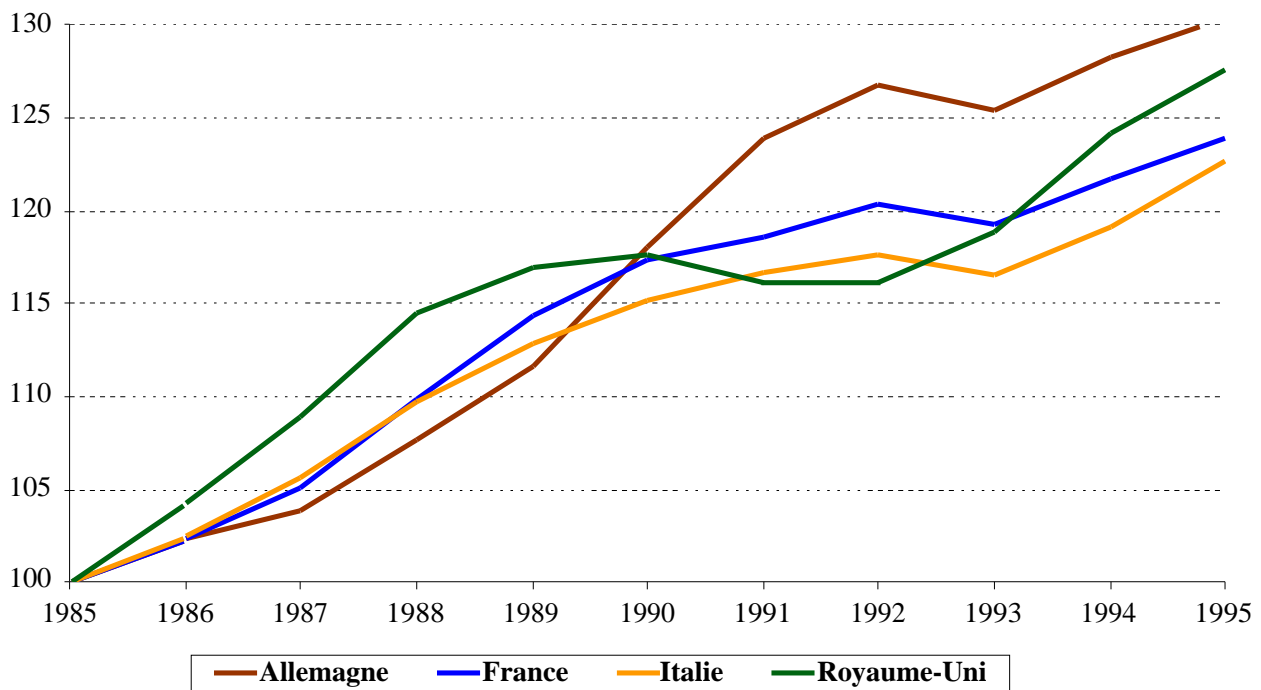


## 4.2.2. Le Système monétaire européen : les limites

### Les asymétries lors de la crise du SME

La situation économique européenne du début des années 1990 s'est chargée de rappeler les limites du régime de changes instauré par le SME. Même si les crises de change de 1992-93 s'expliquent partiellement par des mécanismes d'anticipations autoréalisatrices du marché favorisés par la libéralisation des mouvements des capitaux au sein de la Communauté, il est certain qu'un certain nombre de facteurs fondamentaux d'asymétrie ont été à l'oeuvre depuis le début des années 1990, et ont fourni aux marchés de bonnes raisons de douter de la solidité des parités. Une simple observation des évolutions du PIB dans les principaux pays européens témoigne d'un fort décalage des conjonctures qui s'amorça en 1990.

PIB en volume, base 100=1985



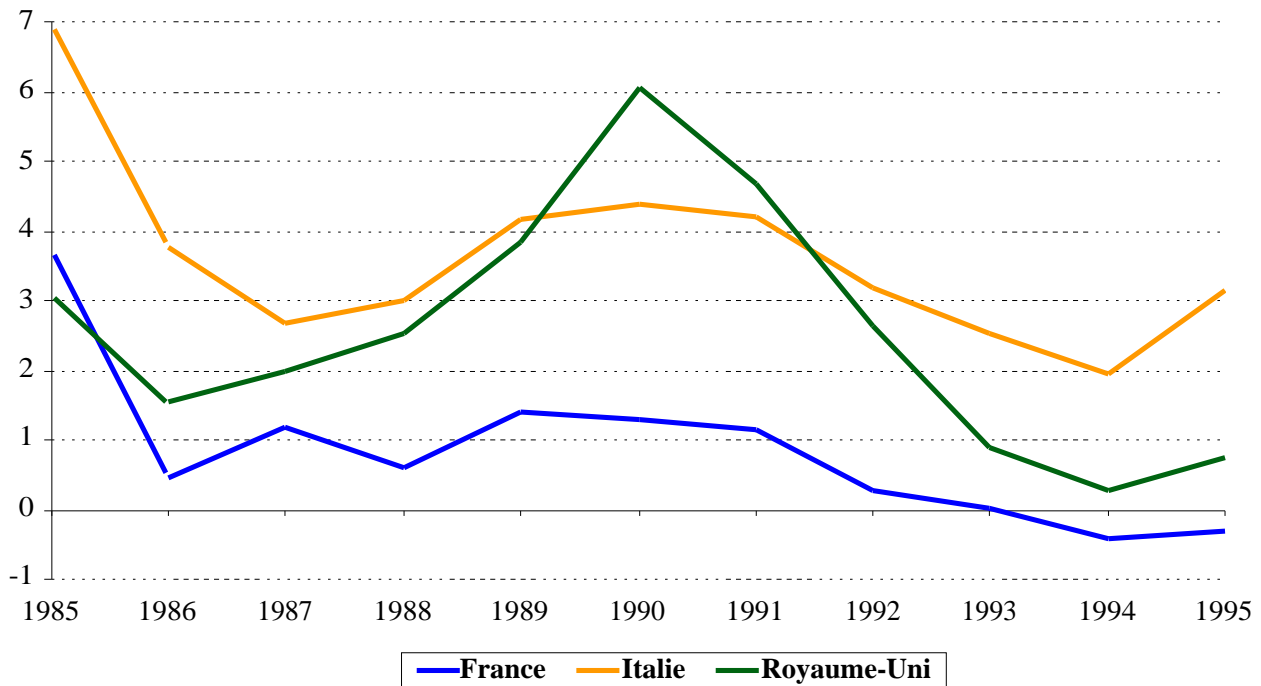
Source : données FMI

La raison majeure de ce décalage résidait dans l'unification allemande, qui a engendré un choc réel asymétrique pour toute l'Europe qui n'a pu être amorti en raison de la politique suivie par la Bundesbank. Depuis la seconde moitié des années 1980, la priorité donnée à la lutte contre l'inflation poussait les pays participants au SME à ancrer leur monnaie de façon rigide au mark allemand. Cette pratique a transformé le SME en un système monétaire régional asymétrique dans lequel la Bundesbank défendait la parité du mark face au dollar et laissait aux autres pays européens le soin de défendre leur parité face au mark.

Avant même que la réunification ait fait sentir ses effets, les situations de l'Italie et du Royaume-Uni se dégradait déjà dangereusement : le maintien d'un différentiel d'inflation positif avec l'Allemagne assorti de changes rigides appréciait le taux de change réel de la lire et de la livre vis-à-vis du mark, réduisant la compétitivité à l'exportation de ces deux pays et dégradant leur balance courante. Le Royaume-Uni souffrait également d'un facteur récessif supplémentaire : la baisse de la demande intérieure globale qui s'amorce en 1989. La déréglementation bancaire britannique du milieu des années 1980 a créé une forte concurrence des établissements de crédit. Bénéfique à la croissance des années 1986-

88, la progression de la consommation a aussi favorisé le surendettement des ménages britanniques. Dès la fin 1988, les craintes d'un ralentissement de la croissance les poussent à réduire drastiquement leurs dépenses pour faire face aux remboursements des prêts.

### Différentiel d'inflation avec l'Allemagne



Source : données FMI

Normalement, la réunification aurait dû appeler une appréciation réelle du mark. Celle-ci pouvait être obtenue facilement par une appréciation nominale de la monnaie allemande, ou par un relâchement provisoire de la lutte contre l'inflation en Allemagne ou, inversement, une moindre inflation dans les autres pays membres du SME. Or, la politique de la Bundesbank a consisté à resserrer sa politique monétaire pour lutter contre l'inflation, alors même que la conjoncture du reste de l'Europe nécessitait une détente sur les taux d'intérêt et une dépréciation réelle des devises face au mark pour restaurer la compétitivité. Cette erreur de politique économique s'est payée dans toute l'Europe par une désinflation assortie d'une récession et de chômage. Par des attaques spéculatives, le marché va déprécier ou tenter de déprécier les monnaies autres que le mark et réaliser ce que l'Allemagne se refusait de faire. Ces attaques poussent l'Italie et le Royaume-Uni à sortir du SME dès septembre 1992, et entraînent au cours de l'année 1993 les dévaluations de la peseta espagnole, de l'escudo portugais et de la punt irlandaise. Seule l'instauration de bandes larges de fluctuation ( $\pm 15\%$ ) mis fin à la pression des marchés.

La rigidité des salaires réels en Europe avait fini par faire douter de la capacité des dévaluations à modifier le taux de change réel. Tel était du moins le fait stylisé que beaucoup d'économistes avaient retenu des nombreuses études sur ce sujet effectuée au cours des années 1970 et 1980. Il en résultait naturellement que le coût de la renonciation à l'instrument taux de change était considéré comme mineur. Les dévaluations du début des années 1990 semblent en passe de démentir cette vérité reçue. Avec l'Italie par exemple, la dévaluation nominale s'est bien traduite par une dévaluation réelle, une restauration de la balance courante et une relance de la croissance, sans pour autant engendrer une forte poussée inflationniste (ce qui peut s'expliquer par l'ajustement budgétaire et la désindexation des salaires).

## Les faiblesses de la coopération

Les récessions qui se sont succédé dans les pays industrialisés au début des années 1990 combinèrent à des degrés divers trois facteurs de ralentissement :

- le retournement du cycle d'investissement après le boom des années 1985-89 ;
- l'éclatement des bulles financière et immobilière ;
- le resserrement des politiques monétaires en réaction à l'accélération de l'inflation.

Si les deux premiers facteurs ont fortement contribué à la récession dans les pays anglo-saxons et au Japon, le facteur dominant de la récession en Europe continentale a été le resserrement des politiques monétaires et la hausse des taux d'intérêt. La réaction des politiques monétaires à l'accélération de l'inflation entraîna une progression continue des taux courts de 1988 à 1990. A partir de 1990, les politiques monétaires ont profondément divergé. La baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, en réaction au ralentissement de l'activité puis à la récession, a ramené les taux courts à leur plus bas niveau depuis la Seconde Guerre mondiale. La même stratégie a prévalu au Japon à partir du milieu de l'année 1991, lorsque la croissance a commencé à s'essouffler.

Les pays européens, qui étaient tous engagés dans une politique d'ancrage au mark ont suivi au contraire la hausse des taux allemands, avec un différentiel de taux croissant lorsque les marchés prirent conscience de l'impraticabilité des politiques monétaires restrictives dans un contexte de ralentissement économique. Au début des années 1990, les pays européens menèrent à nouveau une politique analogue à celle du début des années 1980, avec la combinaison d'une politique monétaire restrictive et des restrictions budgétaires pour endiguer le déficit public. Le résultat a abouti à la stagnation de la croissance jusqu'au milieu des années 1990.

L'incapacité des nations européennes à mettre en oeuvre des politiques de relance pour sortir rapidement des récessions est inhérente à un ensemble de nations indépendantes, mais fortement interdépendantes. L'intégration des marchés de biens et de capitaux, ne rend pas impuissante les politiques économiques, mais elle crée une profonde asymétrie entre les différentes politiques. En l'absence de coordination, les politiques de flexibilité et de compétitivité par les coûts, qui sont d'autant plus efficaces qu'elles sont menées à l'échelle nationale, sont toujours développées de façon excessive. Au contraire, les politiques de relance de la demande, ou les politiques d'offre favorisant le développement de technologies nouvelles, qui bénéficient à tous alors que leur coût en est supporté par les seuls pays qui les conduisent, sont systématiquement sous-utilisées. Ce biais restrictif des politiques européennes est en partie le coût de la non-Europe politique. Les économies européennes sont presque aussi interdépendantes que le sont les Etats américains, mais il manque les institutions fédérales et démocratiques qui permettraient de gérer l'espace économique de la Communauté.

Ce déficit de coopération a été particulièrement visible au début des années 1990 avec la réunification allemande et la crise du SME. La récession de 1993 en Europe continentale fut le résultat d'une gestion particulièrement inefficace des politiques économiques face au choc asymétrique de la réunification allemande. Comme il a été vu précédemment, au début des années 1990, les partenaires de l'Allemagne étaient confrontés à un ralentissement de l'activité économique, alors que l'Allemagne connaissait une surchauffe que la Bundesbank combattait par une politique monétaire fortement restrictive. Face à des conjonctures aussi opposées, il n'y avait que deux politiques possibles. La première consistait à reconnaître le caractère asymétrique du choc et à accepter une divergence des politiques monétaires entre l'Allemagne et ses partenaires, qui impliquait une réévaluation transitoire du mark. La seconde politique était une gestion totalement coopérative de la réunification. Elle impliquait une participation des partenaires de l'Allemagne aux coûts budgétaires de la réunification en contrepartie d'une politique monétaire adaptée à la situation de l'ensemble des pays du SME. Pour avoir voulu maintenir des parités fixes sans disposer de la solidarité d'une union monétaire, les nations d'Europe continentale ont transformé un choc potentiellement expansionniste en récession.

C'est aussi parce que l'Europe ne disposait pas des institutions politiques adaptées à une économie européanisée qu'elle a été incapable de retrouver la croissance après la récession de 1993. Tous les pays d'Europe continentale étaient confrontés, comme les Etats-Unis deux ans plus tôt, à la nécessité de réduire simultanément les déficits publics et le chômage. La politique qui était adaptée à cette situation était la

même que celle qui fut appliquée aux Etats-Unis : commencer par l'expansion monétaire en maintenant de très bas taux d'intérêt à court terme, puis mettre en oeuvre les restrictions budgétaires lorsque la croissance était repartie. Mais pour pouvoir mener une telle politique en Europe, il aurait fallu réunir trois conditions qui n'ont pratiquement jamais été satisfaites, même isolément, dans le passé. Premièrement, pratiquer une expansion monétaire concertée, ce qui ne s'est réalisé qu'une seule fois au cours des vingt dernières années, lorsque les banques centrales ont craint une crise systémique à la suite du krach boursier de 1987. Deuxièmement, coordonner les politiques budgétaires autrement que par l'application mécanique de critères de convergence, ce qui ne s'est jamais fait en Europe. Troisièmement, oser coordonner les politiques monétaires avec les politiques budgétaires pour engager l'expansion monétaire avant les restrictions budgétaires.

Faute d'un gouvernement européen suffisamment crédible pour que les banques centrales acceptent d'initier la reprise les nations européennes se sont engagées, une fois de plus, dans la course à la dépression. Les banques centrales attendant la réduction des déficits avant de desserrer leur politique monétaire, la baisse des taux d'intérêt n'a fait qu'accompagner le ralentissement de l'activité sans compenser l'effet restrictif des politiques budgétaires. Il ne faut pas chercher plus loin les raisons de la reprise avortée de 1994-1995 en Europe continentale. C'est ainsi qu'un policy mix relativement aisé à mettre en oeuvre aux Etats-Unis fut inaccessible aux gouvernements et aux banques centrales indépendantes