

2013-10-14

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

La fragilité de deux régimes monétaires: le Système monétaire européen et la zone euro

par Paul De Grauwe et Yuemei Ji

NBB Working Paper No 243 - Research Series

Le Système monétaire européen (SME) et la zone euro sont deux régimes monétaires présentant certaines similitudes, dont la principale découle de leur fragilité.

Le SME, en vigueur entre 1979 et 1999, était un dispositif d'ancrage des taux de change en vertu duquel les banques centrales nationales s'engageaient à convertir, à un taux fixe, leurs engagements en une monnaie étrangère, qui était *de facto* le mark allemand. Le problème était toutefois que les banques centrales ne disposaient pas d'un montant illimité de marks. Dès lors, lorsqu'ils les investisseurs se mettaient à douter de la capacité de la banque centrale d'opérer la conversion en raison d'un manque de marks, l'on assistait à des retraits massifs auprès de la banque centrale, ce qui ne manquait pas de provoquer une crise.

Les concepteurs de la zone euro avaient imaginé qu'ils pouvaient résoudre ce problème de crédibilité en supprimant les monnaies nationales et en éliminant ainsi l'engagement de les convertir en marks. Mais ce faisant, ils ont déplacé ce problème de crédibilité des marchés de change aux marchés des emprunts publics.

Au sein de la zone euro, les gouvernements nationaux ont été confrontés au même problème que les banques centrales nationales au sein du SME, puisqu'ils se sont engagés à convertir leurs engagements (leurs emprunts publics) en une monnaie « étrangère » (l'euro), engagement sur lequel ils n'ont aucune emprise. En l'absence de facilité de garantie de liquidité sur les marchés des emprunts publics, cela s'est avéré une source de fragilité au même titre que celui du SME à l'époque: si les investisseurs se mettent à craindre que le gouvernement va manquer d'euros pour honorer ses engagements à l'échéance, ils vont procéder à des retraits massifs auprès des finances publiques (De Grauwe(2011)).

Dans le présent Working Paper, nous comparons la fragilité de ces deux régimes monétaires. Pour ce faire, nous nous concentrons surtout sur le comportement des écarts de taux d'intérêt (tant sur le marché monétaire interbancaire que sur les marchés des emprunts publics). Nous utilisons des théories reconnues pour expliquer ces écarts. Il apparaît qu'en périodes de crise, dans les deux régimes monétaires, les mouvements de certains écarts ont tendance à être dominés par des sentiments de marché liés au temps, qui font dévier les écarts de leurs fondamentaux sous-jacents.

Le présent Working Paper a pour objectif secondaire de vérifier l'hypothèse selon laquelle ces crises auto-alimentées, comme l'illustrent les déviations des écarts, se cantonnent dans la partie du système financier dépourvue de prêteur en dernier ressort crédible. Au sein du SME, il s'agissait du marché de change, et dans la zone euro, des marchés des emprunts publics.

Nous concluons qu'au sein du SME, les banques centrales nationales étaient faibles et fragiles, alors que les gouvernements nationaux étaient à l'abri de cette faiblesse puisqu'ils avaient conservé leur propre monnaie nationale. Les rôles ont été inversés dans la zone euro. Les banques centrales nationales qui ont rejoint l'Eurosystème et ont bénéficié d'un soutien mutuel sans conditions s'en sont trouvées renforcées.

En 2012, la BCE a décidé de faire office de prêteur en dernier ressort sur les marchés des emprunts publics dans le cadre de son programme d'« opérations monétaires sur titres » (OMT). Cette décision a produit un effet stabilisateur immédiat et a permis un resserrement rapide des écarts des taux d'intérêts dans la zone euro (cf. De Grauwe et Ji(2013)). Cela montre à quel point la capacité de la BCE de contrer les sentiments de marché de crainte et de panique est grande. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour l'avenir de la zone euro. Néanmoins, jusqu'à présent, le pouvoir de la BCE ne s'est exercé que par voie d'annonces. Il est clair qu'elle serait contrainte d'intervenir si les sentiments de marché devaient à nouveau se retourner.