

# La crise du SME : simplement le produit d'événements domestiques ?

 [blog-illusio.com/2021/01/la-crise-du-sme.html](https://blog-illusio.com/2021/01/la-crise-du-sme.html)

Dans une nouvelle étude publiée par la Banque de France, Barry Eichengreen et Alain Naef (2020), sont revenus sur un événement crucial de la construction européenne, à savoir la crise du système monétaire européen (SME) en 1992-1993.

Ce dernier avait été créé en 1979 par des pays européens afin de limiter les fluctuations de leurs taux de change bilatéraux, mais aussi pour ouvrir ultérieurement la voie à une véritable unification monétaire. Les banques centrales des pays-membres s'étaient engagées à maintenir les fluctuations de leur monnaie dans des bandes étroites en référence à une unité de compte, l'écu. En pratique, toutefois, les différentes monnaies étaient ancrées au deutschemark. La monnaie allemande constituait en effet la monnaie la plus forte parmi les devises du SME. Par conséquent, les différentes banques centrales des pays-membres prenaient leurs décisions en matière de politique monétaire en se conformant à celles de la Bundesbank.

Au cours de la seconde moitié de l'année 1992, plusieurs devises subirent une première vague d'attaques spéculatives et connurent de fortes fluctuations de leur taux de change, amenant plusieurs banques centrales à puiser dans leurs réserves de change pour contenir la dépréciation de leur monnaie. La lire italienne, la peseta espagnole et l'escudo portugais finirent par être dévaluées et la Grande-Bretagne par sortir du SME. L'été suivant, plusieurs devises firent l'objet d'une nouvelle vague d'attaques spéculatives. La Banque de France épuisa ses réserves en quelques semaines pour défendre le franc français. Début août, les Etats-membres se résolurent à fortement élargir les bandes de fluctuations des taux de change. Cette décision acta la fin du SME, mais elle fut suivie par la stabilisation des différents taux de change.

En montrant que la fixité des taux de change bilatéraux pour un ensemble de pays était instable, la crise du SME a signalé aux pays-membres la nécessité soit de faire marche arrière, soit d'accélérer le processus d'unification monétaire. C'est finalement la deuxième option qui a été retenue et la monnaie unique a finalement été lancée en 1999.

Comme le notent Eichengreen et Naef, la crise du SME ne fait toujours pas l'objet d'une interprétation qui fasse consensus près de trois décennies après. Une première série d'explications se focalise sur les fondamentaux macroéconomiques et les politiques économiques des pays dont la monnaie a été attaquée. Elle s'inspire des modèles de crises de change de première génération à la Paul Krugman (1979), qui interprètent les crises de change comme la conséquence de mauvais fondamentaux économiques ou de l'adoption d'une politique économique inadaptée. En effet, si les fondamentaux d'un pays se détériorent ou si ses autorités adoptent une politique insoutenable, alors son taux de change devrait avoir tendance à se déprécier s'il est libre de fluctuer. Mais si le taux de change est fixe, la monnaie risque d'être de plus en plus surévaluée, l'ancrage apparaîtra comme de moins en moins crédible et la monnaie finira par faire l'objet d'une attaque

spéculative si les autorités monétaires tardent à la dévaluer. Dans cette optique, la livre sterling aurait été attaquée parce qu'elle avait été introduite dans le SME à une parité surévaluée ; la lire italienne aurait été attaquée en raison du niveau excessif des dettes et déficits italiens ; des monnaies scandinaves auraient été attaquées en raison de l'insolvabilité des banques scandinaves ; le franc français aurait été attaqué en raison de la politique jugée insoutenable que le gouvernement avait adoptée pour combattre le chômage, *etc.*

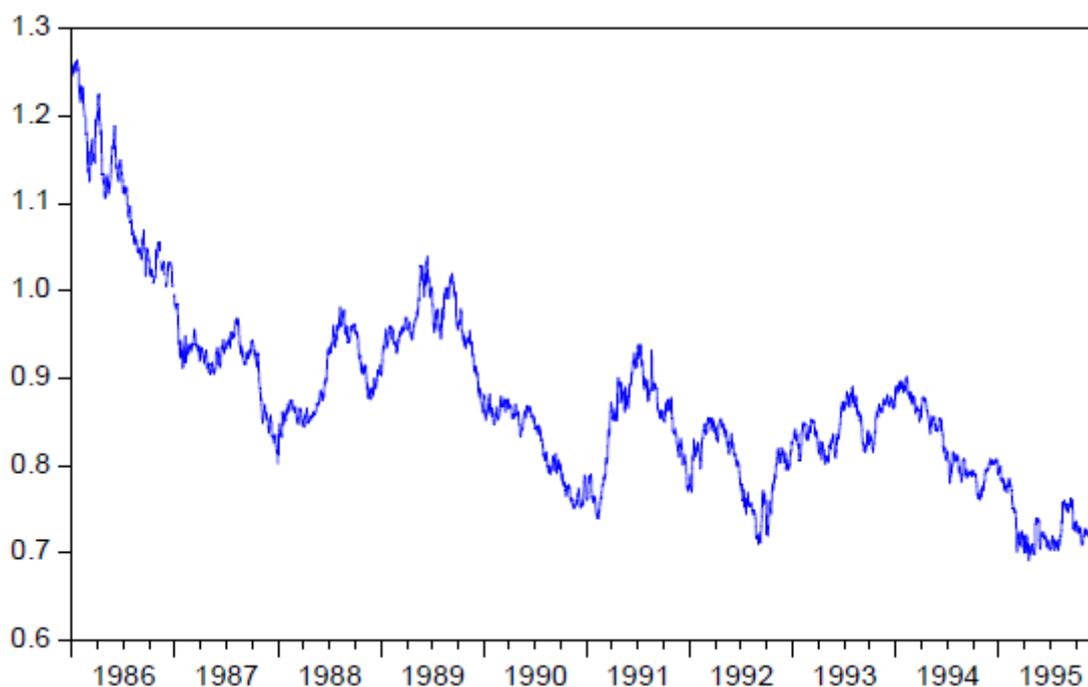
Une deuxième série d'explications souligne la fragilité des ancrages de monnaie dans un contexte de forte mobilité des capitaux [Eichengreen et Wyplosz 1993 ; 1994]. Elle s'inspire des modèles de crises de change de deuxième génération à la Maurice Obstfeld (1994). Selon eux, une sortie des capitaux, qu'importe sa cause, affecte la performance économique d'un pays ou entraîne une modification de la politique économique de telle façon que la monnaie finit par faire l'objet d'une attaque spéculative. Par exemple, la banque centrale risque de relever ses taux d'intérêt pour défendre la parité, mais un tel resserrement monétaire dégrade les fondamentaux économiques, ce qui entraîne ou amplifie la surévaluation de la monnaie et rend l'ancrage moins crédible aux yeux des investisseurs financiers. Si ces derniers attaquent la monnaie, la banque centrale risque de finir par abandonner l'ancrage, dans la mesure où ses réserves de change ne sont pas infinies. Par conséquent, la simple anticipation, même erronée, qu'un ancrage s'avère insoutenable entraîne un enchaînement d'événements conduisant à une crise de change et à l'abandon de l'ancrage. Dans ces modèles de crises de change de deuxième génération, de tels événements peuvent ainsi être auto-réalisateurs.

L'ouverture des pays européens aux flux de capitaux étrangers et notamment le retrait de leurs contrôles des capitaux les exposèrent à de tels phénomènes. Mais ce serait avant tout le rejet du Traité de Maastricht par le Danemark lors d'un référendum tenu le 2 juin 1992 qui a suscité des doutes quant au projet d'unification monétaire et amorcé ainsi une sortie des capitaux dans d'autres pays-membres du système. La Banque d'Angleterre réagit à celle-ci en relevant ses taux directeurs, or ce tel resserrement monétaire déprima son marché de l'immobilité et sa compétitivité. En Italie, la hausse des taux d'intérêt alourdit le coût de service de la dette publique et détériora ainsi les finances publiques. Dans les pays scandinaves, elle aggrava la situation des banques, *etc.* En définitive, le maintien des parités définies dans le cadre du SME se révéla être de plus en plus coûteux pour les banques centrales.

Ces deux classes d'interprétations mettent souvent l'accent sur le rôle joué par les taux d'intérêt allemands dans la crise du SME. En effet, la réunification accéléra fortement l'inflation en Allemagne de l'Ouest. Soucieuse de maintenir la stabilité des prix, la Bundesbank réagit en relevant fortement ses taux d'intérêt. D'une part, ce resserrement monétaire alimenta le mouvement des capitaux du reste du SME vers l'Allemagne. D'autre part, il dégrada fortement l'activité économique dans le reste du SME, notamment parce qu'il contraignit les autres banques centrales du SME à relever leurs propres taux pour freiner la sortie des capitaux et maintenir l'ancrage de leur monnaie sur le deutschemark.

Eichengreen et Naef se sont penchés sur une troisième classe d'explications qui considèrent que les parités au sein du SME ont pu être déstabilisées par des événements qui lui furent extérieurs. En l'occurrence, le dollar américain était à l'époque une monnaie faible, ce qui alimenta les conversions du dollar en deutschemark. La monnaie allemande eut alors tendance à s'apprécier vis-à-vis du dollar (*cf.* graphique 1) et des autres devises du SME. Cette troisième classe d'explications, qui n'est pas exclusive avec les deux premières, amène à conclure que la crise du SME a été le produit, non seulement d'événements internes au SME, mais également d'événements extérieurs à celui-ci : elle a été en partie importée.

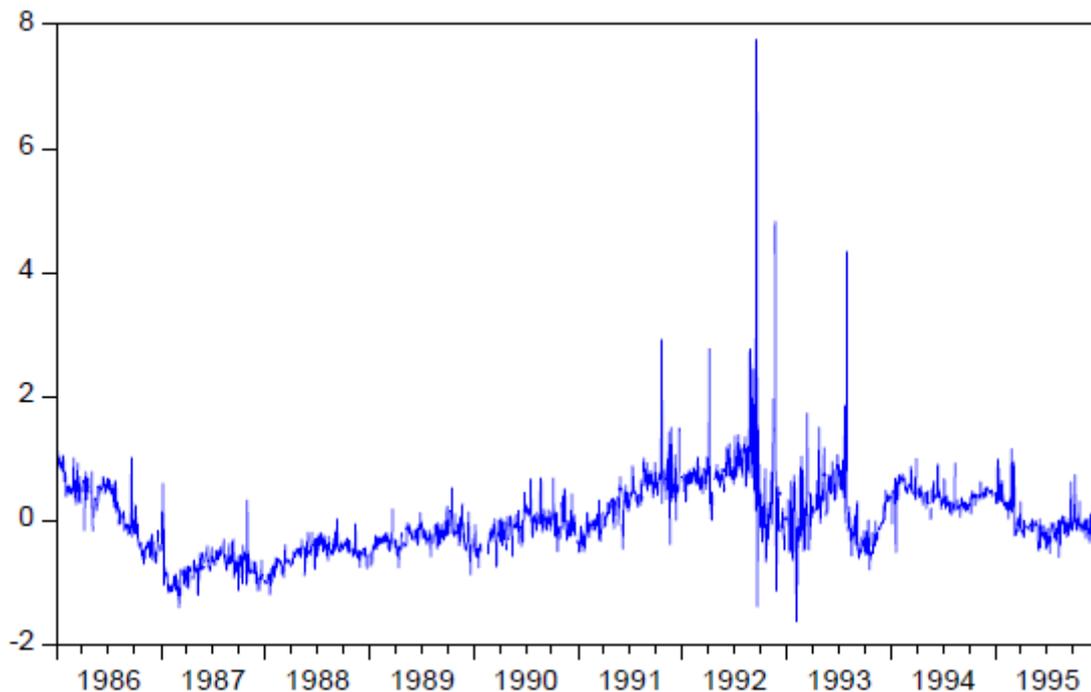
### **GRAPHIQUE 1 Taux de change du dollar américain vis-à-vis du deutschemark**



source : Eichengreen et Naef (2020)

Profitant des archives relatives à cette période que la Banque d'Angleterre a récemment rendues publiques, Eichengreen et Naef ont constitué une base de données relatives aux interventions sur le marché des changes pour 14 pays européens pour la période allant de 1986 à 1995. Ils ont utilisé ces données en combinaison avec celles relatives aux taux d'intérêt et aux taux de change pour construire un indice de pression sur le marché des changes (*cf.* graphique 2). Celui-ci indique que la pression sur les devises du SME a commencé à s'intensifier avant la tenue du référendum danois sur le Traité de Maastricht, ce qui suggère que celui-ci a été au mieux un facteur aggravant, mais non l'amorce, de la crise du SME.

### **GRAPHIQUE 2 Pression sur le marché des changes (moyenne pour 12 pays-membres du SME)**



source : Eichengreen et Naef (2020)

La phase la plus aiguë de la crise du SME semble avoir débuté avec les propos plus ou moins informels tenus par Helmut Schlesinger, le président de la Bundesbank à l'époque, au milieu du mois de septembre, à la veille du référendum français sur le Traité de Maastricht. Ceux-ci pouvaient être interprétés comme suggérant que la banque centrale allemande n'était peut-être pas prête à intervenir massivement pour soutenir le cours des autres monnaies. Autrement dit, ils purent signaler que la coopération entre les banques centrales du SME n'était pas illimitée. Ce sont de tels propos qui ont pu ainsi amener les investisseurs financiers à véritablement douter de la crédibilité du projet d'unification monétaire.

## Références

**EICHENGREEN, Barry, & Alain NAEF (2020)**, « Imported or home grown? The 1992-3 EMS crisis », *Banque de France, document de travail*, n° 793.

**EICHENGREEN, Barry, & Charles WYPLOSZ (1993)**, « The unstable EMS », in *Brookings Papers on Economic Activity*.

**EICHENGREEN, Barry, & Charles WYPLOSZ (1994)**, « Pourquoi le SME a explosé et comment le relancer ? », in *Revue économique*, vol. 45, n° 3.

**KRUGMAN, Paul (1979)**, « A model of balance of payments crises », in *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11.

**OBSTFELD, Maurice (1994)**, « The logic of currency crises », in *Cahiers Economiques et Monétaires*, vol. 43.