

4.2.1. Le Système monétaire européen : principes et résultats

Introduction

En 1978, le système monétaire européen (SME) succédait au serpent monétaire européen de 1972. A ce jour, il constitue l'exemple le plus abouti de coopération en matière de taux de change depuis la disparition du système de Bretton Woods. Le succès et la longévité du SME conduisirent les responsables politiques à envisager une véritable union monétaire, au sein de laquelle tous les pays concernés partageraient une monnaie commune. Cette perspective est sanctionnée par le Traité sur l'Union européenne, dit de Maastricht.

Le SME fut officiellement approuvé au Sommet européen de Brème, en juin 1978, et mis en place quelques mois plus tard à Bruxelles. Le premier objectif recherché était la constitution d'une « zone de stabilité monétaire en Europe ». En effet, à la fin des années 1970, le dollar américain ne paraissait plus totalement crédible en tant que monnaie internationale. Le serpent monétaire était apparu capable d'assurer une certaine stabilité. Cependant, celle-ci restait encore imparfaite, puisque deux des principaux pays européens, la France et l'Italie, n'y avaient participé que pendant de brèves périodes.

Les neuf membres de l'Union européenne de l'époque ont officiellement adhéré au SME. Ils acceptaient donc le principe des parités fixes et les mesures d'accompagnement qui lui étaient associées. Néanmoins, tous n'adhèrent pas immédiatement au « Mécanisme de change », cadre dans lequel les parités étaient effectivement fixées¹.

Les principes de fonctionnement

Le système monétaire européen présentait des caractéristiques uniques que l'on ne retrouvait pas dans le système de Bretton Woods. C'était un système fondé sur le bilatéralisme, qui utilisait une monnaie étalon de référence (l'euro), et qui autorisait l'obtention de crédits sans principe de conditionnalité.

La grille des cours-pivots bilatéraux

Le SME a gardé un grand nombre de caractéristiques de son prédécesseur, le « serpent monétaire européen », et même de l'ancien système de Bretton Woods. Il s'agissait d'un système de taux de change fixes mais ajustables. La fixité se définissait, entre toute paire de monnaies membres, par une parité bilatérale appelée cours-pivot et assortie de limites bilatérales de fluctuation. Ainsi par exemple, en 1995, le cours-pivot officiel FRF/DEM était de 3,354, mais le cours effectif sur les marchés des changes pouvait fluctuer librement entre 2,851 et 3,857, soit une bande de fluctuation de 15% autour du cours-pivot².

Aucun pays ne pouvait modifier unilatéralement son cours-pivot par rapport aux autres monnaies participant au Mécanisme de change. La même règle prévalait dans le système de Bretton-Woods, mais dans les faits, le FMI n'était informé qu'en dernière minute. Dans le SME, les décisions de réalignement, lorsque la défense du cours-pivot devenait trop difficile, étaient prises à l'unanimité. Ce dispositif apparemment restrictif n'a pas empêché des réalignements assez nombreux, de 1979 à 1987, puis après

¹ L'adhésion au SME introduisait simplement la devise du pays participant dans le panier de monnaies constitutif de l'euro. Elle favorisait la stabilisation de sa parité par rapport aux autres monnaies européennes. Mais cette stabilisation demeurait limitée par l'absence d'intervention active sur le marché des changes et par le poids de la devise dans l'euro. L'adhésion supplémentaire au « Mécanisme de change » obligeait la banque centrale du pays participant à défendre un cours-pivot par rapport à l'euro. La participation au Mécanisme de change n'était pas obligatoire. Le Royaume-Uni ne le rejoignit qu'en octobre 1990, pour le quitter en septembre 1992. Dans les années 1980, les nouveaux membres de l'Union européenne, comme l'Espagne et le Portugal furent automatiquement intégrés au SME, mais ne participèrent pas immédiatement au Mécanisme de change. L'Espagne le fit en juillet 1989 et le Portugal en avril 1992. Certains petits pays comme la Grèce ou la Finlande n'y ont jamais participé.

² Cette bande large de $\pm 15\%$ a été celle adoptée en août 1993 après la crise du SME. Auparavant, elle était limitée à $\pm 2,25\%$.

1993. Dans la période 1988-1992, la volonté de lutter contre l'inflation a incité les pays membres à limiter les ajustements de parité.

Un pays qui adhérait au Mécanisme de change s'engageait à défendre la valeur de sa devise par rapport à toutes les autres devises participantes. Sur ce point, la grande originalité du SME tenait dans l'absence, en théorie du moins, d'une devise à statut privilégié, comme le dollar dans le système de Bretton Woods. Toutes les parités étaient définies sur une base bilatérale et non sur une base unilatérale, c'est-à-dire par rapport à une monnaie de référence. Concrètement, cela signifiait qu'il y avait toujours au moins deux devises qui atteignaient une de leurs limites communes de fluctuation bilatérale, et par conséquent au moins deux banques centrales qui intervenaient sur leurs marchés nationaux respectifs, lorsque leur monnaie atteignait l'une des limites de la bande de fluctuation autorisée. Contrairement à ce qui se passait avec le système de Bretton Woods, dans lequel chaque pays était seul à défendre la parité de sa monnaie par rapport au dollar, le SME, de par sa nature bilatérale, favorisait la coopération entre banques centrales et répartissait le coût de la défense des parités entre au moins deux pays³.

L'euro

La création du SME s'est accompagnée de l'instauration d'une nouvelle unité de compte, l'unité monétaire européenne, l'écu rebaptisé « euro ». Techniquement, l'euro était un panier de monnaies des pays membres, avec un poids officiel pour chacune. Le tableau suivant donne pour chaque monnaie sa quantité pour un euro et son poids officiel (en pourcentage) dans un euro.

L'euro : cours-pivots et poids, mars 1995			
Monnaies	Quantités par euro	Poids (%)	Cours-pivots en euros
Mark allemand	0,62420	32,68	1,91007
Franc belge	3,43100	8,71	39,396
Couronne danoise	0,19760	2,71	7,2858
Peseta espagnole	6,88500	4,24	162,493
Franc français	1,33200	20,79	6,40608
Drachme grecque	1,44000	0,49	
Punt irlandaise	0,00855	1,08	0,792214
Lire italienne	151,80000	7,21	
Florin hollandais	0,21980	10,21	2,15214
Escudo portugais	1,39300	0,71	195,792
Livre britannique	0,08784	11,17	

Source : M. Burda et C. Wyplosz, 1998, *Macroéconomie, une perspective européenne*, De Boeck, p. 585.

Les poids officiels étaient fixés tous les cinq ans en fonction de l'importance de chaque pays dans l'activité européenne, mesurée par son PIB et le volume de ses échanges commerciaux. En croisant les cours-pivots par rapport à l'euro, on obtient tous les cours bilatéraux. Notons que comme les poids des pays membres étaient différents, chaque bande de fluctuation autour de l'euro était spécifique : les monnaies des pays dotés des poids les plus importants avaient une marge de fluctuation plus grande, du fait que la variation de leur valeur modifiait aussi celle de l'euro.

Jusqu'en 1998, l'euro était seulement l'unité de compte officielle pour les transactions entre banques centrales du SME et/ou l'Union européenne. Au premier janvier 1999, il devenait la monnaie officielle européenne, et au premier janvier 2002, l'unique monnaie en circulation dans l'Union monétaire.

³ Dans les faits, le SME n'a pas gardé longtemps ce caractère symétrique. En raison du poids économique et financier de l'Allemagne dans l'Union européenne, le mark a fini par jouer au sein du SME un rôle similaire à celui tenu par le dollar dans l'ancien système de Bretton Woods. De facto, la Bundesbank mena une politique différente de celle des autres banques centrales européennes, en privilégiant la défense de la parité du mark face au dollar américain au détriment de la défense de son cours-pivot.

Les facilités de crédit

Une dernière originalité du SME résidait dans son système de « facilités de crédit ». Chaque banque centrale participante pouvait emprunter à très court terme auprès des autres des montants théoriquement illimités. Le délai de remboursement était également bref (75 jours) mais pouvait être prorogé.

Tous les membres déposaient auprès du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) 20% de leurs réserves en or et en dollars, En contrepartie, les banques centrales étaient créditées par le Fonds d'avoirs en euros qu'elles pouvaient utiliser entre elles.

Les résultats du SME

Le SME a indéniablement réussi à créer une « zone de stabilité monétaire européenne », au sens où il a su garantir à ses membres une plus grande stabilité des changes effectifs réels. Son bilan en matière de désinflation et de croissance est nettement plus mitigé.

La stabilité des changes

Chaque pays de l'Union européenne effectue la majeure partie de ses échanges avec les autres membres de l'Union. Un des buts du Serpent monétaire puis du SME était d'éviter que les parités entre monnaies européennes ne soient trop affectées par les évolutions du dollar et du yen. Dans le cas contraire, les mésalignements des taux nominaux auraient engendré inmanquablement des mésalignements de même ampleur des taux réels, favorisant ainsi au sein de l'Europe la compétitivité de certaines économies au détriment des autres.

Le tableau qui suit reprend des résultats exposés par M. Mussa sur le degré de volatilité des taux de change effectifs (nominaux et réels) mensuels des principales monnaies de l'OCDE⁴.

Le tableau confirme que sur la période 1973-1999, le degré de volatilité des monnaies participants au SME a été en moyenne très inférieur à celui des autres monnaies des grands pays industrialisés. De plus, à l'exception de la lire italienne, qui quitte le SME en septembre 1992, la volatilité des monnaies européennes, sur les deux périodes d'activité du SME, de 1981-90 et de 1991-98, est plus faible qu'au cours de la période précédente. En revanche, il n'y a pas de différences notables de volatilité pour les autres monnaies de l'OCDE. On peut donc considérer que le SME a permis aux économies européennes d'assurer une stabilité relative de leurs taux de change réels et ainsi de garantir un développement harmonieux des échanges commerciaux entre les pays membres de l'Union.

⁴ Rappelons que le taux de change effectif nominal d'une monnaie est une moyenne des taux bilatéraux pondérée par le poids commercial de chaque pays partenaire. Lorsque ce taux est déflaté des prix, on parle de taux de change effectif réel. Le taux effectif réel reflète la compétitivité moyenne d'un pays vis-à-vis de l'ensemble de ses partenaires commerciaux.

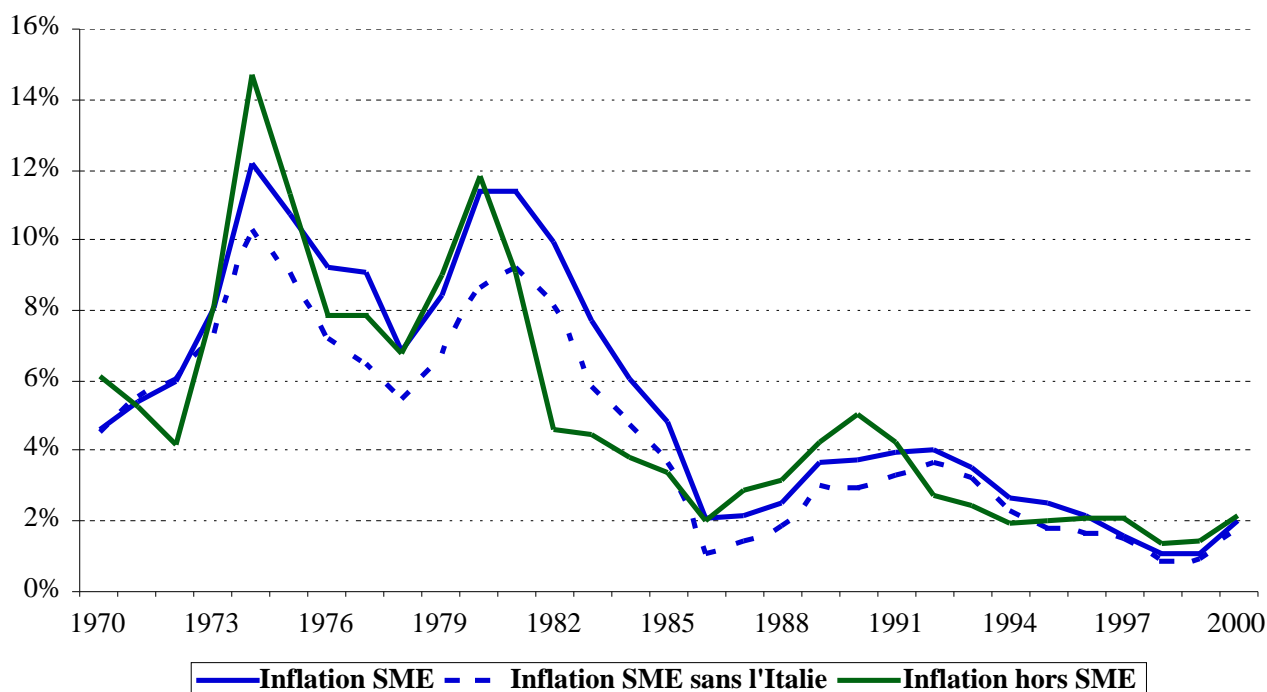
Volatilité des taux de change effectifs mensuels (en %)			
<i>Monnaies du SME</i>	Périodes	Taux nominal	Taux réel
Mark allemand	1973-1998	0,9	0,9
	1973-1980	1,0	1,0
	1981-1990	0,8	0,8
	1991-1998	0,9	0,9
Franc français	1973-1998	0,9	0,9
	1973-1980	1,0	1,1
	1981-1990	0,7	0,6
	1991-1998	0,8	0,8
Franc belge	1973-1998	0,8	0,8
	1973-1980	1,0	1,0
	1981-1990	0,6	0,6
	1991-1998	0,8	0,8
Florin hollandais	1973-1998	0,7	0,7
	1973-1980	0,8	0,8
	1981-1990	0,7	0,7
	1991-1998	0,7	0,7
Lire italienne	1973-1998	1,4	1,4
	1973-1980	0,7	0,8
	1981-1990	0,6	0,9
	1991-1998	2,1	2,1
<i>Monnaies hors SME</i>			
Livre britannique	1973-1998	1,8	1,9
	1973-1980	2,0	2,2
	1981-1990	1,6	1,7
	1991-1998	1,9	1,9
Dollar américain	1973-1998	1,7	1,7
	1973-1980	1,7	1,9
	1981-1990	1,7	1,6
	1991-1998	1,4	1,4
Yen japonais	1973-1998	2,5	2,5
	1973-1980	2,3	2,4
	1981-1990	2,5	2,3
	1991-1998	2,8	2,8
Dollar canadien	1973-1998	1,2	1,2
	1973-1980	1,0	1,1
	1981-1990	1,3	1,4
	1991-1998	1,2	1,2
Dollar australien	1973-1998	2,4	2,3
	1973-1980	2,1	2,2
	1981-1990	2,6	2,6
	1991-1998	2,2	2,2
Franc suisse	1973-1998	1,4	1,4
	1973-1980	1,5	1,4
	1981-1990	1,2	1,2
	1991-1998	1,4	1,4

Source : d'après M. Mussa, 2000, *Exchange Rate Regimes*, FMI, chap. 2, p. 6, table 2.2

La désinflation

Le SME a vu le jour peu avant le deuxième choc pétrolier. La plupart des pays industrialisés étaient alors convaincus de la nécessité de combattre l'inflation élevée héritée du premier choc pétrolier. Pratiquement partout, la réaction au deuxième choc pétrolier a pris la forme de politiques restrictives. Si l'on a effectivement assisté, au cours des années qui ont suivi, à une baisse de l'inflation dans les pays du SME, ceux-ci n'en ont pas eu l'apanage. On note même que durant la première moitié des années 1980 et au début des années 1990, la désinflation y a été plus lente, en moyenne, que dans les autres pays industrialisés.

Inflation dans le SME et à l'extérieur



Source : données FMI⁵

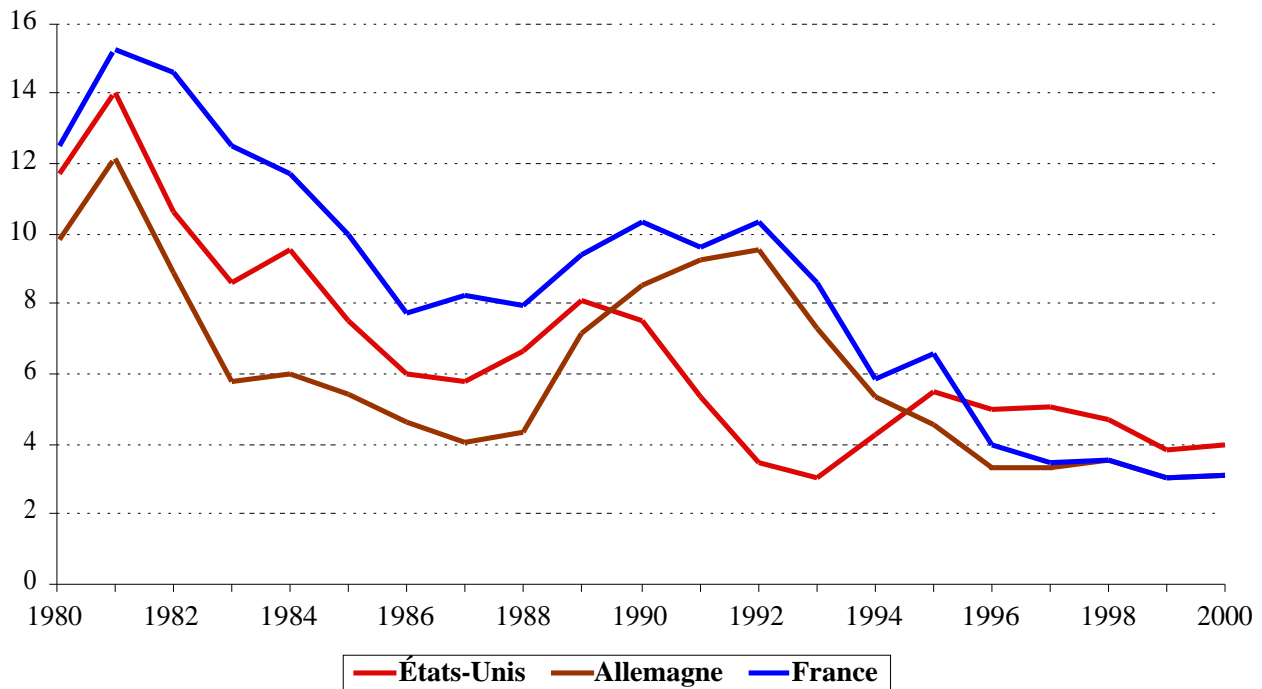
La politique monétaire

La lutte contre l'inflation au sein du SME a été appuyée par une politique monétaire très restrictive. Il en a résulté des taux d'intérêt réels généralement plus élevés que dans le reste de l'OCDE, avec une hausse progressive durant toute la décennie 1980, alors même qu'ils baissaient dans le reste de l'OCDE. Dans les pays du SME, les taux sont passés en moyenne de moins de 2% en 1980-81 à 4-6% de 1982 à 1989 pour atteindre près de 8% en 1992. Dans le reste de l'OCDE, ils étaient en moyenne de 4-6% jusqu'en 1985, date à laquelle ils ont commencé à décliner pour se stabiliser autour des 2% et moins en 1991.

⁵ Les deux taux moyens d'inflation sont une moyenne arithmétique pondérée par le poids économique de chaque pays dans la zone de référence. Par souci de simplicité, le taux moyen d'inflation de la zone SME est déterminé sur la base des principaux pays européens qui ont participé au « Mécanisme de change » depuis la création du SME (le « cœur du SME »), à savoir l'Allemagne, la France, la Belgique, les Pays-Bas, le Danemark. On distingue deux cas avec et sans l'Italie. sept pays du SME ne sont pas pris en compte, ou en raison de leur participation tardive au SME et au « Mécanisme de change » (Espagne à partir de 1989, Portugal à partir de 1992 et Autriche à partir de 1995), ou en raison d'une participation épisodique (Royaume-Uni, de 1990 à 1992), ou enfin parce qu'ils n'y ont jamais participé (Grèce, Finlande et Suède). Le taux moyen d'inflation de la zone hors SME est déterminé sur la base des pays industrialisés suivants : Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni, Canada, Suisse et Australie.

La hausse des taux d'intérêt réels européens s'explique par le maintien de taux nominaux élevés en dépit de la désinflation, alors que dans le même temps ils baissaient partout ailleurs. Le graphique suivant illustre cette situation avec l'évolution des taux d'intérêts nominaux courts aux Etats-Unis, en France et en Allemagne

Taux d'intérêt à court terme



Source : données OCDE

L'évolution des taux d'intérêt réels des pays du SME, surtout après 1986, reflète bien le changement de politique qui se produisit dans les pays du SME, et en particulier la mise en place de politiques monétaires calquées sur la politique allemande et une politique d'ancrage de plus en plus forte des monnaies nationales sur le mark allemand.

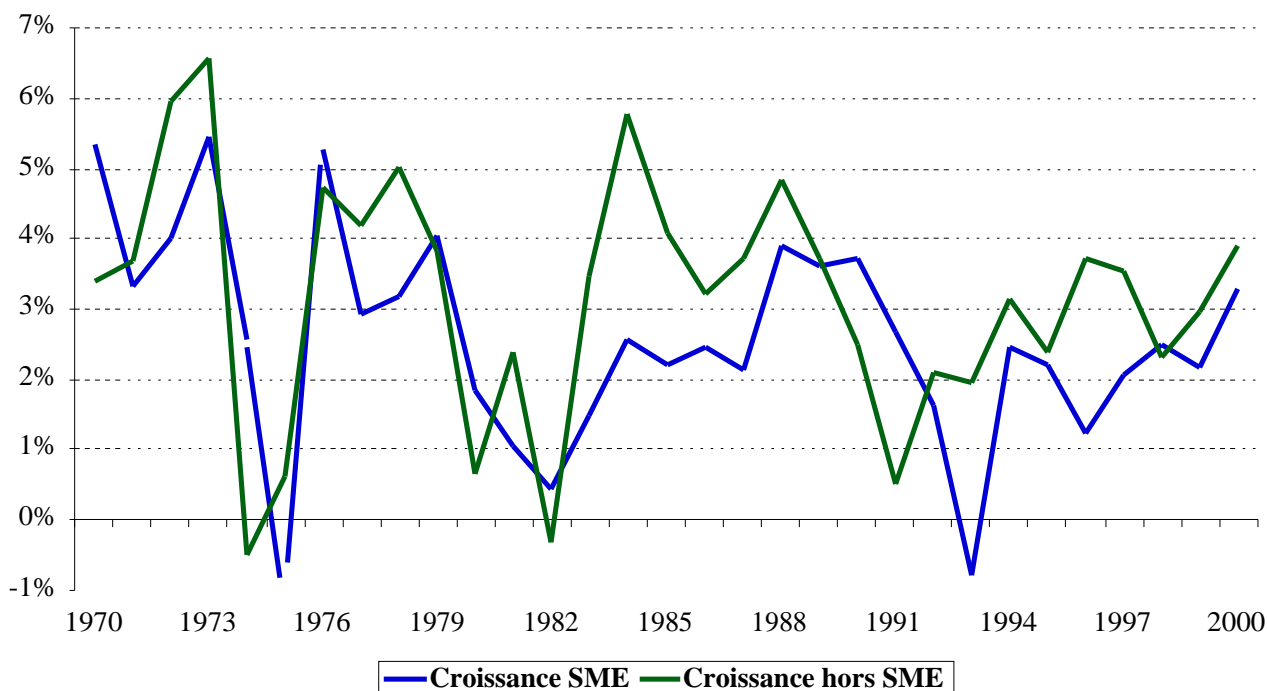
Des taux d'intérêt élevés limitent les investissements. Surtout, en période de récession ils alourdissent inmanquablement la dette publique en cas de déficit budgétaire important, ce qui rend impraticables les politiques budgétaires expansionnistes de relance de la croissance. Ce qui explique finalement pourquoi la croissance économique de la zone SME fut généralement plus faible que celle du reste de l'OCDE.

La croissance

Alors que l'Europe et les Etats-Unis appliquaient les mêmes politiques expansionnistes lors de la récession qui suivit le premier choc pétrolier de 1973, leurs pratiques divergèrent à partir des années 1980. Les Etats-Unis continuèrent à recourir aux politiques de relance pour sortir des récessions : relance budgétaire lors de la récession de 1982 et relance monétaire au début des années 1990. Au contraire, les politiques budgétaires et monétaires des pays du SME sont devenues globalement restrictives, à l'exception de la période de reprise qui suivit les effets favorables de la baisse des prix du pétrole de 1986. C'est surtout au cours de cette période, c'est-à-dire dans la première moitié des années 1980, que le chômage de masse fit son apparition en Europe, passant d'un peu moins de 6% de la population active à la veille du second choc pétrolier à près de 11%.

Le graphique suivant illustre l'évolution de la croissance dans le SME et à l'extérieur. Jusqu'en 1982, il y a peu d'écart de croissance entre les principaux pays du SME et les autres grands pays de l'OCDE. A partir de 1982, les écarts deviennent plus importants et plus durables.

Croissance dans le SME et à l'extérieur



Source : données FMI⁶

La mise en place du SME ne semble donc pas avoir eu d'effets particulièrement favorables sur la croissance. En fait, c'est d'abord la priorité absolue accordée à la lutte contre l'inflation qui peut être tenue pour responsable. A partir de 1986, elle a fait dériver le SME d'un système de changes ajustables vers un système de changes fixes. Privés de la politique budgétaire, les gouvernements européens étaient aussi privés de la politique monétaire, destinée au seul usage de la défense des cours-pivots.

En adoptant des objectifs de stabilisation des déficits, les gouvernements européens ont été conduits à pratiquer des politiques pro-cycliques : réduisant les dépenses dans les phases de ralentissement de l'activité, et procédant au contraire à des allègements d'impôts lorsque la conjoncture devenait plus favorable. Ce changement dans l'orientation des politiques budgétaires fut particulièrement marqué dans la première moitié des années 1980. Il tranchait avec la politique américaine qui continua à utiliser la politique budgétaire à des fins de stabilisation conjoncturelle. Les Etats-Unis pratiquèrent une relance budgétaire massive en 1982-1983, qui leur permit de retrouver rapidement le plein-emploi. Les pays européens s'engagèrent au contraire, de 1981 à 1985, dans une longue période restrictive dont l'impact contribuera, avec la montée des taux d'intérêt, à la faible croissance de la demande intérieure.

⁶ Les deux taux moyens de croissance sont une moyenne arithmétique pondérée par le poids économique de chaque pays dans la zone de référence. Comme précédemment, le taux annuel moyen de croissance de la zone SME est déterminé sur la base des principaux pays européens, à savoir l'Allemagne, la France, la Belgique, les Pays-Bas, le Danemark et l'Italie. Le taux moyen de croissance de la zone hors SME est déterminé sur la base des pays industrialisés suivants : Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni, Canada, Suisse et Australie.