage. Les mesures de libéralisation des changes et des mouvements de capitaux privés prises depuis deux ans par la France et par l'Italie risquent fort d'accroître encore la contrainte que fait peser sur leurs taux d'intérêt internes leur participation au SME.

Les contradictions qu'engendre ainsi le fonctionnement du SME, devenues particulièrement apparentes au cours des derniers mois, ont rendu patente la nécessité d'une révision des procédures. Avant même l'apparition des tensions qui ont accompagné la crise boursière, les accords de Nyborg

⁽⁵⁾ Voir sur ce point : P. De Grauwe, 1987, « International Trade and Economic Growth in the European Monetary System », *European Economic Review*, Vol. 31, n° 1/2, février-mars.

⁽⁶⁾ Voir : J-P. Fitoussi et J. Le Cacheux, 1988, « L'orientation des politiques macroéconomiques dans les pays de l'OCDE », *Revue de l'OFCE*, n° 22, janvier, à paraître.

⁽⁷⁾ Voir : J-P. Fitoussi, J. Le Cacheux et F. Lecoq, 1987, « Le "modèle" allemand », *Lettre de l'OFCE*, n° 41, janvier.

⁽⁸⁾ Non seulement à cause du différentiel persistant d'inflation, qui ne justifierait que l'existence d'une différence des taux nominaux, mais en raison de la persistance des déséquilibres des balances courantes bilatérales, qui résultent des différences structurelles des économies européennes.

⁽⁹⁾ Ces crédits à très court terme sont remboursables en ECU, ce qui est un petit pas de plus dans le développement des usages publics de l'ECU, jusqu'alors sévèrement limités alors que les usages privés ont connu un essor remarquable.

L'Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) de la Fondation Nationale des Sciences Politiques est chargé, sous la présidence de Jean-Marcel JEANNENEY, d'étudier, en toute indépendance, la conjoncture de l'économie française et son environnement extérieur.

Il publie une revue en janvier, avril, juillet et octobre et une lettre mensuelle le quatrième mercredi du mois, qui portent le même titre « Observations et Diagnostics Économiques » et sont éditées par les Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.

Dans la revue et la lettre les idées émises le sont librement par les économistes de l'OFCE. Elles peuvent s'opposer, le pluralisme des opinions étant un des principes de l'OFCE.

(septembre 1987) ont partiellement remédié à l'asymétrie des interventions des banques centrales en instituant des lignes de crédit à court terme automatiquement accordées par les pays à monnaie forte aux pays dont la monnaie est en difficulté⁽⁹⁾. De plus les tensions qui se manifestaient au début de novembre sur la parité franc-mark ont conduit à des ajustements concertés des taux d'intérêt : légère baisse en RFA, légère hausse en France. Et plus récemment une diminution conjointe des taux d'intérêt a été décidée.

Ces décisions récentes constituent autant de signes encourageants de l'émergence d'une véritable coopération dans le choix de politique financière, coopération qui était restée lettre morte jusqu'à présent et à laquelle incite la baisse rapide du dollar. Non moins encourageante est la décision de l'Allemagne fédérale de relancer quelque peu son économie.

Cela suffira-t-il à assurer la pérennité du SME ? C'est peu probable, car les contraintes qui pèsent actuellement sur les pays à monnaie faible — qu'il s'agisse du chômage et de la faiblesse de la croissance ou des déséquilibres extérieurs — sont telles qu'il faudra, tôt ou tard, y apporter des solutions plus radicales, d'autant que la libéralisation dans ces pays des mouvements de capitaux met les variables financières internes en prise directe avec les perturbations qui affectent les marchés des changes. Si les conditions qui expliquent les différentiels de taux d'intérêt réels perdurent, les taux français et italiens ne pourront être abaissés que si les taux allemands eux-mêmes diminuent. Mais les taux nominaux sont déjà très bas en RFA ; peuvent-ils être encore abaissés ? Et l'on ne peut guère compter sur une reprise de l'inflation allemande pour abaisser les taux réels dans ce pays.

Dès lors les options ne sont guère nombreuses, pour un pays comme la France. Demeurer dans le SME en acceptant son fonctionnement actuel impose des coûts extrêmement élevés en termes de croissance et d'emploi, tout en détériorant la compétitivité de nos entreprises. Un retour à la réglementation des mouvements de capitaux pourrait, dans ces conditions, assouplir à court terme les contraintes, mais ne résoudrait pas les problèmes au fond. La sortie du SME et le flottement isolé ne constituent pas non plus une solution réellement viable à terme, car l'expérience de la fin des années soixante-dix a montré qu'elle conduisait souvent à des dépréciations excessives, avec des risques de conséquences inflationnistes. L'union monétaire complète, assortie d'un véritable statut monétaire de l'ECU, peut certes sembler souhaitable. Mais il est peu réaliste de penser qu'elle puisse être réalisée rapidement, si même de modestes mesures coopératives nécessitent de dures négociations. Reste donc la voie d'une réforme plus profonde du fonctionnement du SME, soit dans le sens de mécanismes plus souples de gestion des changes, mais qui évitent l'émergence de politiques de change individuelles, soit dans celui d'une coopération beaucoup plus active et plus équilibrée dans le choix des orientations des politiques nationales. Dans ce cas, comme dans celui d'une union monétaire, le système devra impérativement assurer le financement de déséquilibres durables des balances courantes bilatérales, et non se contenter des facilités de court terme récemment mises en place.

Jacques LE CACHEUX, François LECOINTE
Département des études de l'OFCE

Tarif d'abonnement 1988		Lettre 10 n°s/an	Revue 4 n°s/an	Revue et Lettre
Les demandes d'abonnement doivent être adressées à : OFCE 69, quai d'Orsay 75007 Paris avec un chèque bancaire ou postal à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications	Tarif normal (institutions/entreprises)	140 F	310 F	400 F
	Tarif réduit (particuliers)	70 F	200 F	240 F
	Prix du numéro	15 F	90 F	