

Bilan de la coopération européenne sur les taux de change

Luc LEPROUX

Directeur-adjoint aux Services étrangers
de la Banque de France

L'émergence de l'impératif monétaire européen a été très tardive : l'échec de l'Europe politique et la mise en œuvre effective à la fin des années cinquante des principes élaborés à Bretton Woods excluaient une approche monétaire de la construction européenne : le régionalisme monétaire n'était pas à l'ordre du jour.

Il fallut attendre le dérèglement des relations monétaires internationales, au tournant des années soixante-dix pour que l'Europe songeât à se doter d'une individualité monétaire. L'expérience monétaire européenne a donc commencé très tard, en 1972 avec le « serpent » et encore, à l'époque, ne lui donnait-on pas de bonnes chances de durer. Le doute était même plus accentué lorsqu'il s'est agi en 1979 de la reconduire. Et pourtant les sceptiques ont eu tort : le mécanisme de change européen continue à fonctionner.

37

Bien mieux, à l'échelle internationale le flottement des taux de change est désormais sérieusement remis en cause, peut-être avec timidité dans la pratique, en tous cas avec netteté dans les principes. Par comparaison avec les situations de paroxysme où se sont trouvées les grandes monnaies flottantes, à commencer par le dollar, le maintien entre pays européens d'un système ordonné de taux de change donne une impression de sagesse sinon de prescience. De là à risquer l'idée d'un redéploiement à l'échelle universelle d'un système régional qui procède d'ailleurs lui-même de Bretton Woods, il y a un pas que certains n'hésitent pas à recommander de franchir.

Quoi qu'il en soit, en entrant dans sa onzième année — la dix-huitième pour le mécanisme de change —, le Système monétaire européen va évoluer dans un contexte nouveau : libération des mouvements de capitaux et perspective du grand marché étendu aux services financiers. C'est donc le moment de faire le constat sur l'acquis et de retracer les grandes lignes de l'expérience européenne de gestion des taux de change.

LES CARACTÈRES DE L'EXPÉRIENCE EUROPÉENNE DE CHANGE

L'année zéro de l'expérience monétaire européenne n'est évidemment pas 1979 lorsque démarre le Système monétaire européen : spécialement en ce qui concerne la coopération sur les taux de change, il faut remonter à 1972 avec la mise en œuvre

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

du « serpent » monétaire européen. Et il faut d'emblée souligner la grande différence d'esprit entre les deux périodes : avec le « serpent », pour la période 1972/1978, c'est le caractère défensif qui prévalait : il fallait sauvegarder un minimum d'ordre dans les relations de change entre monnaies européennes à un moment où la montée des périls était évidente, du fait du comportement du dollar ; avec le « SME », la seconde période allait revêtir un aspect plus constructif par l'adjonction au mécanisme de change d'un second terme du contrat : l'Écu, préfiguration de la monnaie européenne. Nonobstant la remarquable impulsion donnée à l'Écu par les banques commerciales, force est de reconnaître qu'au sein du SME le statut de l'Écu a peu évolué par rapport au point de départ. Le second terme du contrat monétaire européen n'a pas tenu ses promesses, même si la prudence des autorités chargées de l'Écu officiel s'inscrit en contrepoint du dynamisme des banques commerciales pour l'Écu privé. En revanche le mécanisme de change propre à l'Europe a fort bien subsisté au travers d'une période de l'histoire monétaire internationale caractérisée non seulement par le flottement des cours des plus grandes devises mais aussi, il faut bien le reconnaître, par le flottement des idées.

Toutefois, à l'origine du mécanisme de change européen, il n'y a pas expressément le souci de maintenir un réseau de parités fixes et ajustables entre monnaies européennes. Le mécanisme européen date de 1972, le flottement du dollar n'est survenu qu'en 1973. En 1972, il s'agissait plus modestement de remédier à l'inconvénient du cumul des marges dans les relations entre monnaies européennes lorsqu'elles s'ordonnaient à partir de la grille des cours contre dollar. Aussi lorsque la marge de fluctuation du dollar n'était encore que de $\pm 1\%$, avait-il été décidé dans le cadre de l'Accord monétaire européen de réduire, pour les monnaies européennes, cette marge à $\pm 0,75\%$. Avec l'élargissement de la marge sur le dollar à $\pm 2,25\%$ décidé en 1971 lors de l'accord du Smithsonian Institute — qui aurait donc abouti par l'effet du cumul des marges à $\pm 4,50\%$ entre monnaies tierces — plutôt que de recourir de nouveau à une marge réduite sur le dollar pour les monnaies européennes, on préférera établir une marge directe entre celles-ci, de $\pm 25\%$ comme sur le dollar, mettant ainsi à égalité les relations des monnaies européennes entre elles et avec le dollar. Cela a donné arithmétiquement l'image graphique du « serpent dans le tunnel » ; puis, lorsque le dollar fut devenu flottant en 1973, la relation de $\pm 2,25\%$ entre monnaies européennes fut maintenue.

La marge de $\pm 2,25\%$ est restée la même lors de l'institution du Système monétaire européen, avec toutefois des possibilités de dérogations en principe provisoires. Ainsi la lire italienne avec son régime à $\pm 6\%$. Pour sa part, la livre sterling est restée en dehors du mécanisme de change après un très bref intermède en mai-juin 1972. La drachme grecque est elle aussi en dehors du mécanisme de change. Ces deux monnaies n'en font pas moins partie de l'Écu. Quant aux deux monnaies des pays ibériques entrés récemment dans la Communauté, elles ne font partie ni de l'Écu, ni du mécanisme de change.

La suppression des dérogations est périodiquement évoquée pour des raisons tenant en premier lieu au comportement de l'Écu dont les variations sont trop fortement influencées par les monnaies flottantes. Ainsi la livre sterling dont la baisse a porté préjudice en 1986 à la tenue du marché de l'Écu. Argument plus récent pour souhaiter l'application du régime de droit commun de $\pm 2,25\%$ pour toutes les monnaies de la CEE, la formation d'un espace monétaire et financier unifié : la gestion du célèbre triangle d'incompatibilités « taux de change fixe, liberté des mouvements de capitaux, autonomie des politiques monétaires » exclut précisément des dérogations au régime des taux de change. Après dix-huit ans de fluctuation concertée, la marge de $2,25\%$ s'est donc révélée durable. Elle constitue finalement le moyen terme

EUROPE DES TAUX DE CHANGE

entre deux voies contradictoires : celle d'un élargissement commandé par les circonstances (l'accroissement de la part des mouvements de capitaux sur les marchés) et celle d'un rétrécissement répondant aux principes (stabilisation des taux de change dans la perspective de la monnaie commune). À tout le moins faut-il préserver l'acquis.

Les dérogations au régime de droit commun de $\pm 2,25\%$ introduites dans la seconde version du mécanisme de change ont été la leçon de l'expérience précédente. Elles ont contribué à la consolidation des partenaires. En effet, contrairement au « serpent » le nouveau Système monétaire européen est resté constant dans sa composition : des mouvements d'entrée et de sortie, d'association temporaire avaient caractérisé la première expérience ; la seconde, qui est en cours, se déroule avec les partenaires initiaux.

En sept ans d'existence, l'ancien « serpent » a connu des effectifs variables et concerné jusqu'à dix monnaies ; la couronne norvégienne et la couronne suédoise en ont fait durablement partie. Mais il s'est terminé avec seulement quatre monnaies : le mark très prédominant, avec le franc belge, le florin et la couronne danoise ; on avait alors parlé de « zone mark ». En revanche le mécanisme de change du SME a toujours concerné les mêmes monnaies pendant les neuf ans écoulés : six observent la marge à $2,25\%$ (mark, franc français, livre irlandaise, franc belge, couronne danoise, florin) et une (lire italienne) bénéficie d'une marge dérogatoire à $\pm 6\%$. La livre britannique, la drachme, la peseta et l'escudo — bien que participant au mécanisme de création des Écus et, pour les deux premières, figurant dans la composition de l'Écu — n'observent pas de marge de fluctuation. Les cours-pivots des monnaies du SME sont exprimés en Écus, mais en fait ils sont calculés à partir de la grille des cours bilatéraux sur la base desquels ont lieu, comme pour le premier « serpent », les négociations pour leur fixation. Rappelons que ces négociations se déroulent entre ministres et gouverneurs avec participation de la Commission et avis du Comité monétaire et qu'elles ont donc le plus souvent lieu à Bruxelles.

39

Un même scénario

D'un réaligement à l'autre, le scénario est toujours le même : les retours de capitaux sur les monnaies dévaluées marquent normalement une première phase, occasion de prendre un bénéfice c'est-à-dire pour les trésoriers de reconstituer les positions normales qu'ils avaient raccourcies avec le réaligement, voire rendues négatives. Encore faut-il pour que ces rachats soient totalement bénéficiaires que le nouveau cours-plafond de la monnaie dévaluée soit inférieur à son ancien cours-plancher, ce qui a toujours été le cas sauf au dernier réaligement de janvier 1987. Passée cette période initiale, on entre dans la longue période où va insensiblement jouer le différentiel d'inflation qui progressivement ruinera la compétitivité d'un pays au profit d'un autre et donc déséquilibrera insidieusement l'offre et la demande d'une devise par rapport à une autre : d'un côté se creuse le déficit extérieur et de l'autre s'amplifie l'excédent extérieur. Au fil des mois, cette dégradation se manifeste de plus en plus nettement au profit de la monnaie forte contre la monnaie faible. Ceci jusqu'à ce que les marchés en prennent fortement conscience et se mettent à jouer le changement de cours-pivot. C'est alors la phase finale où apparaissent les mouvements de capitaux qui aggravent brutalement le déséquilibre sur les marchés de change. Et l'on entre donc dans la période précédant le réaligement, marquée par l'action des Banques centrales visant à freiner le mouvement, voire dans certains cas à le juguler si les anticipations des marchés se révèlent excessives, par trop psychologiques et non fondées sur la situation réelle de la balance des paiements.

Les Banques centrales ne sont tenues d'intervenir que lorsque leurs monnaies

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

sont en opposition respectivement au cours-plancher et au cours-plafond, et ceci pour des montants en principe illimités. À l'appui de cette obligation, le mécanisme de financement également illimité par la Banque centrale dont la monnaie est offerte. Si les montants de ces crédits sont illimités, leurs délais de remboursement sont en revanche très courts (75 jours) avec renouvellement automatique pour trois mois puis renouvellement par accord mutuel pour une nouvelle période de trois mois. Les renouvellements sont toutefois soumis à des conditions plus restrictives en ce qui concerne les montants (principe du double de la quote-part débitrice au soutien monétaire à court terme), sauf accord mutuel. Les créances et dettes résultant de ces opérations sont gérées par le Fonds européen de coopération monétaire (Fecom) créé dès 1973 et chargé à l'époque d'assurer la multilatéralisation des opérations résultant du mécanisme de financement à très court terme prévu par l'accord du 10 avril 1972.

Bien entendu les impressionnants moyens mis à la disposition du mécanisme de change pour en assurer la crédibilité ont toujours été utilisés, il va de soi, dans les limites du raisonnable, la politique des taux de change, et en particulier les interventions, ne pouvant à elle seule résoudre durablement un déséquilibre profond de la balance des paiements. En fait la flexibilité de gestion du mécanisme de change s'est développée, non pas en aval (on ne maîtrise pas indéfiniment les cours-limites), mais en amont. En ce sens que la pratique s'est instituée des interventions intramarginales en deçà des limites, au point qu'elles sont devenues plus importantes que celles effectuées au plancher ou au plafond. Cette pratique des interventions intramarginales s'est développée alors que, dans le cadre du SME, assez paradoxalement tombait en désuétude l'indicateur de divergence. Cet indicateur, procédant de l'Écu et permettant d'identifier les variations atypiques de l'une des monnaies par rapport à l'ensemble et créant à son égard une présomption d'action, notamment d'intervention, avait pour but de donner une base objective dans l'explication des tensions bilatérales. Il n'a finalement guère été tiré de conséquences de son évolution, alors qu'en même temps la politique des changes se référait de plus en plus à des cours intermédiaires, souvent d'ailleurs dans une optique assez nettement bilatérale. Les raisons tactiques à un tel comportement ne manquent pas, en particulier, le souci d'éviter d'attendre la proximité des cours limites et des emballements spéculatifs à ce moment.

Les interventions intramarginales ont reçu droit de cité dans le mécanisme de change par l'accord de Bâle/Nyborg de 1987 qui les a admises au financement à très court terme pour autant qu'elles aient été effectuées après accord entre les Banques centrales concernées. Le financement n'en est toutefois pas illimité (règle du 200 % applicable au renouvellement, *cf ci-dessus*). Par ailleurs, en ce qui concerne les monnaies employées, le développement des interventions intramarginales a conduit à une utilisation accrue des réserves en dollars. La prépondérance de celui-ci dans les réserves des banques centrales et la règle incluse dans l'accord de 1979 sur la limitation des balances en monnaies communautaires rendaient inévitable cette situation. Sans doute une politique de gestion des réserves a-t-elle, avec accord entre les Banques centrales, permis dans certains cas la constitution de balances en monnaies communautaires dès lors utilisables pour des interventions en parallèle avec le dollar. Sans doute aussi se dirige-t-on vers une plus grande généralisation de ces pratiques, dans le contexte d'une Europe financièrement intégrée.

Depuis l'Accord du Plaza en septembre 1985, suivi de l'Accord du Louvre en février 1987, le retour à un certain contrôle de l'évolution du dollar par les Banques centrales pose le problème de la compatibilité entre les exigences du mécanisme européen de change et celles de ce que l'on appelle le « flottement géré » du dollar.

EUROPE DES TAUX DE CHANGE

On n'en est pas pour autant revenu au « serpent dans le tunnel » mais cela y ressemble parfois. Les Banques centrales s'efforcent en tout cas d'éviter les interventions contradictoires, selon que l'on se place du point de vue de la politique commune sur le dollar ou du point de vue des tensions entre monnaies européennes. C'est ainsi que l'on évite d'intervenir en sens contraire sur le dollar en le faisant directement entre monnaies européennes.

Une politique commune face au dollar

Le retour à une certaine coopération à l'échelle mondiale sur le dollar remet à l'ordre du jour le problème de la politique commune européenne vis-à-vis du dollar. Dans la mesure où les mouvements de capitaux concernant la monnaie américaine ne se répercutent pas de façon homogène entre monnaies européennes, privilégiant en particulier le mark. Il en résulte des tensions exogènes au sein du mécanisme de change. En particulier en cas de baisse du dollar avec pour contrepartie la hausse du mark. Ces distorsions peuvent remettre en cause la cohésion des monnaies européennes au titre de la convergence des données fondamentales des économies des pays européens. Le problème de la politique commune vis-à-vis du dollar (et éventuellement d'autres monnaies tierces) reste entier à ce jour et comme un des arguments à l'appui de l'idée de monnaie communautaire unique.

Les marchés de change ont été très perturbés pendant la décennie soixante-dix qui a vu la disparition du système de Bretton Woods et la création du dispositif proprement européen. Dans le premier « serpent », il y a eu — en sept ans — neuf réajustements touchant en général plusieurs monnaies, soit au total 18 changements de cours centraux. Le cumul des pourcentages de ces changements s'inscrit entre + 14,5 % pour le mark et 17 % pour la couronne suédoise, sortie il est vrai à l'occasion du dernier réajustement.

L'expérience du SME s'est au contraire déroulée jusqu'à maintenant dans le contexte d'une accoutumance au flottement des grandes monnaies mondiales, dominé par la longue période de hausse du dollar (1980-1985). En neuf ans, il y a eu onze opérations de réajustement touchant 37 cours-pivots, la plus grande revalorisation touchant le mark avec un cumul de 25,3 % et à l'opposé une dévalorisation de 12,3 % du franc français, l'écart s'étant donc creusé entre ces monnaies extrêmes dans la marge à 2,25 % de quelque 40 % en neuf ans.

En dépit de ces fréquents ajustements, l'existence de la marge de fluctuation communautaire a nettement contribué au regroupement des monnaies l'observant, en face de variations de grande amplitude des grandes monnaies, le dollar ou le yen mais aussi la livre sterling.

Le contraste est grand entre la première expérience de change européenne, celle du « serpent » et la seconde encore en cours, celle du SME. L'impression d'insuccès pour la première, de succès pour la seconde n'est pas seulement due à la pratique elle-même du mécanisme de change communautaire mais plus encore au contexte dans laquelle elle s'est effectuée : la période 1972/1979 est celle de la grande inflation, des deux chocs pétroliers, de l'instauration du flottement sur les marchés des changes mondiaux. Rien d'étonnant donc à ce que les tâtonnements de l'expérience monétaire européenne n'aient pas été au début couronnés de succès. Compte tenu du niveau bientôt très élevé des taux d'inflation, les différentiels étaient importants et de ce fait la marge communautaire +/- 2,25 % était très rapidement franchie. Par ailleurs cette période a été celle d'une profonde baisse du dollar ; malgré des paliers et des redressements, la monnaie américaine était fondamentalement faible, il en est résulté de façon quasi-permanente une pression à la hausse sur le mark, principale contrepartie des mouvements de capitaux en provenance d'Amérique

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

et, donc, une source de tensions à l'intérieur du dispositif de change européen dont la cohésion était mise à l'épreuve par les données exogènes.

En revanche la seconde version du mécanisme de change européen, celle qui est mise en œuvre en mars 1979, a bénéficié de conditions infiniment plus favorables. Initiée aux États-Unis, la politique de réduction de l'inflation s'est étendue à l'ensemble des pays industrialisés et la résorption progressive de celle-ci a limité la dérive des cours de change, ainsi devenue beaucoup plus lente à l'intérieur de la marge communautaire. En même temps, la première moitié des années quatre-vingt est celle d'une durable tendance à la hausse sur la monnaie américaine, ce qui a allégé d'autant les pressions sur le mark qui, à certains moments, notamment en 1980, a pu faire figure de monnaie faible dans l'ensemble européen. On a voulu voir dans la faiblesse du mark contre dollar une raison majeure du succès du SME depuis 1979. Il est certain que la poussée de la monnaie américaine a déterminé des mouvements de capitaux affaiblissant particulièrement le mark. D'aucuns ont même suggéré que son association avec des monnaies jugées plus fragiles a pu aussi peser sur le mark, outre à certains moments des problèmes particuliers à l'Allemagne. Mais depuis que l'évolution du dollar s'est inversée en 1985, les pressions à la revalorisation du mark, induites par les mouvements de capitaux, ont été moindres que prévu. Peut-être une certaine diversification a-t-elle pu jouer au profit du yen. Mais il est certain que la convergence des données fondamentales, dans le contexte d'un recul de l'inflation et donc d'une diminution des différentiels, a joué un rôle décisif.

La relation franc-deutsche mark

Quant à la relation essentielle pour l'équilibre du SME entre le franc français et le mark, on se doit de noter qu'elle s'est toujours traitée sur une base assez proche de la parité des pouvoirs d'achat, prenant en compte les différentiels d'inflation. Sans que cette considération puisse suffire à remettre en cause la nécessaire avancée vers une plus grande intégration financière européenne, il est probable que la réglementation des changes française a évité, dans les relations entre les deux principales monnaies européennes, l'incidence d'arbitrages purement financiers liés aux mouvements de capitaux comme ceux qui empoisonnent les relations transatlantiques.

La lire italienne, qui avait très rapidement dû quitter la marge communautaire en 1973, n'est entrée dans le SME qu'avec une marge élargie à $\pm 6\%$; elle en a paradoxalement d'abord usé vers le haut, pour ensuite évoluer vers le bas tout en ayant tendance à rester de plus en plus proche du groupe observant la marge normale. La rentrée dans le droit commun de la monnaie italienne est un sujet périodiquement évoqué mais les autorités italiennes y sont peu enclines, surtout au moment de la libéralisation des mouvements de capitaux.

Pour sa part la livre sterling, après l'expérience brève et malheureuse du mois de mai 1972, s'est toujours tenue à l'écart du mécanisme de change européen depuis cette époque. Le statut de monnaie pétrolière d'abord, puis la volonté des autorités britanniques de ne pas se lier trop étroitement à l'ensemble européen alors qu'était levé le contrôle des changes, ont paru donner quelque raison à cette abstention, pourtant moins impérative depuis que les cours de la livre se situent au voisinage des marges communautaires et que les autorités britanniques sont revenues à une politique d'intervention plus active. Un certain consensus s'est même fait jour outre-manche sur l'entrée dans le SME, allant du patronat britannique soucieux d'avoir des changes stables avec le marché européen à la Trésorerie en vue de mieux maîtriser la politique monétaire. La controverse qui a impliqué le Chancelier de l'Échiquier lui-même a jusqu'à présent été tranchée négativement par le Premier ministre.

EUROPE DES TAUX DE CHANGE

Comme le sterling, les trois monnaies méditerranéennes, drachme, peseta et escudo, n'observent pas de marge de fluctuation dans le cadre du SME. La gestion de leurs cours de change devrait se combiner avec un desserrement du contrôle des changes pour qu'elles puissent prétendre entrer dans le mécanisme de change, la peseta espagnole étant à cet égard la plus avancée sur cette voie.

Il convient enfin de signaler que les monnaies de certains pays extérieurs à la CEE mais proches d'elle, ont fait l'objet d'une gestion sur les marchés de change caractérisée par le souci de maintenir une certaine stabilité vis-à-vis du SME. C'est le cas, en particulier, du schilling autrichien qui n'a évidemment jamais pu s'associer au dispositif de change de la Communauté, pour des raisons politiques, mais a en fait évolué en symbiose avec le mark et respecté pratiquement une marge de fluctuation de 2,25 %. L'Autriche vient d'ailleurs d'engager un processus de rapprochement formel avec la Communauté. La situation du franc suisse est moins claire en ce sens qu'il s'est fortement revalorisé contre mark depuis le début de l'expérience monétaire européenne. Mais les autorités helvétiques se sont périodiquement efforcées de limiter cette revalorisation pour éviter une dégradation de la compétitivité du produit suisse sur leur principal débouché, le marché allemand. La politique monétaire et les mouvements de capitaux induits ont joué un rôle essentiel à cet égard, sans que soit exclue une politique d'intervention.

Deux des trois couronnes scandinaves qui avaient fait partie du « serpent » puis l'avaient abandonné, ne sont pas revenues dans le dispositif de change du SME. L'évolution de l'une et de l'autre indique que la couronne norvégienne est restée dans l'ensemble plus proche de l'ensemble européen que la couronne suédoise, il est vrai davantage tributaire des liens commerciaux de la Suède avec le Royaume-Uni.

RAPPEL DES PRINCIPAUX ÉPISODES DU MARCHÉ DES CHANGES

43

La période du « Serpent » (1972-1978)

L'année 1972 a été celle du démarrage du mécanisme de change communautaire (24 avril) dans le calme très relatif qui a prévalu entre les deux dévaluations du dollar de décembre 1972 et février 1973. Le groupe initial comprend cinq monnaies du Marché Commun (ITL, DEM, FRF, NLG et BEF)¹ bientôt rejointes (1^{er} mai) par la monnaie danoise (DKK) qui sortira ensuite quelques mois après seulement du mécanisme (27 juin au 10 octobre) pour y rentrer avec quelques assouplissements concernant son soutien (entre les marges et avec des dollars). Par ailleurs dès le 1^{er} mai, les livres britannique et irlandaise entrent dans le mécanisme mais pas pour longtemps ; ces deux monnaies sont au pair et le resteront d'ailleurs jusqu'en 1979 lorsque la livre irlandaise entrera seule dans le SME. En revanche la livre britannique, soumise à de fortes pressions et première bénéficiaire du soutien communautaire quitte le mécanisme de change dès le 23 juin 1972 et n'y rentrera jamais jusqu'à maintenant. Enfin la couronne norvégienne (NOK) monnaie d'un pays alors candidat au marché commun, est associée au mécanisme européen de change le 23 mai).

L'année 1973 est, dès ses premiers jours, marquée par de fortes turbulences sur le dollar qui amèneront le flottement du franc suisse et de la lire italienne, cette dernière quittant de ce fait le serpent.

¹ — Code des monnaies : FRF (France), DEM (Allemagne), NLG (Pays-Bas), BEF (Belgique), DKK (Danemark), IEP (Irlande), ITL (Italie), GBP (Royaume-Uni), GRD (Grèce), ESP (Espagne), PTE (Portugal), NOK (Norvège), SEK (Suède).

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

La seconde dévaluation du dollar (12 février 1973) ne donne aucun répit au Système monétaire international mis à rude épreuve avec le flottement du yen puis la fermeture des marchés jusqu'au 19 mars. À leur réouverture, les Banques centrales ont décidé de ne plus soutenir systématiquement la monnaie américaine mais les Européens ont confirmé leur volonté d'une fluctuation concertée de leurs monnaies. Désormais le « serpent » continue, sans le « tunnel », avec des réajustements de cours centraux. De fortes pressions s'exercent à la hausse sur le mark causées par la faiblesse du dollar : réajustement les 19 mars et 29 juin du DEM respectivement + 3 % et + 5,5 %, réajustement les 17 septembre du NLG + 5 % et 16 novembre de la NOK + 5 %. Le 1^{er} juin a été mis en fonction le Fonds européen de coopération monétaire. Une monnaie extérieure au marché commun, la couronne suédoise (SEK) a été associée au mécanisme de change le 14 mars.

L'année 1974, qui est celle de la démission du président Nixon, est également celle d'une faiblesse continue du dollar et d'une évolution de plus en plus divergente des grandes devises entre la fermeté extrême du franc suisse et la faiblesse des monnaies italienne, britannique et japonaise. Le serpent européen est tiré vers le haut par le mark qui pourtant connaît à certains moments des difficultés (affaire Herstatt) et est même devancé par les monnaies du Bénélux, cependant qu'à l'inverse les monnaies scandinaves font de médiocres performances. Mais le fait majeur de l'année pour le serpent est l'abandon du franc français dès le 19 janvier 1974, avant même la période électorale ouverte par le décès du Président Pompidou. Pourtant notre monnaie, devenue flottante, se renforce et retrouve dans le courant de l'été son niveau initial.

Cela lui permettra en 1975 de rentrer (19 juillet) dans le serpent sans changement de parité. C'est d'ailleurs le seul événement de l'expérience de change européenne qui est cette année-là facilitée par une meilleure tendance sur le dollar (Accord de Rambouillet-15 novembre 1975). La cohésion du serpent est aussi aidée par une certaine faiblesse de la monnaie allemande, pénalisée par une moins bonne rémunération et surtout par un fort accroissement du déficit budgétaire. Le florin est remarquablement faible, ce qui pose quelques problèmes pour le franc belge dans le contexte de la marge spéciale de 1,5 % entre monnaies du Bénélux.

Cette marge sera d'ailleurs abolie en mars 1976, année de nouveau marquée par la faiblesse du dollar avec la réapparition du déficit commercial américain. Cependant que l'Accord de la Jamaïque du 7 janvier 1976 jette les bases d'un « non-système » monétaire international — le flottement — l'évolution du dollar fait resurgir des tensions à l'intérieur du « serpent » européen : nouvelle sortie du FRF (15 mars), nouvel ajustement (17 octobre) au profit du DEM (+ 2 %) et au détriment des couronnes scandinaves (DKK - 4 %, NOK et SEK - 1 %). À noter que les autorités autrichiennes qui avaient pratiqué *de facto* une politique de change associant le schilling à l'ensemble monétaire européen sont contraintes d'y renoncer.

L'année 1977 répète le même scénario d'un dollar faible, essentiellement au second semestre et en symétrie, pour les mêmes périodes, d'un mark fort (faible inflation, progression rapide de l'excédent commercial). Si les monnaies du Bénélux suivent assez bien la poussée du mark, en revanche les couronnes scandinaves doivent faire l'objet de deux réajustements de cours centraux, le 1^{er} avril (DKK et NOK - 3 % et SEK - 6 %) et le 28 août (DKK et NOK - 6 % et SEK - 10 %), la couronne suédoise abandonnant alors le mécanisme de change européen. Autre fait marquant de l'année 1977, le spectaculaire redressement de la livre sterling.

L'année 1978 s'inscrit dans le droit fil de la précédente, ce qui n'a rien d'étonnant en raison de l'affaiblissement continu du dollar qui prend une tournure catastrophique au dernier trimestre (Plan Carter de soutien au dollar mettant en jeu

E U R O P E D E S T A U X D E C H A N G E

des moyens atteignant 30 milliards de dollars) ; dans ces conditions, la configuration du « serpent » reste la même ; le DEM est en flèche, le NLG tend à s'apprécier contre BEF, cependant que les couronnes scandinaves continuent à s'affaiblir. À son tour la monnaie norvégienne abandonne le « serpent » (12 décembre) ; auparavant ont eu lieu deux réajustements : 13 février (NOK - 8 %) et 17 octobre (DEM + 4 %, NLG et BEF + 2 %).

La période du SME (1979-1988)

La seconde période de l'expérience monétaire européenne a pratiquement commencé avec un retournement de tendance sur les marchés de change : hausse continue pendant cinq années consécutives de la monnaie américaine, progrès considérables dans la convergence vers de faibles niveaux d'inflation, place plus importante prise par la monnaie japonaise dans le concert des grandes monnaies mondiales. La cohésion européenne s'est ainsi renforcée et la réapparition à partir de 1985 d'une tendance longue à la baisse sur le dollar a été assez bien supportée par le mécanisme de change européen.

L'année 1979 a en effet été celle du changement fondamental de la politique monétaire américaine, le Plan Volcker s'attaquant aux racines du mal dont le Plan Carter n'avait visé que les symptômes. Cependant que l'on constatait un fléchissement de monnaies comme le yen ou le franc suisse, très fermes l'année précédente, en fin d'exercice la situation du dollar se stabilisait. Les parités sur lesquelles démarrait le nouveau mécanisme de change ont été acceptées par les marchés, notamment en ce qui concerne le franc français. Le premier réajustement de cours-pivot est tout de même intervenu en septembre (24 septembre DEM + 2 % et DKK - 3 %) suivi d'une nouvelle dévaluation (- 5 %) de la monnaie danoise le 30 novembre 1979).

1980 a été la première année d'une longue et forte hausse du dollar. De son côté la monnaie allemande avait alors des raisons propres d'être faible (déficit budgétaire), au point de se trouver en fin d'année au plus bas de la marge contre le franc français. Cette configuration nouvelle devait éviter tout réajustement dans le SME. À l'extérieur, deux monnaies faisaient de meilleures performances que le dollar : le yen et la livre, celle-ci soutenue par le pétrole.

L'année 1981 était en revanche marquée par de fortes turbulences au sein du SME : à deux reprises (21 mai - 6 % et 4 octobre - 3 %) la monnaie italienne voyait sa faiblesse sanctionnée cependant que le second réaligement était également marqué par un important ajustement de cours-pivots concernant le FRF (- 3 %) et les monnaies allemande et néerlandaise (+ 5,5 %).

1982 prolonge à bien des égards les tendances de la précédente. Alors que le florin se détache par son extrême fermeté et qu'à l'inverse le franc belge s'installe dans la position de monnaie faible de l'Europe, l'influence de l'ascension irrésistible du dollar exerce quelques pressions sur le mark. Cette situation pourtant relativement défavorable au mark n'empêche pas plusieurs réajustements de cours-pivots dus à la grande faiblesse de plusieurs monnaies européennes, à commencer par la nôtre : le 22 février 1982 : BEF - 8,5 %, DKK - 3 % ; le 22 juin 1982 : DEM et NLG + 4,25 %. ITL - 2,75 %, FRF - 5,75 %.

Ailleurs on note une faiblesse générale des grandes monnaies flottantes (GBP, CHF, JPY) en face du dollar et des remous sur les monnaies scandinaves avec une très forte dévaluation (- 16 %) de la couronne suédoise.

En 1983, le dollar poursuit sur sa lancée mais le déficit commercial se creuse, encore largement compensé par l'afflux de capitaux. Stimulé par les exportations vers les États-Unis, le yen se redresse fortement ce qui lui permet de ne guère se décaler par rapport au dollar. Les monnaies européennes font encore l'objet (21 mars) d'un

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

réalignement qui les touche toutes (ITL et FRF - 2,5 %, DEM + 5,5 %, NLG + 3,5 %, IEP - 3,5 %, DKK + 2,5 % et BEF + 1,5 %). À noter que la monnaie irlandaise s'affaiblit en sympathie avec la livre britannique. Néanmoins, après le grand réalignement d'ensemble, les monnaies européennes s'inscrivent dans une cohésion croissante, du fait en particulier d'un recul généralisé de l'inflation et d'une meilleure convergence des politiques monétaires.

De ce fait 1984 sera une année exempte de tout changement de cours-pivot dans le SME. C'est une année médiocre pour le mark (tensions sociales, sorties de capitaux) alors que le franc français se ressent favorablement de la réorientation de la politique économique française. Même le franc belge se relève quelque peu de son extrême faiblesse antérieure. Ailleurs la persistante fermeté du dollar s'inscrit en contraste avec le recul de la livre et du franc suisse.

L'année 1985 sera celle de l'arrêt de la montée du dollar qui atteint des records en février. En septembre, alors que la monnaie américaine plus faible depuis quelques mois, marque momentanément une tendance au redressement, le Groupe des Cinq conclut l'accord du Plaza marquant la détermination des Banques centrales, y compris celle des États-Unis, de contrecarrer toute reprise du dollar. Ce changement de climat sur le dollar se révèle moins préjudiciable qu'on ne le croyait pour la cohésion de l'ensemble européen : la remontée du mark est relativement modérée et le franc français reste très bien orienté, avec en particulier des achats de valeurs mobilières par les non-résidents. Toutefois la faiblesse de la monnaie italienne nécessite un réajustement des cours-pivots le 20 juillet : - 6 % pour ITL et + 2 % pour toutes les autres monnaies.

Marquée par une accélération du recul de la monnaie américaine, 1986 renoue avec les réalignements dans le SME, le 6 avril, juste après les élections législatives en France, NLG et DEM sont réévalués de + 3 %, DKK et BEF de + 1 %, cependant que le FRF est dévalué de - 3 %. Seule épargnée, l'IEP est à son tour dévaluée (- 8 %) le 7 août, victime de la faiblesse de la livre britannique.

En 1987, alors qu'il s'agissait d'enrayer la chute excessive du dollar (Accord du Louvre en février renouvelé par une déclaration du groupe des Sept en décembre), le SME subissait quelques pressions déstabilisatrices en début d'année. Le réalignement du 12 janvier (DEM et NLG + 3 %, BEF + 2 %) s'inscrivait déjà dans la nouvelle perspective de gestion du mécanisme de change en ce sens qu'il était moins motivé par des évolutions économiques que par des considérations financières (différentiels d'intérêts) et il a été l'occasion de se décider à un renforcement de la coopération monétaire européenne (financement des interventions intra-marginales — politique concertée de taux d'intérêt).

En 1988 enfin, les marchés des changes ont été particulièrement calmes. Après deux ans de baisse, le dollar a été plus ferme. Entre un yen très résistant et un franc suisse déprimé, l'ensemble monétaire européen a évolué sans heurt. Malgré d'excellents résultats commerciaux, le mark a été soumis à la pression de sorties de capitaux fort importantes. En fin d'exercice, une remontée des taux d'intérêt a contrebalancé l'influence négative d'une crainte de l'inflation. Favorisé pendant la plus grande partie de l'année par une bonne conjoncture économique, davantage remis en cause ensuite par les mauvais résultats commerciaux, le franc français a constamment bénéficié d'un niveau élevé de taux d'intérêt même si ce différentiel favorable s'est un peu amenuisé au fil des mois. En dépit de périodes passagères de tension impliquant également le franc belge, le mécanisme de change à marge étroite n'a pas été mis sérieusement à l'épreuve cette année et il n'y a eu aucun réajustement de cours-pivot. Évoluant dans sa marge élargie, la lire italienne a terminé l'année sur une note très ferme, après la réussite d'une libéralisation importante du contrôle des

EUROPE DES TAUX DE CHANGE

changes. Quant à la livre sterling, après une évolution contrastée, elle s'est inscrite sur une note particulièrement vigoureuse face à la montée du dollar.

Des deux termes du contrat monétaire européen — le mécanisme de change et l'Écu — seul le premier a été très largement rempli alors que l'exécution du second reste encore essentiellement porteur d'avenir. Le mécanisme de change est désormais un instrument bien rodé, il a survécu à la période la plus difficile du flottement et il a contribué au renforcement de la cohésion européenne. Son maintien procède de la convergence mais son respect a, dans certains cas, aidé à cette convergence. Le travail en commun dans les salles de change des Banques centrales est désormais très au point et si la Banque centrale européenne semble un horizon incertain, en revanche, il y a déjà la coopération des Banques centrales européennes.

La pratique du mécanisme de change européen est certainement à un tournant historique. Non pas tant du fait de la remise en cause des vertus du flottement à l'échelle mondiale mais plutôt du fait des perspectives du marché européen des capitaux. Simultanément le démantèlement du contrôle des changes et l'avancée vers le grand marché prévu par l'Acte Unique vont modifier les conditions de gestion du taux de change européen, l'élément financier y tenant désormais plus de place, on l'a vu lors du réaligement de janvier 1987 où les taux d'intérêt ont tenu le devant de la scène.

Certes, cette nouvelle avancée se fera sur de bonnes bases de départ : au fil des années, et contrairement aux pronostics du début, l'expérience du Système monétaire européen s'est consolidée. La convergence des économies, dans le contexte général de la désinflation et donc de la diminution des différentiels de hausse des prix a finalement permis au mécanisme de change de fonctionner sans tensions excessives et avec un nombre raisonnable de changements de cours-pivots. Dans l'ensemble, il n'est pas outrancier de dire que la stabilité des taux de change réels a été à peu près assurée dans le cadre du SME. Les variations ont été plus progressives et mieux maîtrisées que dans les relations entre les grandes devises flottantes. Le contraste est frappant lorsqu'on suit sur une décennie les variations du dollar, du yen mais aussi de la livre sterling — monnaie européenne qui n'observe pas de marge de fluctuation.

47

De même, le SME a permis — on l'a déjà souligné — d'éviter des taux de change irréalistes — c'est-à-dire qui ne soient pas en harmonie avec les conditions normales de la compétition économique. Il n'y a pas eu entre monnaies européennes de phénomènes de déviation (misalignement) comme ceux qui ont empoisonné les relations entre grandes monnaies de réserve flottantes, notamment à cause du dollar. Sans doute a-t-on pu déplorer que les ajustements de cours-pivots aient pu être trop tardifs et trop limités mais, dans l'ensemble et par comparaison avec l'extérieur, les relations de change entre monnaies européennes sont restées assez conformes à l'évolution des prix relatifs quels qu'en soient les modes de calculs. Ce n'est pas un mince succès et il conviendrait que la libération des mouvements de capitaux ne remette pas en cause cet acquis. □