

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

20 avril 2012 – N° 300

### Gagner du temps grâce à la BCE : mais pour quoi faire ?

*Comme on le voit depuis 2011, la BCE est déterminée à empêcher l'éclatement de l'euro qui viendrait de la hausse excessive des taux d'intérêt de certains pays membres. Si une telle hausse se reproduisait, la BCE interviendrait pour l'arrêter (nouveaux repos à long terme, reprise du programme direct d'achats, SMP, ou nouveaux types d'intervention : prêts à l'EFSF ?).*

*Ces interventions de la BCE sont stabilisantes et permettent d'éviter une crise brutale ; elles donnent du temps aux pays, normalement pour mener des politiques d'ajustement : réduction des déficits publics et réduction des déficits extérieurs (puisque les pays en difficulté sont confrontés à une crise de balance des paiements, c'est-à-dire à l'incapacité de financer leur déficit extérieur et le service de leur dette extérieure).*

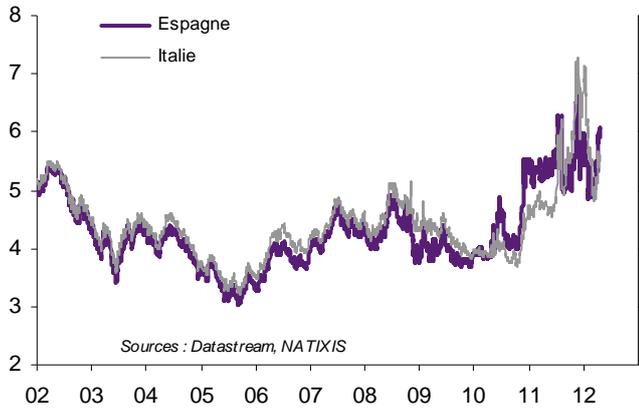
*Mais est-on surs que gagner du temps soit utile ? Dans certains cas (Irlande, Italie et sans doute Portugal) oui certainement, mais les pays les plus en difficulté (industrie de très petite taille, réduction du déficit extérieur ne pouvant se faire que par la compression de la demande intérieure, donc chute de l'activité et n'échapperont pas, quelque soit le temps que leur donne la BCE, à un ajustement à la baisse probablement insupportable socialement de leur niveau de revenu.*

RECHERCHE ECONOMIQUE  
Rédacteur :  
Patrick ARTUS

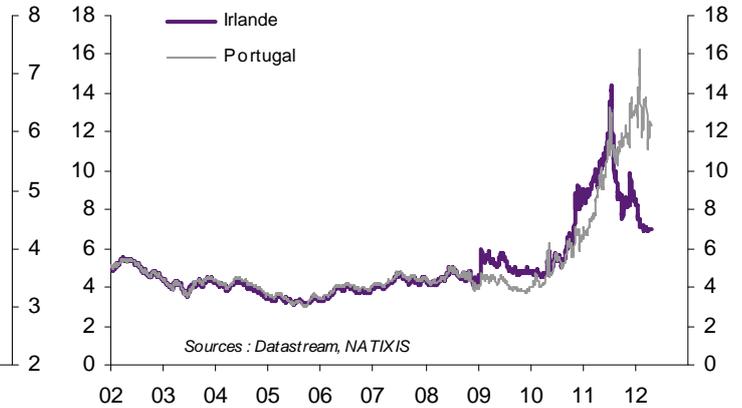
La BCE est déterminée à empêcher la hausse excessive des taux d'intérêt dans la zone euro

On a vu depuis le 2<sup>ème</sup> semestre que la BCE était déterminée à empêcher la hausse excessive des taux d'intérêt à long terme des pays de la zone euro (graphiques 1a/b).

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

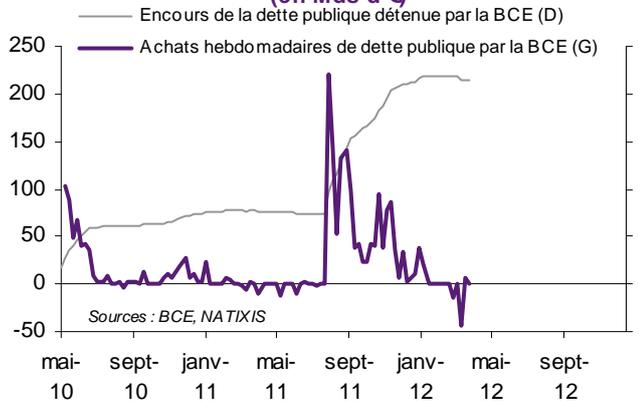


Graphique 1b  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Elle l'a fait d'abord par les achats directs de titres publics (SMP, graphique 2a) puis par les repos à long terme (graphique 2b) qui ont conduit les banques à financer les déficits publics.

Graphique 2a  
BCE : achats et encours de dettes publiques (en Mds d'€)

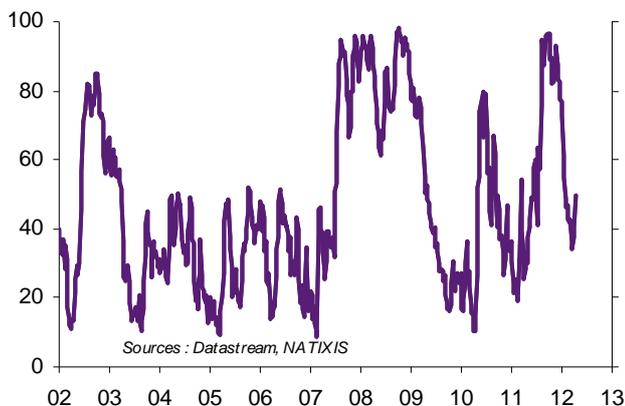


Graphique 2b  
BCE : encours de repos (toutes formes de repos, en Mds d'euros)

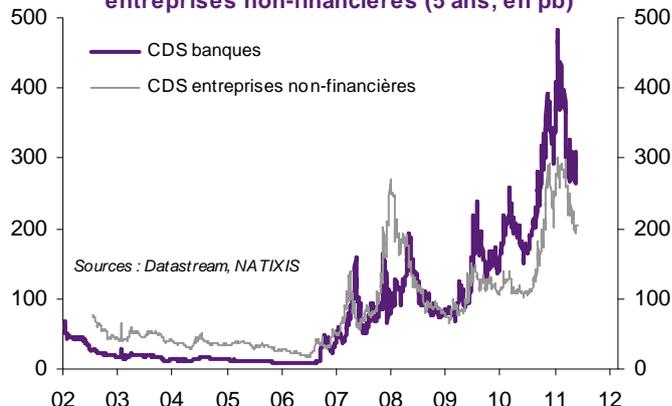


Les repos à 3 ans, en particulier, ont permis depuis la fin de 2011 de faire baisser l'aversion pour le risque (graphique 3a) et les taux d'intérêt sur les dettes publiques (graphiques 1a/b plus haut) et en conséquence privées (graphique 3b).

Graphique 3a  
Indice NATIXIS de perception du risque



Graphique 3b  
Zone euro : CDS des banques et CDS des entreprises non-financières (5 ans, en pb)



Nous pensons que le BCE continuera dans le futur à empêcher que les taux d'intérêt à long terme (sur la dette espagnole en particulier) augmentent à nouveau excessivement (au-delà de 6,50% ?). La BCE réinterviendra. Un pays confronté à une hausse excessive de ses taux d'intérêt n'aurait en effet pas d'autre choix que de faire défaut et probablement de quitter l'euro pour ne plus avoir à défendre les changes fixes par les taux d'intérêt à long terme élevés.

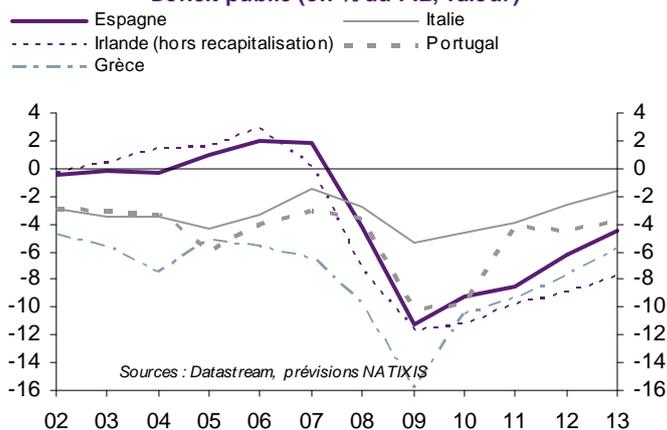
Ce rôle de la BCE est donc stabilisant : il évite une crise financière grave à court terme. Il permet donc de gagner du temps.

Que faire pendant le temps procuré ainsi par la BCE ?

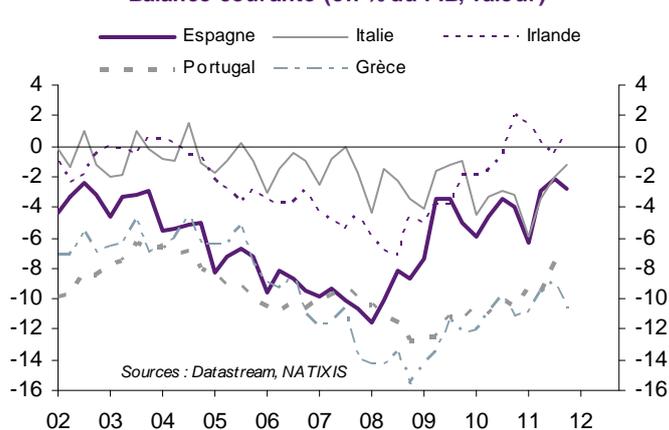
L'idée normale est que, pendant que la BCE évite une crise grave par ses interventions sur les marchés obligataires, les pays ont le temps de mener des politiques d'ajustement visant :

- à faire disparaître leurs déficits publics (graphique 4a) ;
- à faire disparaître leurs déficits extérieurs (graphique 4b).

Graphique 4a  
Déficit public (en % du PIB, valeur)

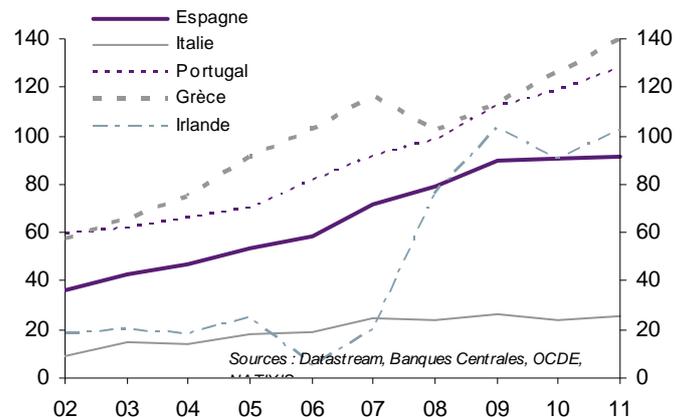


Graphique 4b  
Balance courante (en % du PIB, valeur)



Il ne faut pas oublier en effet que la crise de la zone euro est fondamentalement une crise de balance des paiements qui s'est déclenchée quand les investisseurs non-résidents ont refusé de prêter davantage aux pays ayant des dettes extérieures trop importantes (graphique 4c).

Graphique 4c  
Dettes nets extérieurs (en % du PIB)



L'intervention de la BCE permet donc en théorie d'éviter une crise financière très grave et de maintenir des taux d'intérêt raisonnablement bas pendant que les politiques d'ajustement sont mises en place.

Mais que se passe-t-il dans la pratique ?

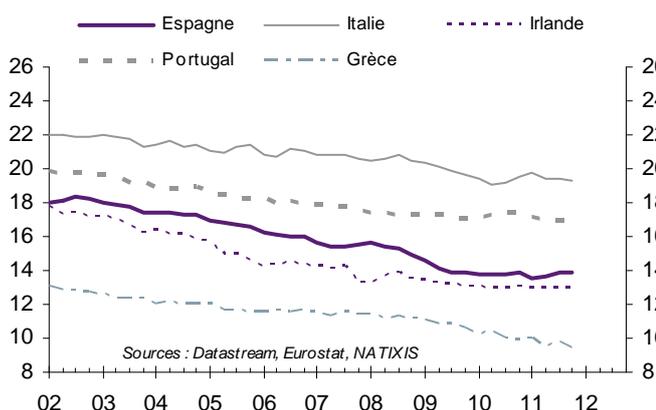
- certains pays ont effectivement la capacité, si on leur en donne le temps, de réduire leurs déficits publics et de faire disparaître leur déficit extérieur.

Ce sont les pays où l'industrie est relativement de grande taille, où les déficits à combler n'étaient pas considérables, où la structure économique n'est pas trop défavorable (graphiques 5a/b/c).

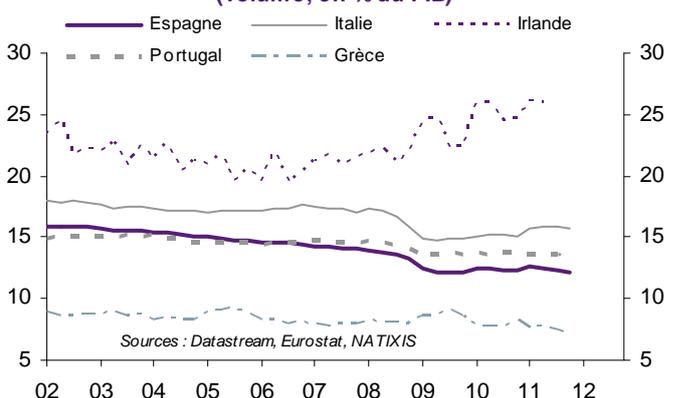
On voit effectivement que l'Irlande a déjà fait disparaître son déficit extérieur (graphique 4b plus haut), que celui de l'Italie est devenu faible ; même celui du Portugal se réduit rapidement, même s'il est encore élevé quand on regarde les balances commerciales (graphiques 6a/b). On voit que l'Irlande a un énorme excédent commercial, mais il est dû aux arbitrages fiscaux des entreprises. L'Italie a une balance commerciale équilibrée, un fort excédent industriel, le Portugal et l'Espagne ont des déficits commerciaux et une balance industrielle équilibrée, la Grèce a un déficit industriel.

Quand on regarde la situation des finances publiques (graphiques 7a à 7e), on voit que l'Espagne, l'Italie et la Grèce ont des difficultés importantes pour le réduire ;

Graphique 5a  
Emploi manufacturier (en % du total)

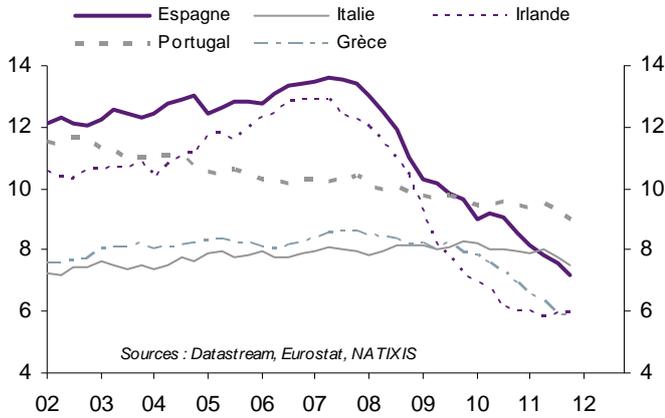


Graphique 5b  
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (volume, en % du PIB)



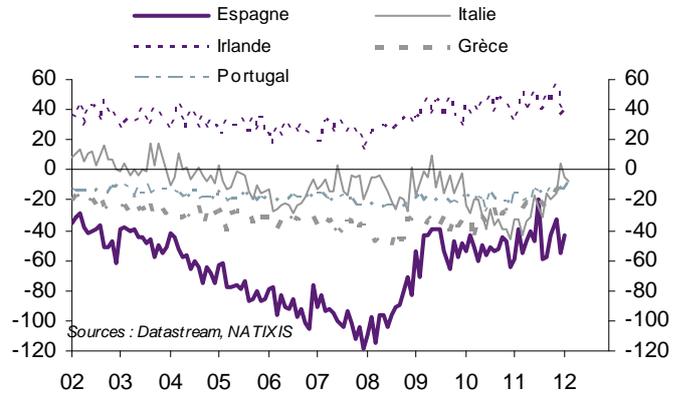
Graphique 5c

Emploi dans la construction (en % du total)



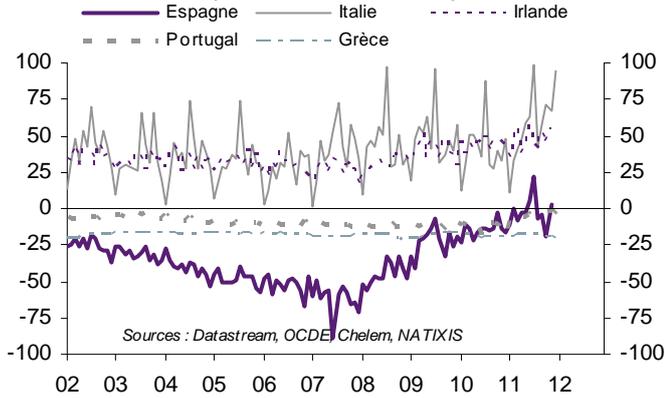
Graphique 6a

Balance commerciale des biens (en Mds d'euros, annualisée)



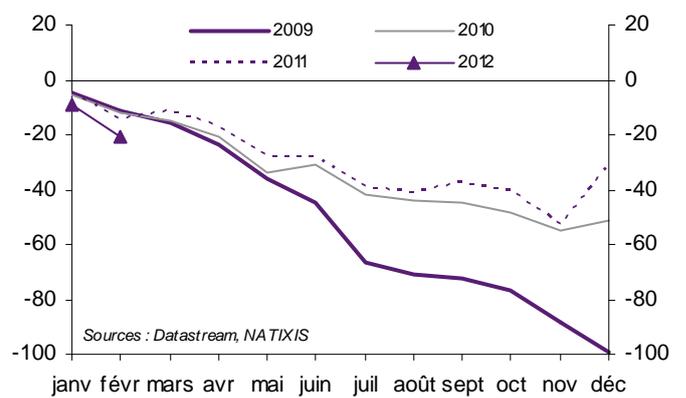
Graphique 6b

Balance commerciale en biens manufacturés (en Mds € annualisée)



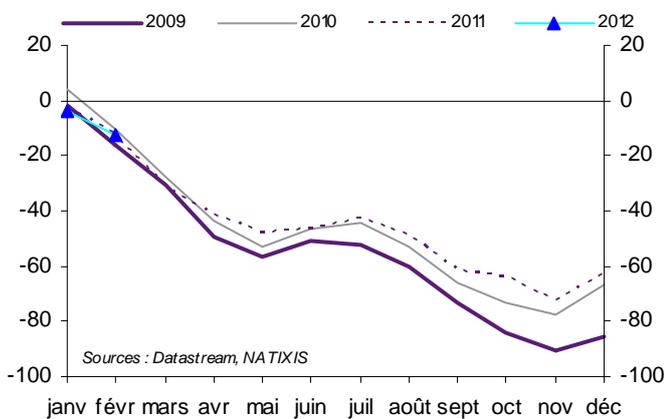
Graphique 7a

Espagne : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



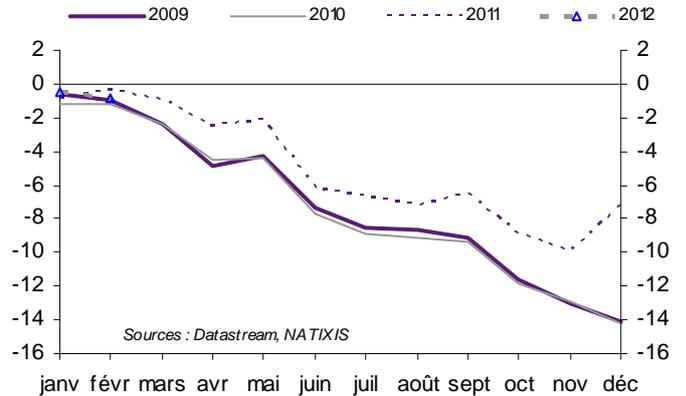
Graphique 7b

Italie : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



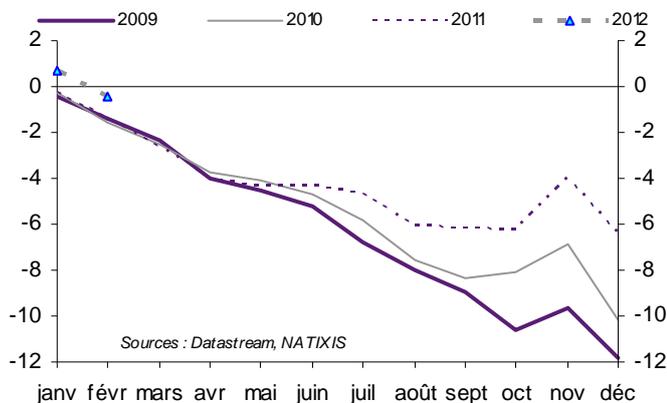
Graphique 7c

Portugal : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



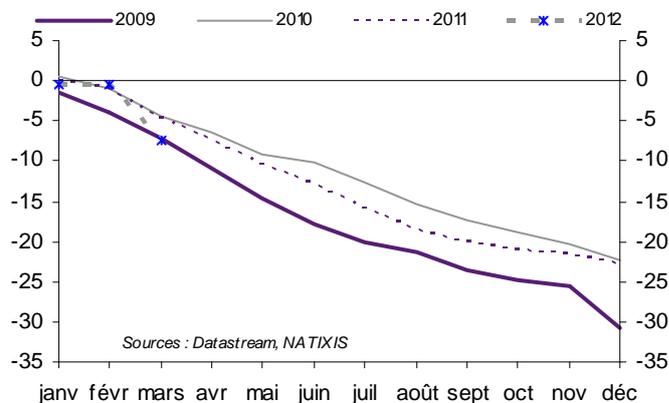
Graphique 7d

Irlande : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



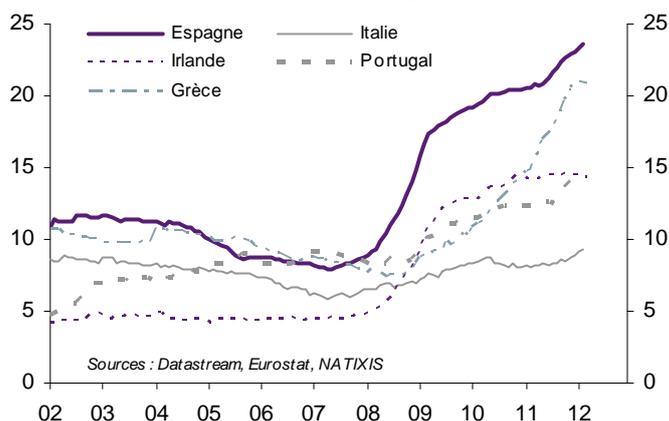
Graphique 7e

Grèce : déficit public cumulé (en Mds d'euros)

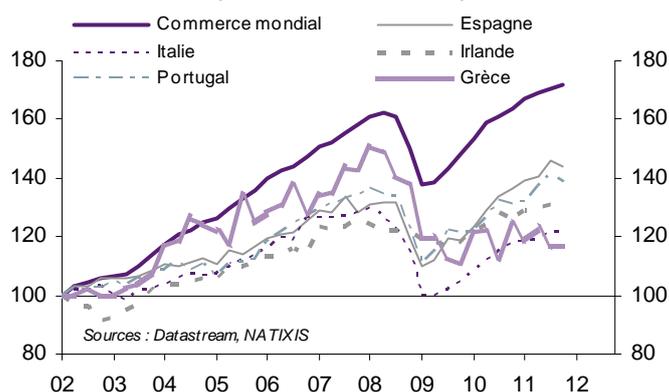


- mais l'Espagne et la Grèce sont en grande difficulté : ces pays ont une industrie de très petite taille (graphiques 5a/b plus haut), l'Espagne a un secteur de la construction surdimensionné (graphique 5c plus haut). Le recul de l'activité et la hausse du chômage (graphique 8) rendent impossible l'amélioration des finances publiques (graphiques 7a et 7e plus haut), l'amélioration des exportations (graphique 9) en Espagne ne suffit pas à améliorer la balance commerciale avec la faible taille des exportations et de l'industrie. Les exportations de la Grèce reculent.

On ne voit donc pas de signe clair que même gagner du temps grâce aux interventions de la BCE permette d'améliorer la situation de l'Espagne et de la Grèce.

Graphique 8  
Taux de chômage

**Synthèse : la BCE permet de gagner du temps ; mais ceci ne sert à rien aux pays où la baisse nécessaire du revenu sera insupportable**

Graphique 9  
Commerce mondial et exportations  
(volume, 100 en 2002:1)

Les interventions de la BCE pour empêcher une hausse excessive des taux d'intérêt évitent une crise financière grave et permettent aux pays de la zone euro de gagner du temps pour mener les politiques économiques leur permettant de réduire leurs déficits publics et de faire disparaître leurs déficits extérieurs.

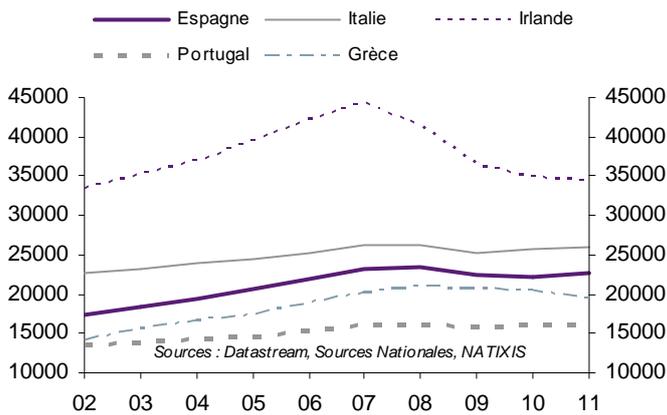
**Mais encore faut-il que les pays de la zone euro aient l'usage de ce temps gagné grâce à la BCE. Ceci a été le cas pour l'Irlande, va très probablement, être pour l'Italie et peut-être pour le Portugal.**

Mais les pays confrontés à une industrie de très petite taille, à un déficit public important, à une structure économique biaisée vers les secteurs non exportateurs et en déclin (construction), à un chômage déjà très élevé, ne peuvent pas profiter de ce gain de temps procuré par la BCE.

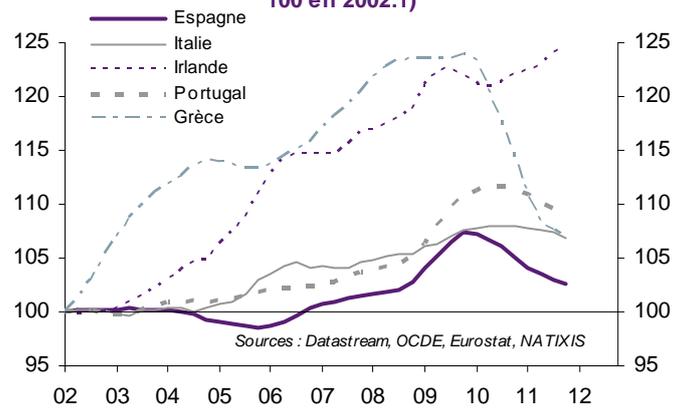
Les pays très industrialisés ont une seule solution pour faire disparaître leur déficit extérieur : réduire leur revenu par tête pour réduire les importations (graphiques 10a/b/c), ce qui se produit déjà en Irlande, en Grèce, au Portugal, en Espagne.

Ceci conduit, dans les pays où la baisse du revenu doit être forte pour faire disparaître le déficit extérieur, à une hausse insupportable du chômage (graphique 8 plus haut). Que la BCE gagne du temps par ses interventions sur les marchés obligataires n'y change rien.

**Graphique 10a**  
PIB par tête (en euros)



**Graphique 10b**  
 Salaire réel par tête (déflaté par le prix conso, 100 en 2002:1)



**Graphique 10c**  
 Importations en volume (100 en 2002:1)

