

LA LETTRE DU CEPII

CENTRE D'ETUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES

■ Tirer les leçons de la crise monétaire européenne

Le système monétaire européen (SME) vient de subir une crise plus grave que les perturbations qui avaient jusque là jalonné son histoire. Au delà des catalyseurs que furent en août et septembre la baisse du dollar et l'incertitude sur l'issue du référendum français, l'analyse conduit à mettre en évidence des causes plus profondes qui tiennent aux écart de situation et aux divergences d'objectifs entre pays. La crise n'a pas seulement affecté certaines monnaies, mais aussi le système lui-même. Au delà du cas britannique, l'éventualité d'un retour en force des changes flottants ne peut plus être totalement écartée. Pour évaluer les difficultés de la convergence, il faut estimer les effets macro-économiques des bouleversements récents dans les taux de change. Il faut aussi réexaminer les problèmes de la transition vers l'union monétaire, que la ratification française permet de préserver, en envisageant les stratégies susceptibles de lui donner une nouvelle dynamique. Le SME, dans son fonctionnement actuel, risque d'être trop fragile pour être le véhicule de la transition vers la monnaie unique. La crise appelle une modification de son fonctionnement anticipant sur la future union monétaire.

1

Pourquoi le SME a-t-il craqué ?

Un système monétaire vaut par ses mécanismes, mais aussi par l'intérêt des participants à respecter ses règles non écrites. Dans le SME, la règle implicite la plus importante a été jusqu'ici l'ancrage sur le mark allemand. Elle s'est imposée lorsque la désinflation est devenue prioritaire et que la libéralisation financière a perturbé la poursuite d'objectifs monétaires internes. L'ancrage sur le mark est devenu l'objectif le plus précis et le plus crédible pour les autres pays. Cet ancrage exigeait un objectif d'inflation ambitieux, mais offrait la crédibilité de la Bundesbank et un taux d'intérêt peu élevé, dont les autres pays pouvaient se rapprocher au fur et à mesure de leur convergence.

Le choc provoqué par la réunification de l'Allemagne a détérioré la qualité de l'ancrage. Sous l'effet d'une demande supplémentaire importante, une pression inflationniste s'est produite. Les autorités économiques et monétaires se sont accordées pour ne pas laisser l'inflation s'installer, mais ne se sont pas entendues pour compenser l'insuffisance de l'épargne privée eu égard au besoin de financement public. Le gouvernement a hésité à créer de l'épargne publique en relevant les impôts, tandis que la Bundesbank ne voulait pas entendre parler d'une épargne forcée par l'inflation. La hausse des taux allemands, rendue nécessaire par le choix de financer une partie du coût de la réunification par l'endettement public et l'appel à l'épargne étrangère, a mis en question le bénéfice retiré par les pays qui conservaient leurs parités centrales contre le mark.

En Italie, le niveau du taux de change était de moins en moins compatible avec les difficultés économiques du pays en raison de l'écart d'inflation accumulé depuis le dernier réalignement et de l'absence d'ajustement budgétaire. Mais le niveau de la

dette publique rendait aussi la hausse des taux d'intérêt insupportable, et faisait obstacle à une défense de la parité à tout prix (tableau 1). Pour maintenir la lire dans les limites prescrites, la Banque d'Italie a dû monter les taux à des niveaux que les marchés ont interprétés comme un signe de faiblesse. Un cercle vicieux s'est déclenché : la hausse des taux d'intérêt a aggravé le déficit budgétaire et a augmenté les charges financières des entreprises, ce qui a déclenché des anticipations de baisse de la lire qu'il a fallu contrecarrer par de nouvelles hausses de taux. Ce cercle vicieux a fait perdre toute conviction à la résistance des autorités italiennes.

TABLEAU 1 - Endettement brut dans les principaux pays

Pays	Entreprises non financières (en % du PIB)				Ménages (en % du revenu disponible)				Administrations publiques (en % du PIB)			
	1975	1980	1985	1990	1975	1980	1985	1990	1975	1980	1985	1990
Allemagne	66	68	73	74	62	76	88	84	25	33	43	41
France	63	57	60	69	52	56	54	67	42	37	46	47
R-Uni	46	41	49	82	47	49	77	106	64	54	53	36
Italie	--	49	57	61	--	--	--	--	49	59	84	101

Sources : BRI à partir de données nationales, OCDE.

Les Britanniques ont mis en cause l'ancrage sur le mark parce qu'ils ont opposé une logique interne aux engagements monétaires. Au terme de l'expansion des années quatre-vingt, l'endettement privé a atteint un niveau très élevé. Plus les taux d'intérêt sont hauts, plus les charges financières sont lourdes, plus le désir des agents de retrouver une situation financière saine provoque une réduction des dépenses, plus l'ajustement récessif est sévère, plus le redressement des ratios de dette au revenu est frustré. La consolidation de l'endettement requiert donc un taux d'intérêt réel plus bas et un taux de croissance plus élevé; ce qui était incompatible avec le soutien de la livre sterling dans les conditions imposées par les taux d'intérêt allemands et la pression haussière sur le mark. La forte baisse du dollar au mois d'août a rendu la position du gouvernement difficile. La contestation dans l'opinion et dans les milieux politiques a pris de l'ampleur et a attiré la spéculation contre la livre. Il n'est donc pas surprenant que le décrochage de la livre ait immédiatement entraîné une baisse du taux court anglais en dessous du taux allemand, même si la poursuite d'une telle orientation est aujourd'hui en question.

La France n'est pas dans la même situation. C'est un pays dont la monnaie est stable parce que ses fondamentaux sont bons, et même meilleurs que ceux de l'Allemagne en ce qui concerne l'inflation. C'est surtout un pays qui n'a pas de déséquilibre financier majeur et dont la compétitivité vis-à-vis de l'Allemagne s'est améliorée légèrement depuis le dernier réalignement de janvier 1987. Mais il est certain que les taux d'intérêt à court terme, résultant de l'ancrage asymétrique, sont devenus supérieurs aux taux optimaux pour l'équilibre interne.

Les conditions dans lesquelles l'ancrage sur le mark a fonctionné ont ainsi révélé les disparités économiques et les divergences d'objectif au lieu d'entraîner une convergence continue. Or le "nouveau SME" des années 1987-1992 devait son apparente robustesse à la crédibilité des parités. Lorsque la structure des taux de change est mise en doute par les anticipations des marchés, la liberté des mouvements de capitaux déclenche une spéculation contre laquelle les interventions des banques centrales sont impuissantes, si elles ne sont pas soutenues par une volonté sans faille de coopération et un engagement sans limites dans la défense des parités. C'est en ce sens que l'incertitude du référendum français a pu jouer le rôle d'un catalyseur. En rendant plausible la non-réalisation de l'union monétaire dans les conditions du Traité, les avatars de la ratification ont obscurci la perspective de l'équivalence entre les monnaies.

Les effets économiques des changements de parité (1)

La dévaluation de la lire de 7 % puis son flottement à la baisse, la dévaluation de la peseta de 5 %, la dépréciation de la livre sterling en dehors du mécanisme du SME ont des conséquences notables sur les situations économiques dans la Communauté. En admettant que la spéculation se calme bientôt et que les surajustements encore observés actuellement sur les marchés des changes soient résorbés, on peut évaluer les incidences économiques de changements de parités d'ampleur voisine des variations observées de la fin mai à la fin septembre. Tel est l'objet d'une simulation réalisée avec le modèle MIMOSA (tableau 2) dans laquelle la livre sterling est dépréciée de 13 % vis-à-vis du mark, la lire et la peseta de 11 %, l'escudo de 6 %, les parités des autres devises du SME à l'égard du mark demeurant inchangées (2). Il s'agit là d'une simulation analytique qui ne prétend pas mesurer les effets de la crise monétaire, mais les conséquences d'une nouvelle configuration des taux de change intra-européens, que l'on suppose stable et durable. Sous cette hypothèse, après que les mouvements à court terme des taux d'intérêt autorisés par le flottement des monnaies ou requis par la lutte contre la spéculation ont pris fin, la hiérarchie des taux d'intérêt en Europe, qui dépend de la prime de risque déterminée par les marchés sur chaque devise vis-à-vis du mark, n'est pas modifiée. Par ailleurs, comme l'appréciation effective du mark réduit les tensions inflationnistes en Allemagne, il est raisonnable de supposer que la Bundesbank va pouvoir réduire légèrement ses taux d'intérêt. Ayant obtenu les révisions de taux de change qu'elle désire, elle ira ainsi au devant des demandes de ses partenaires. La simulation repose sur l'hypothèse que la Bundesbank abaisse le taux d'intérêt à court terme de 1,5 % lorsque le taux d'inflation baisse de 1 % et réagit aussi, mais moins énergiquement, au fléchissement de l'activité (réduction du taux d'intérêt de 0,5 % pour une baisse du PIB de 1 %). Sous cette hypothèse, la diminution des taux d'intérêt reste faible (0,2 à 0,3 % par an en moyenne pour l'Europe).

Au total, l'Italie et le Royaume-Uni obtiennent un surcroît d'expansion non négligeable (+1,4 % pour l'Italie dès la première année, +2,1 % pour le Royaume-Uni au bout de trois ans). La baisse des taux d'intérêt allemands, et l'appréciation du dollar qu'elle entraîne, évitent à la croissance des autres pays européens d'être pénalisée par les gains de compétitivité italiens et anglais. Ainsi la France et l'Allemagne parviennent à maintenir à peu près le niveau de leur PIB sur le profil qu'il aurait eu si les taux de change n'avaient pas bougé. Bien entendu, les conséquences sur l'évolution des prix sont très différentes. La convergence des taux d'inflation est stoppée et une divergence se creuse de nouveau. En raison de l'inflation importée et des mécanismes d'indexation, l'écart d'inflation par rapport à l'Allemagne et à la France s'accroît d'un point en moyenne pour l'Italie comme pour la Grande-Bretagne. Au bout de cinq ans, l'écart cumulé peut de nouveau faire de ces monnaies des devises faibles, suspectées par les marchés de risques de dévaluation.

Ces mouvements de prix relatifs pourraient toutefois être réduits par des politiques d'accompagnement appropriées dans les pays qui dévaluent. Ainsi, un blocage des salaires en Italie durant les deux premières années permettrait de limiter l'écart d'inflation à 0,5 point à moyen terme, et d'amplifier quelque peu le surcroît de production à moyen terme, en sauvegardant les gains de compétitivité procurés par la baisse du taux de change nominal.

Ainsi la reprise de la convergence vers une faible inflation appelle-t-elle des politiques sévères en Italie, au Royaume-Uni, et en Espagne. Cette convergence sera plus longue qu'on ne le croyait avant la crise de septembre. Il ne faut pas exclure la possibilité d'autres ajustements de parité. Mais elle sera d'autant plus aisée que ces pays pourront prendre appui sur un ancrage monétaire robuste. La difficulté est que le SME ne peut

(1) Cette section prend appui sur les simulations effectuées conjointement par le CEPII et l'OFCE à l'aide du modèle MIMOSA. Les résultats complets de ces simulations sont publiés dans *la Lettre de l'OFCE*.

(2) Les chiffres correspondent aux variations observées des taux de change, non à celles des taux-pivot. Ainsi la baisse de 6 % de l'escudo s'est-elle faite à l'intérieur des marges de fluctuation.

plus être le cadre de stabilité pour une convergence progressive de tous les pays de la Communauté sous l'hypothèse que la grille des parités ne sera plus changée. Le postulat d'intangibilité des parités a été détruit, la coopération des banques centrales a été insuffisante, de ce fait les interventions sur les marchés des changes n'ont pas été efficaces.

TABLEAU 2 - Conséquences macroéconomiques des variations de taux de change observées entre mai et fin septembre 1992 au sein du SME

<i>Écart en niveau par rapport à la simulation de référence</i>	<i>1ère année</i>	<i>3ème année</i>	<i>5ème année</i>
Variation des taux de change au sein du SME en %.			
Lire/mark	- 11,0	- 11,0	- 11,0
Livre/mark	- 13,0	- 13,0	- 13,0
Peseta/mark	- 11,0	- 11,0	- 11,0
Escudo/mark	- 6,0	- 6,0	- 6,0
Effets sur la politique monétaire allemande et le taux de change mark/dollar.			
Taux d'intérêt en points :			
Allemagne et autres pays du SME	- 0,3	- 0,2	- 0,3
Taux de change en % :			
Mark/dollar	- 1,8	- 1,2	- 0,7
Effets sur le niveau du PIB et des prix à la consommation, en l'absence de toute politique d'accompagnement.			
PIB en volume en % :			
Allemagne	- 0,2	- 0,1	- 0,1
France	0,0	0,2	0,2
Italie	1,4	1,2	0,6
Royaume-Uni	0,1	2,1	1,7
Autres CE	0,2	0,9	0,9
Total CE	0,2	0,7	0,6
Prix à la consommation en % :			
Allemagne	- 0,2	- 0,4	- 0,7
France	- 0,3	- 0,8	- 1,0
Italie	0,9	2,4	4,0
Royaume-Uni	1,8	3,1	4,2
Autres CE	0,8	2,1	3,2
Effets sur le niveau du PIB et des prix à la consommation, sous l'hypothèse d'un blocage temporaire des salaires en Italie.			
PIB en volume en % :			
Allemagne	- 0,2	- 0,2	- 0,2
France	0,1	0,2	0,2
Italie	1,5	1,7	1,0
Royaume-Uni	0,1	2,0	1,6
Autres CE	0,2	0,9	0,9
Total CE	0,2	0,7	0,6
Prix à la consommation en % :			
Allemagne	- 0,2	- 0,4	- 0,8
France	- 0,3	- 0,8	- 1,1
Italie	0,6	1,2	2,0
Royaume-Uni	1,8	3,0	4,2
Autres CE	0,8	2,1	3,1

Source : Modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Il y a cependant un enseignement beaucoup plus encourageant à tirer de la crise ; c'est le succès de la coopération franco-allemande. La spéculation contre le franc touchait une monnaie dont les fondamentaux sont bons, mais les marchés suspectaient que les taux d'intérêt excessifs pour les besoins à court terme de l'économie française allaient faire chanceler la volonté politique. Dans ces conditions le communiqué franco-allemand, réaffirmant cette volonté et la soutenant pour la première fois par un engagement inconditionnel des autorités monétaires allemandes, a fait reculer la spéculation. Cet événement donne des indications sur la nature des changements à apporter au SME pour le renforcer et en faire la voie du passage vers l'union monétaire.

L'exigence de l'union monétaire est confortée par la crise. On ne pourra pas tirer les bénéfices de l'intégration réelle et financière dans un espace économique qui serait en permanence sous la menace de violentes crises de change; il est clair désormais qu'il ne suffit pas de proclamer la fixité des parités pour conjurer ce risque. On ne réduira les effets des écarts de situation entre pays que par un ancrage symétrique de la politique monétaire; or tel est précisément le but de l'UEM.

Mais la route est encore longue et la transition prévue par le traité de Maastricht est devenue moins crédible. La convergence des économies qui ont subi une dévaluation est rendue plus difficile, au point que les vicissitudes de la transition risquent de faire perdre de vue l'objectif final. La crédibilité des parités qui permettait une résorption des écarts de taux d'intérêt est affaiblie. Le mécanisme de change lui-même, sur la stabilité duquel était fondée la stratégie de transition, est fragilisé. On peut certes observer que la crise conforte un "noyau dur" de monnaies qui ont subi l'épreuve du feu. Mais c'est ignorer que la stabilité des changes et la robustesse du système qui les garantit sont des biens collectifs.

En l'absence d'initiative pour consolider le SME et rétablir la dynamique de l'union monétaire, le risque d'un retour en force des changes flottants -au delà du seul cas britannique- ne peut être totalement écarté. Ce régime est en effet le seul qui rende compatible les divergences d'orientation monétaire et la liberté des mouvements de capitaux. Les conséquences d'une telle évolution seraient particulièrement néfastes. L'expérience que l'on a de ce régime de change laisse prévoir des distorsions de taux de change réels et une volatilité fortement accrue des taux de change tant nominaux que réels. Entre des pays très ouverts, cette instabilité ne manquerait pas de rendre les politiques économiques difficilement maîtrisables et de susciter chez certains des attitudes de dévaluation compétitive.

Si le traité de Maastricht est ratifié par ses signataires, les principes, le calendrier et les modalités de l'union monétaire seront fixés. On pourra alors redéfinir la stratégie de transition dans le respect des dispositions institutionnelles qui auront été ratifiées. L'analyse qui précède conduit à identifier trois objectifs : améliorer la qualité de l'ancrage en faisant un pas en avant vers une co-responsabilité monétaire; consolider le mécanisme de change du SME; donner plus de flexibilité aux pays qui se débattent dans des difficultés financières ou sociales sérieuses.

Le renforcement de l'ancrage consiste à passer de l'ancrage sur une seule monnaie à un ancrage collectif sur un groupe de monnaies qui ont fait la preuve que les fondamentaux de leurs taux de change sont solides. Ce groupe désigne aujourd'hui le mark, le franc et les monnaies des pays qui sont déjà liées au mark. L'innovation dépend d'une initiative politique des gouvernements, en particulier français et allemand. Il ne s'agit ni de rattacher unilatéralement le franc au mark, comme l'ont fait les Belges et les Hollandais, ni de demander à la Bundesbank de prendre des libertés par rapport au mandat que lui confie la loi allemande. Au delà de la coopération en période de crise, une coordination étroite dans la conduite de la politique monétaire entre les pays qui constitueront ce noyau central de monnaies stables serait possible dès lors que gouvernements et autorités monétaires se seraient publiquement accordés sur le caractère intangible des taux-pivot. A partir de 1994, cette coordination pourrait naturellement prendre place dans le cadre de l'Institut monétaire européen dont ce sera une des missions.

Une condition nécessaire à ce pas en avant est évidemment que le statut de la Banque de France soit réformé conformément aux dispositions du Traité. Sans indépendance juridique de ses partenaires, on ne peut espérer que la Bundesbank puisse aller loin dans la délibération sur des objectifs monétaires. Par ailleurs, avant la constitution effective de la Banque centrale européenne, il ne peut y avoir co-décision formelle sur la politique monétaire. La coordination devrait donc s'inscrire dans le domaine de la consultation et de la délibération pour définir ex-ante des orientations sur la base de

diagnostics et d'indicateurs communs. Chaque banque centrale demeurerait souveraine dans ses décisions, mais la prise en compte de la situation globale pourrait faire un pas en avant.

Le fonctionnement du mécanisme de change serait modifié par une telle initiative. Les pays formant l'ancrage collectif auraient un engagement de soutien réciproque illimité sur les marchés des changes. Cela se traduirait dans le maniement des taux d'intérêt et dans la conduite des interventions symétriques. A bref délai, un renforcement de la coopération monétaire entre banques centrales constituerait un signal clair de la volonté de tirer les leçons de la crise et de conforter la dynamique de l'unification monétaire. Ce renforcement pourrait notamment comporter un usage plus systématique des interventions intra-marginales et la détention croisée de réserves.

Pour les pays qui ont dû dévaluer, un tel ancrage constituerait un pôle de stabilité auprès duquel ils trouveraient un intérêt à regagner leurs places. Mais pour ces pays, ou du moins certains d'entre eux, les disparités de situation et les rythmes de la convergence doivent être pris en compte. Il faut qu'ils puissent temporairement conserver des marges de fluctuation plus importantes et procéder encore à des réalignements si nécessaire. Telle a d'ailleurs été depuis l'origine la philosophie du SME, qui a tenu compte des disparités de situation tout en favorisant une stabilité croissante des changes. Il faut aussi qu'ils réintègrent le SME avec des taux de change réalistes : il ne faudrait pas que la lire et la livre sterling rentrent avec des taux de change indûment sous-évalués après avoir été excessivement surévalués. Il faut enfin qu'ils puissent prendre appui sur un meilleur environnement macro-économique pour poursuivre leur ajustement.

Un tel schéma préserverait la totalité des engagements négociés. Il serait compatible avec les institutions de l'UEM et le calendrier prévu par le Traité. Il n'excluerait a priori aucun pays de l'UEM. Il contribuerait à renouer la coopération monétaire. Il rassurerait les marchés sur la solidité du SME et la dynamique de l'union monétaire.

Michel Aglietta, Henri Delessy et Jean Pisani-Ferry
9 octobre 1992



Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. (1) 48.42.64.64
Télécopie : (1) 48.42.59.12

Rédacteur en chef :
Jean Pisani-Ferry.

Réalisation :
Annick Hutteau.

Diffusion :
La Documentation Française.

Abonnement d'un an
(8 numéros) : 190 F (France),
220 F (Étranger).
28 F (suppl. pour envoi
par avion).

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

Règlement à réception
de la facture.

Directeur de la publication :
Jean Pisani-Ferry.

ISSN 0243-1947

CPPP numéro 1462 AD
4ème trimestre 1992
Octobre 1992

Imp. SNLIR - IVRY

Imprimé en France

VIENT DE PARAÎTRE

LA CHINE ET L'INDE EN TRANSITION



- Les potentiels démographiques.
- Progrès et aléas du monde rural.
- Investissement, épargne et croissance.
- La situation des finances publiques.

Économie Prospective Internationale, n° 50, 2ème trimestre 1992, 136p., 78 frs,
La Documentation Française.

L'ÉCONOMIE MONDIALE 1993



- L'état de l'économie mondiale.
- Les dossiers stratégiques : Uruguay Round - Maastricht - l'ex URSS.
- La compétition industrielle : l'aéronautique - IBM - l'automobile.

Collection Repères, 1992, 125p., 45 frs,
La Découverte : 9bis, rue Abel-Hovelacque - 75013 Paris.