

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

17 mai 2010 – N° 245

Zone euro : du régime de crise interne au régime de crise externe ?

La crise des dettes souveraines de la zone euro a commencé comme une crise interne : les investisseurs vendaient les dettes du pays du Sud de la zone euro et achetaient les dettes des pays du Nord. Ceci avait peu d'effets sur la parité de l'euro, et conduisait à un écartement des taux d'intérêt à long terme entre le Nord et le Sud.

Mais, avec le plan de sauvetage du 10 mai 2010, la crise peut devenir une crise externe si la défiance s'étend aux dettes publiques des pays du Nord de la zone euro. Ceci peut être le cas si ces pays sont amenés à refinancer les pays du Sud, car alors leur qualité de crédit sera aussi affectée.

Une extension de la crise à l'Espagne impliquerait probablement que la BCE ne pourrait pas seule stabiliser les marchés par ses achats de dette publique, et que l'aide, prévu dans l'accord du 10 mai, des pays du Nord serait appelée. La perception de la situation économique et budgétaire de l'Espagne par les investisseurs est donc cruciale.

Il y aurait alors vente globale de titres en euros par les investisseurs, dont les investisseurs non européens. Ceci conduirait surtout à une dépréciation de l'euro, et non à une hausse des taux d'intérêt à long terme, comme on le voit aujourd'hui au Royaume-Uni.

La crise des dettes souveraines du Sud serait alors transformée en crise de change avec le report de la perte de qualité des dettes du Sud à l'euro pris globalement.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

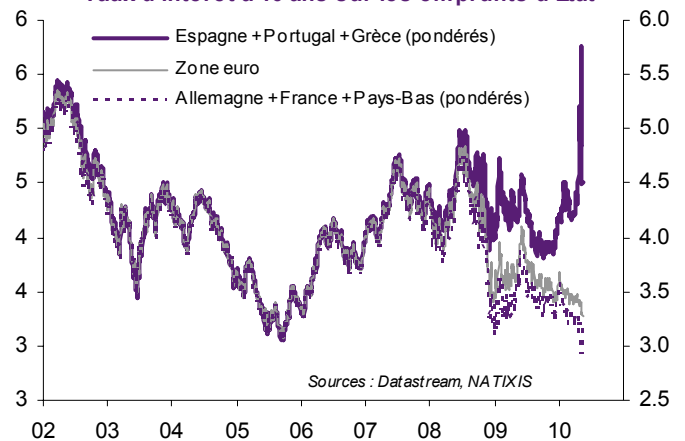
Patrick ARTUS

Avant le 10 mai 2010 :
surtout une crise
interne à la zone euro

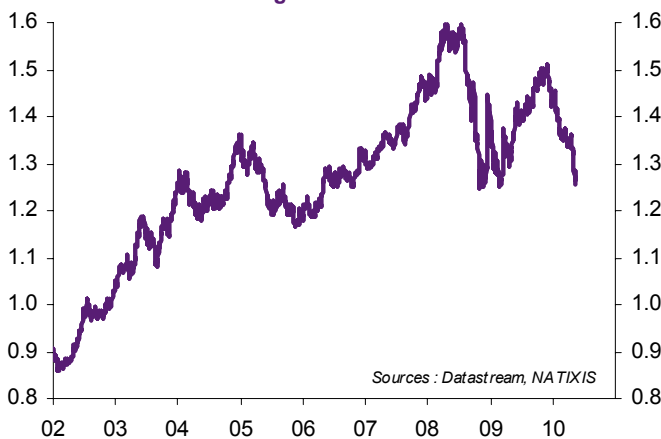
Avant que le plan de sauvetage du 10 mai 2010 ne soit signé, la crise dans la zone euro était essentiellement une crise interne : les investisseurs (surtout européens) vendaient les dettes publiques des pays du Sud et achetaient les dettes publiques des pays du Nord, d'où :

- l'écartement des taux d'intérêt à long terme (graphique 1) ;
- le finalement relativement faible effet sur l'euro (graphique 2), sachant qu'une large partie de la réappréciation du dollar par rapport à l'euro vient du retour des capitaux des pays émergents vers les Etats-Unis (graphique 3).

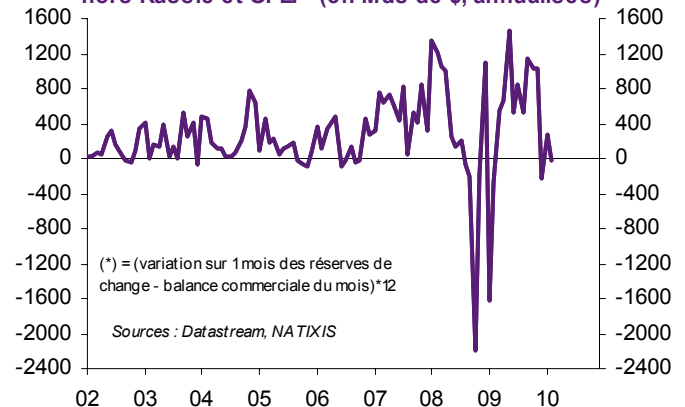
Graphique 1
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 2
Taux de change du dollar contre euro



Graphique 3
Flux mensuels de capitaux des émergents
hors Russie et OPEP* (en Mds de \$, annualisés)



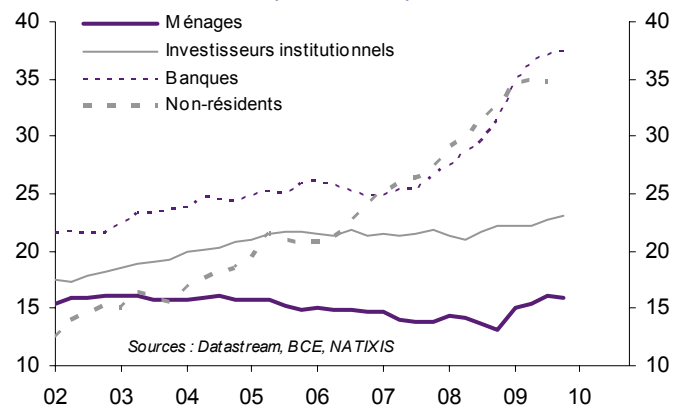
Le plan de sauvetage
du 10 mai 2010 fait
courir le risque d'une
crise externe de la zone
euro

Le plan de sauvetage du 10 mai 2010 implique que l'ensemble des pays de la zone euro pourrait être amenés à prêter 440 Mds € aux pays en difficulté (500 Mds € si on inclut la Commission Européenne).

Il s'agit donc d'une mutualisation du risque de crédit souverain : si les dettes publiques des pays du Sud de la zone euro ont une qualité perçue qui se dégrade à nouveau, et empêche ces pays de se financer, les pays du Nord devront émettre davantage pour prêter aux pays du Sud, ce qui dégradera la qualité de crédit du pays du Nord.

Si cette évolution se produit, l'ensemble des dettes publiques de la zone euro sera perçue comme étant de mauvaise qualité, et les investisseurs (en particulier les investisseurs non européens) qui détiennent 35 % du PIB de la zone euro de titres de dette en euros, **graphique 4**) vendront les dettes de tous les pays de la zone euro.

Graphique 4
Zone euro : encours d'obligations détenues
(en % du PIB)

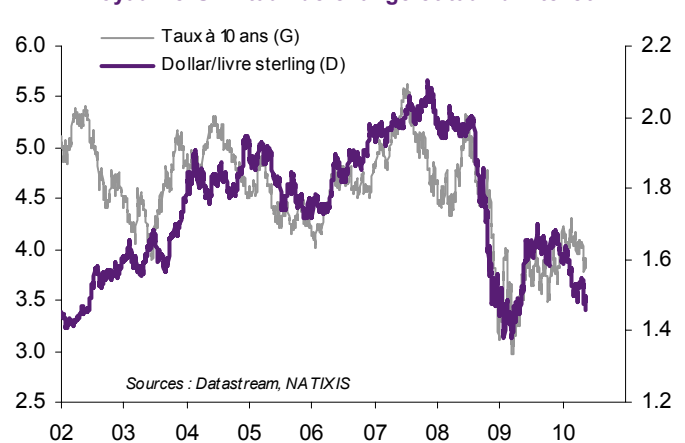


On passe alors à une situation où il y a une variable d'ajustement (le taux d'intérêt à long terme des pays du Sud de la zone euro), lorsqu'il s'agit d'une crise interne à la zone euro, à une situation où il y a deux variables d'ajustement (le taux d'intérêt à long terme de l'ensemble de la zone euro et le taux de change de l'euro), lorsqu'il s'agit d'une crise externe.

Le cas du Royaume-Uni montre que l'ajustement se fait alors beaucoup plus par la dépréciation du taux de change que par la hausse des taux d'intérêt (**graphique 5**), le taux de change étant plus flexible.

Si les pays du Nord de l'Europe sont appelés pour prêter aux pays du Sud dans le cadre de l'accord du 10 mai, on doit donc s'attendre à une forte dépréciation de l'euro.

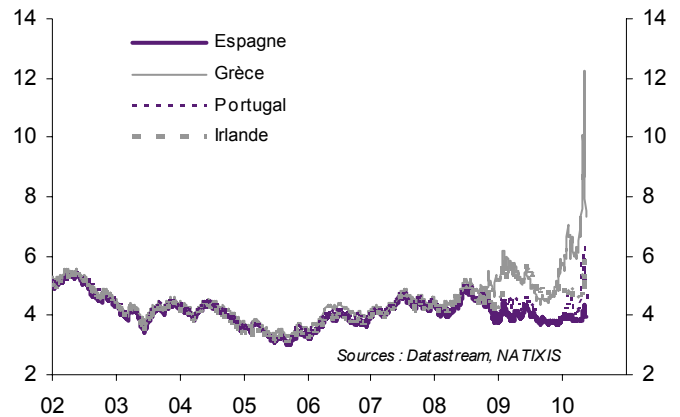
Graphique 5
Royaume-Uni : taux de change et taux d'intérêt



Le rôle de la BCE et le cas central de l'Espagne

Tant que les achats de dettes publiques de la BCE stabilisent les marchés obligataires des pays du Sud de la zone euro (et de l'Irlande) (ce qui est le cas aujourd'hui, graphique 6), la situation envisagée ci-dessus ne se produit pas puisqu'il n'est pas nécessaire de demander aux pays du Nord de la zone euro de prêter aux pays du Sud.

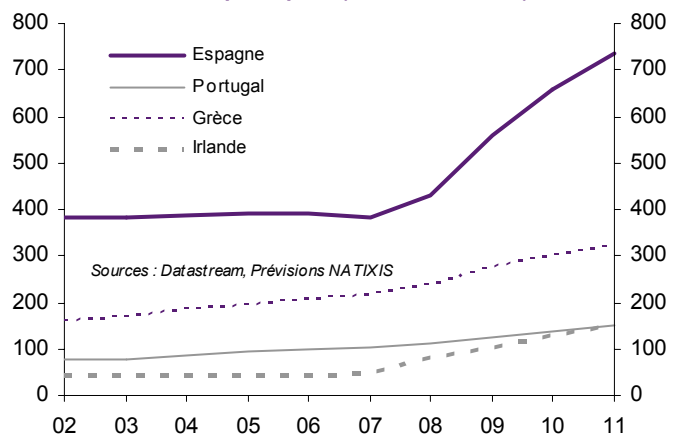
Graphique 6
Taux d'intérêt à 10 ans sur les Emprunts d'Etat



Nous pensons que ceci restera le cas tant que la crise ne touche que la Grèce et le Portugal et pas réellement l'Espagne...

Des achats modérés de la BCE peuvent stabiliser les marchés de dettes publiques des petits pays, compte tenu de la taille des dettes publiques (graphique 7), pas celui de la dette espagnole ou d'un autre grand pays.

Graphique 7
Dettes publiques (en Mds d'euros)



Les marchés vont-ils continuer à prêter à l'Espagne à des conditions raisonnables ?

Comme les autres pays (tableau 1), l'Espagne s'est engagée à réduire très rapidement son déficit public, avec une accélération du rythme acceptée pour que l'accord du 10 mai 2010 soit signé.

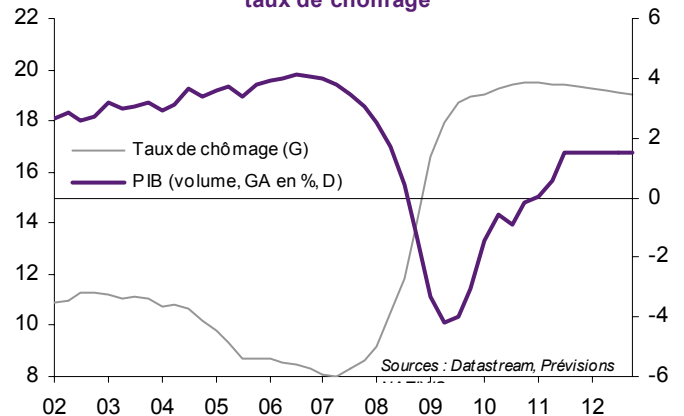
Tableau 1
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Allemagne	0	-3.2	-5.5	-4.5	-3.5	-3.0	-	-	-0.35
France	-3.4	-7.5	-8	-6	-4.6	-3	-	-	-
Italie	-2.7	-5.3	-5	-3.9	-2.7	-2.2	-	-	-
Espagne	-4.1	-11.2	-9.3	-6.5	-5.3	-3	-	-	-
Pays Bas	0.7	-4.9	-6.1	-5	-4.3	-	-	-	-
Grèce	-7.7	-13.6	-8.7	-5.3	-2.8	-2	-	-	-
Portugal	-2.7	-9.3	-7.8	-6.1	-4.1	-2.8	-	-	-
Irlande	-7.3	-14.3	-11.6	-10	-7.2	-4.9	-2.9	-	-
Autriche	-0.4	-3.5	-4.7	-4	-3.3	-2.7	-	-	-
Belgique	-1.2	-5.9	-4.8	-4.1	-3	-	-	-	-
Finlande	4.4	-2.2	-3.6	-3	-2.3	-1.9	-	-	-

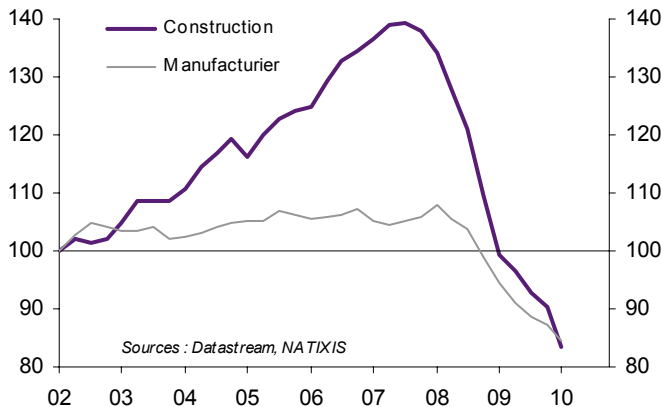
Sources : OMB, HM Treasury, Eurostat, NATIXIS

Mais la situation économique de l'Espagne est très grave (graphique 8) avec l'effondrement de l'activité de construction et des productions industrielles liées (graphiques 9-10).

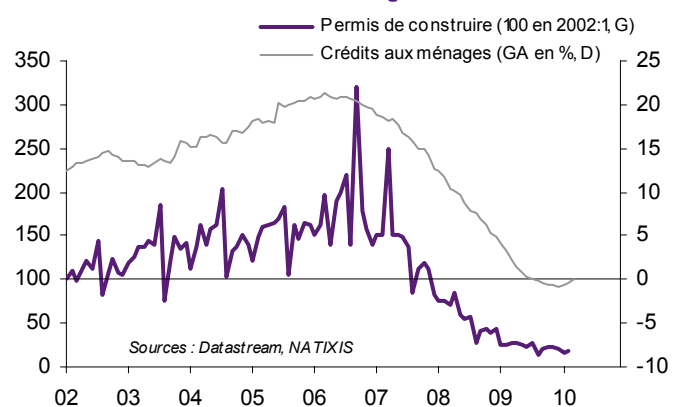
Graphique 8
Espagne : croissance du PIB et
taux de chômage



Graphique 9
Espagne : emploi (100 en 2002:1)



Graphique 10
Espagne : permis de construire et
crédits aux ménages



La réduction rapide des déficits publics risque donc d'amener la croissance et le chômage à des niveaux insupportables.

Il faut rappeler de plus que pour réduire de 1 point de PIB le déficit public, il faut réduire les dépenses publiques ou augmenter la pression fiscale d'au moins deux points de PIB en raison de l'effet induit de la politique budgétaire restrictive sur la croissance.

Le risque est donc que les marchés réagissent négativement à une réduction des déficits publics nettement plus faible que celle qui a été annoncée en Espagne ; que le retour d'une crise de financement sur la dette espagnole dépasse les capacités d'intervention de la BCE ; que de ce fait les pays du Nord (France, Allemagne) doivent prêter à l'Espagne, et que ceci provoque une crise (externe) de défiance vis-à-vis de toutes les dettes en euro, et surtout une baisse de l'euro.

Synthèse : d'une crise interne à une crise externe dans la zone euro ?

La crise a d'abord été interne : vente des dettes des pays du Sud de la zone euro et achat des dettes des pays du Nord.

Après le plan de sauvetage du 10 mai 2010, on peut envisager deux scénarii :

- (1) crise de financement se limitant à la Grèce, au Portugal ; stabilisation des marchés obligataires par la seule présence de la BCE et sortie progressive de crise ;
- (2) crise de financement s'étendant à l'Espagne, dépassant les capacités de stabilisation de la BCE ; nécessité pour les pays du Nord (France, Allemagne) d'émettre davantage pour financer les pays du Sud, dégradation de la qualité de crédit de tous les émetteurs, et **passage à une crise externe** où les investisseurs vendent les actifs en euro, **d'où surtout dépréciation de l'euro** (qui est alors la variable d'ajustement plus que les taux d'intérêt).