

LA LETTRE DU C.E.P.I.I.

CENTRE D'ETUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES

N° 61

ISSN 0243-1947

Février 1987

Le système monétaire européen doit renouveler ses objectifs

Les deux réalignements successifs, en avril 1986 et janvier 1987, après une longue période de calme, font resurgir les interrogations sur le devenir du SME. Dans la résolution du 5 décembre 1978 qui établissait le système, ses fondateurs lui assignaient la mission de *créer une zone de stabilité monétaire en Europe*. Ni cette finalité, ni les moyens pour l'atteindre n'étaient précisés. C'est pourquoi le SME est un cadre général pour les actions monétaires des pays. Il est capable de souplesse dans son fonctionnement et d'évolution dans ses structures. Mais il laisse une ambiguïté sur les critères de ses performances et sur la formulation de ses objectifs.

1
Moins de volatilité
des taux de change...

La signification de la stabilité la plus directement liée aux règles de fonctionnement du SME concerne les taux de change nominaux et réels. Les analyses statistiques disponibles sur la volatilité des taux de change sont nettes (tableau 1). Après l'instauration du SME, la volatilité des taux de change a fortement diminué entre les devises qui participent à l'accord de change. Cette plus grande stabilité, qui concerne à la fois les taux de change nominaux et réels, ne se retrouve pas pour les devises extérieures au SME, que ce soit dans leurs rapports réciproques ou dans leurs relations avec les devises du SME; on peut donc conclure qu'elle est due au SME lui-même. Celui-ci a amorti les perturbations financières qui ont, au contraire, aggravé l'instabilité des changes dans le système monétaire international.

TABLEAU 1
Variabilité des taux
de change bilatéraux
nominaux et réels

Variabilité des taux de change parmi différents groupes de pays (*)	Taux de change nominaux		Taux de change réels	
	1974-78	1979-85	1974-78	1979-85
Variabilité moyenne des pays du SME entre eux	28,4	15,1	25,9	15,9
Variabilité moyenne entre les pays du SME et les pays extérieurs au SME	35,4	41,3	33,0	40,2
Variabilité moyenne des pays extérieurs au SME entre eux	39,6	42,8	35,1	44,3

(*) Pour chaque pays on calcule une moyenne pondérée des variabilités des taux de change bilatéraux (nominaux et réels) contre un groupe de pays (SME et hors SME).

La variabilité est mesurée par le coefficient de variation (multiplié par 1000) des taux de change bilatéraux mensuels. On prend ensuite la moyenne des variabilités des pays appartenant à un groupe donné.

(**) Le groupe des pays hors SME est composé de huit pays :

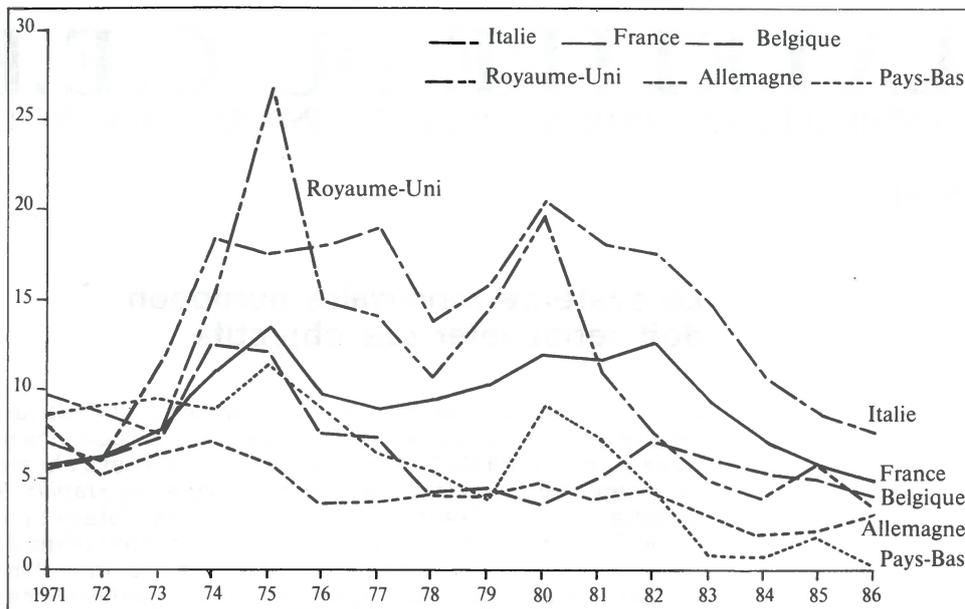
Autriche, Canada, Japon, Norvège, Royaume-Uni, Suède, Suisse, Etats-Unis.

Source : FMI. Occasional Paper n° 48, décembre 1986. Annexe 1. Tableaux n° 16 - 19 - 22 - 25.

2
... et moins d'inflation

Une contribution importante à cette performance est venue de la fixité des parités centrales pendant près de deux ans et demi après le réalignement de mars 1983. Cet allongement des périodes séparant deux réalignements témoigne d'une préoccupation commune des gouvernements d'approfondir l'exigence de stabilité monétaire : *utiliser la stabilité externe des changes dans le SME pour progresser vers la stabilité interne des prix nominaux*. Le graphique A illustre le succès de cette stratégie. Le premier choc pétrolier avait fait diverger les rythmes d'inflation. Entre les deux chocs pétroliers les taux de change flottants n'avaient pas permis de réduire cette divergence. A partir de 1982, on assiste à une décélération générale des prix avec convergence vers le rythme d'inflation du pays le moins inflationniste. Le SME a donc fonctionné comme un système hiérarchisé. L'Allemagne a imposé sa politique monétaire. Cette contrainte a été transmise aux autres pays par la défense des parités nominales contre le mark. Comme la répercussion sur les prix intérieurs est un processus qui prend du temps, les pays les plus inflationnistes initialement voyaient leurs taux de change réels s'apprécier. Les réalignements étaient nécessaires pour effacer les pertes de compétitivité.

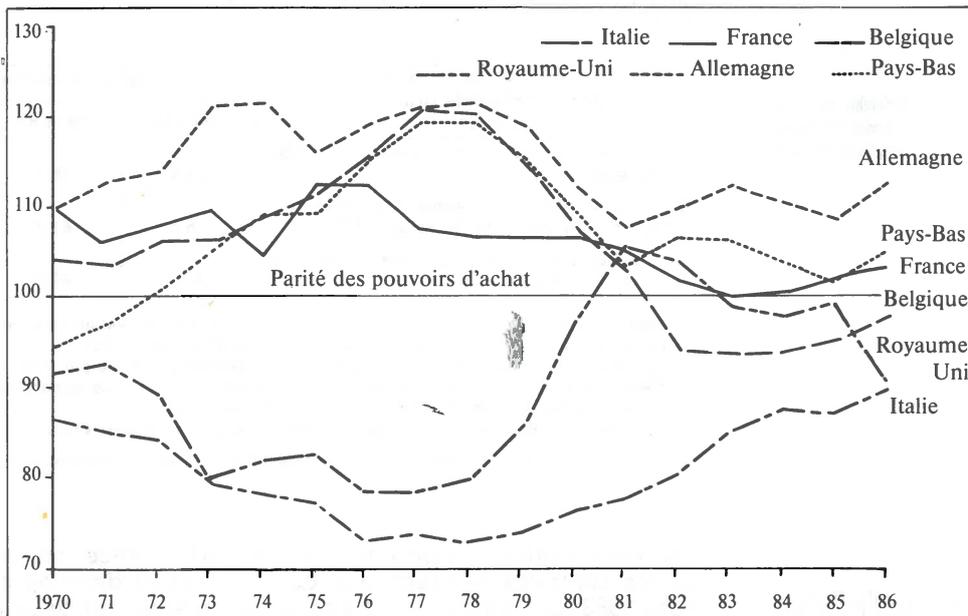
GRAPHIQUE A
Taux d'inflation*
(en %)



Sources : Comptes nationaux et perspectives économiques de l'OCDE.
* Déflateur du PIB en monnaie nationale.

Toutefois, le graphique B suggère que la compensation n'a pas été totale. D'un côté la Belgique a trouvé dans le SME une flexibilité que la rigueur du serpent monétaire lui interdisait avant 1979. De l'autre, l'Italie, pays inflationniste et à monnaie flottante avant 1979, a dû laisser son taux de change réel s'apprécier relativement à l'Allemagne en acceptant les mécanismes du SME. L'Allemagne a donc gagné sur tous les tableaux. Elle a fait partager sa crainte de l'inflation, tout en améliorant sa compétitivité vis-à-vis de certains de ses partenaires.

GRAPHIQUE B
Taux de change réels
à l'intérieur de la CEE*
(Base 100 = parité
des pouvoirs d'achat
des PIB)



Sources : Calcul CEPII à partir des données du Projet de comparaisons internationales (phase IV) et des Comptes nationaux et perspectives économiques de l'OCDE.
* CEE à 10.

3 Des ajustements insuffisants des balances courantes...

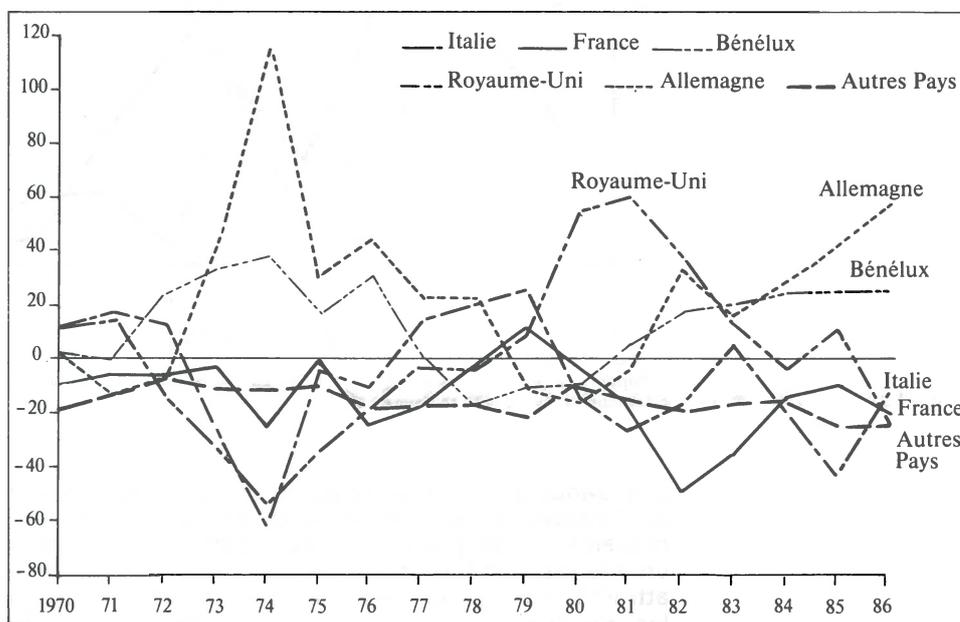
Le fonctionnement asymétrique du SME, légitime lorsque la désinflation était la priorité absolue, s'avère inefficace lorsque les hétérogénéités dans les structures économiques entravent les progrès de l'intégration européenne. Le domaine le plus sensible où se reflètent ces hétérogénéités est l'ajustement des balances courantes. Le graphique C met en évidence l'échec du SME à cet égard.

Les résultats sont inverses de ceux qui avaient été observés sur les prix. Entre les chocs pétroliers, les taux de change flottants avaient permis de réduire les

déséquilibres de balances de paiements à l'intérieur de la Communauté. A partir de 1980 et surtout de 1983, c'est-à-dire du moment où les réalignements sont espacés et leur amplitude minimisée pour durcir la contrainte monétaire, en faisant abstraction du Royaume-Uni qui n'appartient pas au SME et dont le solde est perturbé par les chocs pétroliers, les soldes courants relatifs s'écartent au fur et à mesure que les excédents allemands deviennent plus importants.

Ce défaut d'ajustement est d'autant plus préoccupant que la réduction de la croissance américaine, la baisse du pouvoir d'achat des pays exportateurs de pétrole, la contrainte financière sur les pays endettés, empêchent les pays européens insuffisamment compétitifs sur le marché communautaire de compenser leurs déficits par des excédents dans le reste du monde.

GRAPHIQUE C
Ecart relatif de solde
courant dans la CEE*
(en %)



Source : Calcul CEPII.

* CEE à 10, écarts par rapport à une répartition équilibrée du solde global, calculée au prorata du PIB en valeur de chaque pays.

4 ... et de l'emploi

Au-delà du défaut d'ajustement des balances de paiements, c'est la répartition des coûts réels de la désinflation et les équilibres de l'emploi en Europe qui font problème, si les contraintes monétaires continuent à être transmises par le SME de la même manière qu'au temps où l'inflation était très élevée.

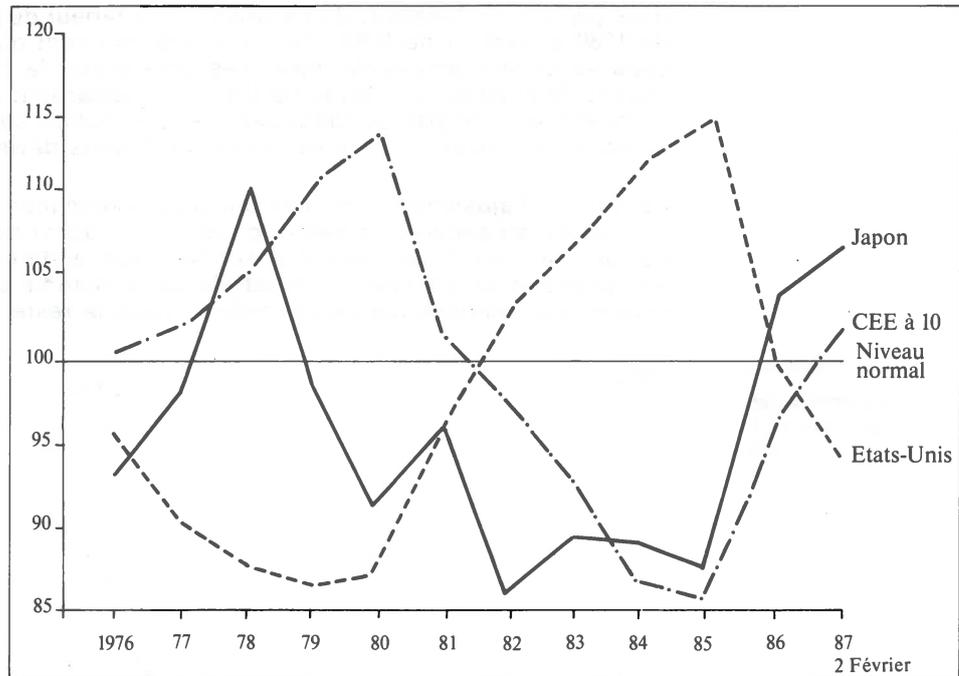
Grâce au dynamisme de ses exportations, et à son entrée dans une période de déclin démographique, l'Allemagne bénéficie d'une situation de l'emploi qui est relativement meilleure que celle de ses partenaires européens. Pour alléger le chômage, ces derniers devraient avoir une croissance plus rapide que celle de l'Allemagne. Mais cela leur est interdit par la répartition des soldes courants, puisque le désajustement des balances de paiements serait aggravé. Quant à la stratégie opposée, où l'Allemagne tirerait l'activité de ses partenaires et contribuerait à réduire les écarts de soldes courants par une expansion plus forte, elle se heurte à la priorité de stabilité des prix et à la moindre gravité du chômage en Allemagne.

Ainsi les pays du SME se trouvent-ils placés devant des asymétries qui exigeraient que la coordination s'exprime dans des politiques temporairement divergentes. Une gestion des taux de change réels intra-européens en fonction d'objectifs réels devient nécessaire. Elle est d'autant plus difficile que le fonctionnement actuel du SME laisse les perturbations du dollar interférer avec les relations réciproques des pays membres.

5 L'absence d'une politique commune à l'égard du dollar

Les fluctuations du dollar ne sont pas des perturbations mineures et courtes. Ce sont des cycles de grande amplitude et longue durée qui mettent le dollar en opposition vis-à-vis du yen et de l'écu. Il en résulte de très fortes distorsions dans les taux de change réels (graphique D). La poursuite de la baisse du dollar menace la compétitivité des produits européens sur les marchés extérieurs et sur le marché communautaire lui-même. Elle jette des doutes sur la persistance d'une croissance déjà trop faible et aggrave les problèmes internes à l'Europe, dans la mesure où les pays membres n'ont pas la même aptitude à réagir à un durcissement de la concurrence internationale.

GRAPHIQUE D
**Distorsions de change
à l'intérieur de l'OCDE***
(Base 100 = niveau normal
par rapport à la moyenne
de la zone)



Source : Calcul CEPII.

* Rapport entre les taux observés et des taux de référence à moyen terme (cf. G. Lafay, Economie Prospective Internationale, n° 24, 4° trimestre 1985).

L'influence de la baisse du dollar sur les échanges commerciaux s'accompagne de l'incidence des mouvements de capitaux déclenchés par tous ceux qui recherchent des placements de substitution aux actifs en dollars. Faute d'avoir créé le dispositif institutionnel qui aurait pu faire de l'écu un actif international attractif, les pays européens en sont réduits à tenter, sans succès, de persuader les marchés financiers que leurs devises sont équivalentes en tant que substituts au dollar. Comme la Bundesbank met un plancher à la baisse des taux d'intérêt allemands, les autres pays ont été contraints de relever leurs taux à court terme au second semestre 1986 pour tenter de compenser l'attrait supérieur exercé par le mark. Ces hausses de taux d'intérêt, sans parvenir à empêcher le réaligement de janvier 1987, vont à l'encontre des besoins internes de la politique économique.

Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales,
9, rue Georges-Pitard,
75015 Paris.
Tél. (1) 48-42-64-64

Rédacteur en chef :
Gérard Lafay.

Edition :

La Documentation française.
Abonnement d'un an
(8 numéros) : 175 F.

Commande adressée à :
La Documentation française.
124, rue Henri-Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

Règlement à réception
de la facture.

Directeur
de la publication :
Jean-Michel Charpin.

CPPP n° 1462 AD.
1° trimestre 1986.
92-Février 1987.

Imp. Louis-Jean - GAP

Imprimé en France.

L'analyse précédente livre trois enseignements importants :

- La *cohérence* dans les balances de paiements, les croissances relatives, les situations de l'emploi, ne résulte pas de la *convergence* dans les rythmes d'inflation. Pour aller au-delà d'une conception étroite de la stabilité monétaire, le SME doit incorporer des règles d'ajustement plus symétriques et donner lieu à des compromis dans les objectifs de la politique monétaire.
- Pour assurer une répartition plus équilibrée des soldes courants à l'intérieur de la CEE, tout en permettant une croissance plus soutenue dans les pays à fort chômage, les niveaux des taux de change réels sont décisifs. Dans cette perspective, on peut se demander si le mark ne devrait pas être placé à un niveau réel plus élevé vis-à-vis de l'ensemble des autres monnaies du SME.
- Aucun renforcement du SME n'est possible sans politique commune à l'égard du dollar. Elle est indispensable pour sauvegarder les ajustements à l'intérieur du SME et pour rendre l'écu plus attractif.