

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

26 juillet 2012 – N°520

Seule solution à court terme à la crise de la zone euro : des achats de dette spécialement émise par la BCE à un taux d'intérêt fixé par la BCE

Les économies de l'Espagne et de l'Italie vont s'effondrer en raison du niveau insupportable des taux d'intérêt à long terme.

Comment corriger les taux d'intérêt de ces pays ?

- *la réduction des déficits publics est impossible en raison de la faiblesse de l'activité ;*
- *la réduction des déficits extérieurs se heurte à la taille des intérêts payés sur la dette extérieure ;*
- *l'EFSF-ESM n'aura jamais des moyens suffisants ;*
- *des achats de dette par la BCE sur les marchés ont leur efficacité limitée parce qu'ils génèrent des ventes de la part des détenteurs de dettes ;*
- *des VLTRO ont une efficacité qui dépend de la volonté des banques d'acheter des dettes publiques.*

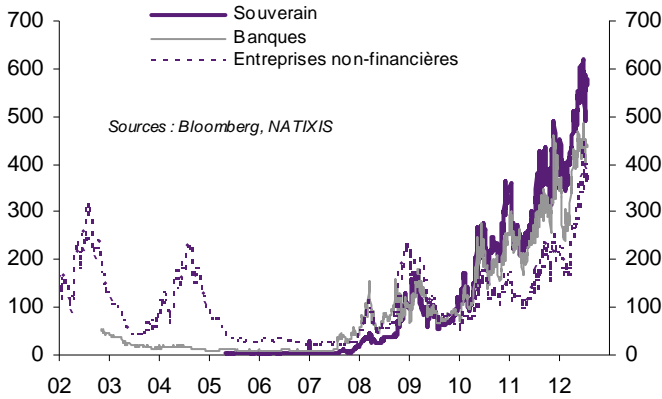
Il reste donc une solution : des achats par la BCE de dettes italienne et espagnole émises spécialement pour être achetées par la BCE, sans privilège par rapport aux dettes existantes, à un taux d'intérêt fixé par la BCE. Cette solution a beaucoup d'avantages, montant suffisant, absence de risque de ventes massives, contrôle de la prime de risque par la BCE en fonction des politiques de correction menées dans les deux pays.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

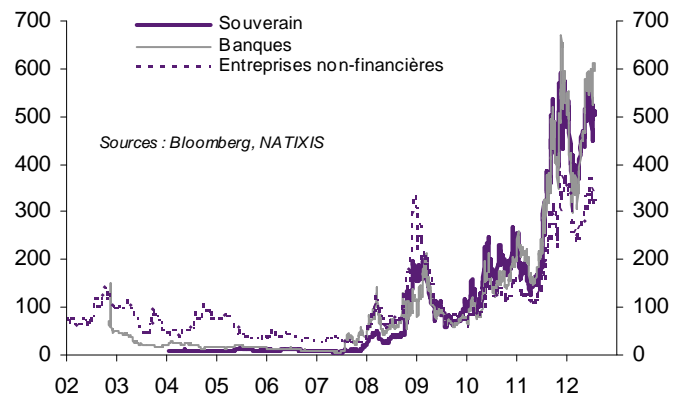
L'Espagne et l'Italie sont étouffées par les niveaux de taux d'intérêt

Il n'y a aucune chance que l'Espagne et l'Italie sortent de la crise tant que **les taux d'intérêt**, sur les dettes publiques et privées (**graphiques 1 a/b**) sont tellement élevés par rapport aux taux de croissance (**graphiques 2 a/b**) qu'ils étouffent l'économie.

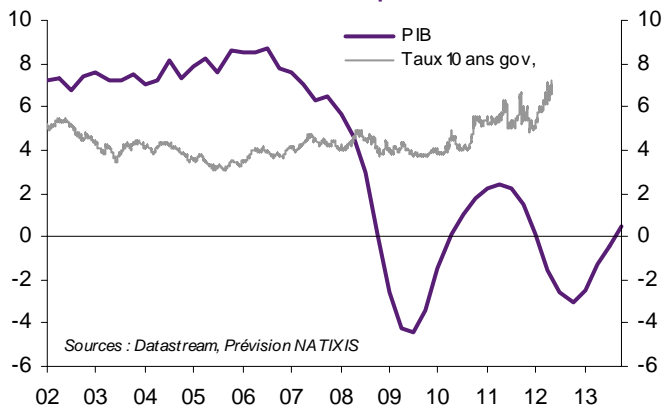
Graphique 1a
Espagne : CDS (5ans, pb)



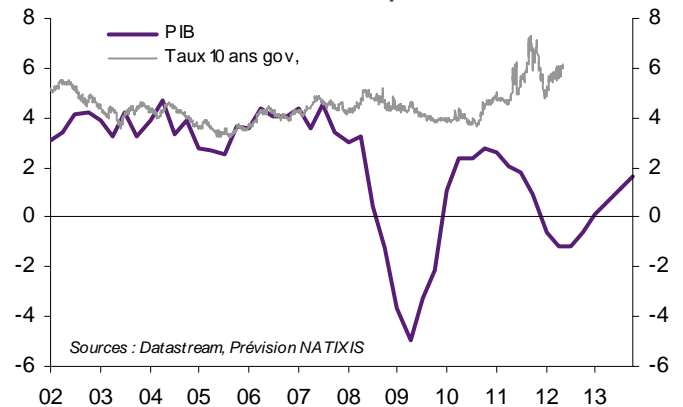
Graphique 1b
Italie : CDS (5ans, pb)



Graphique 2a
Espagne : PIB en valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

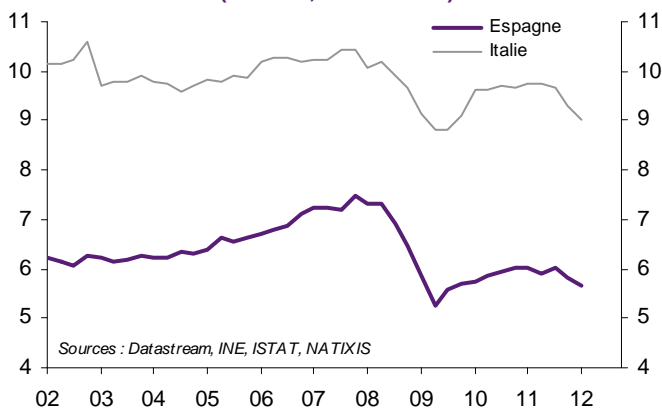


Graphique 2b
Italie : PIB en valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

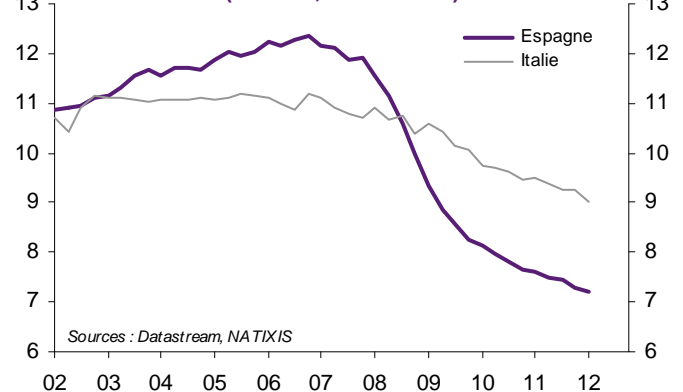


Le niveau anormalement élevé des taux d'intérêt à long terme déprime l'investissement (graphiques 3 a/b), fait reculer l'activité (graphique 3c), et il faut donc le corriger.

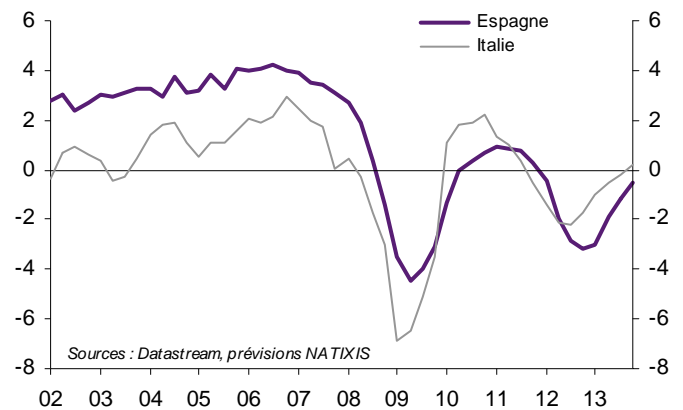
Graphique 3a
Investissement total des entreprises (volume, en % du PIB)



Graphique 3b
Investissement en logement des ménages (volume, en % du PIB)



Graphique 3c
Croissance du PIB (volume, GA en %)

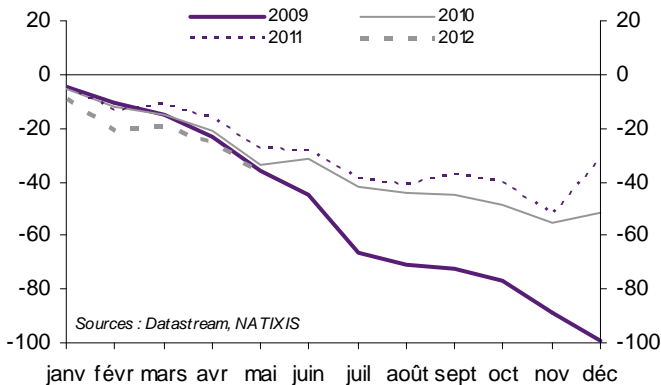


Quelles possibilités pour corriger les taux d'intérêt à long terme en Espagne et en Italie ?

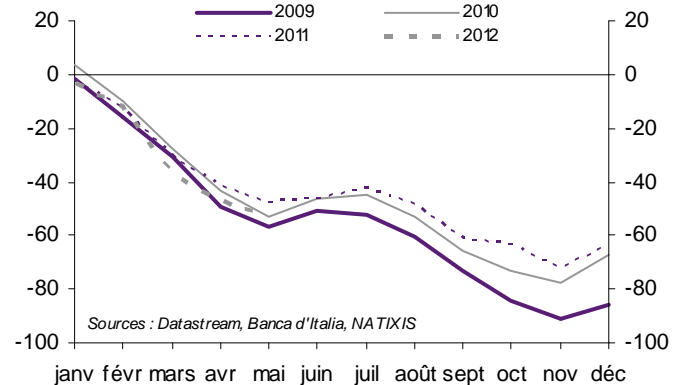
1 Réduction des déficits publics ?

Le point de départ de la hausse des taux d'intérêt à long terme est la hausse des primes de risque sur les dettes souveraines, et il peut paraître normal **d'utiliser la réduction des déficits publics comme technique privilégiée pour faire baisser les taux d'intérêt. C'est d'ailleurs la technique choisie par l'Europe, mais elle se heurte à une grave difficulté** : la baisse de l'activité réelle (graphique 3c plus haut) conduit, malgré les programmes de rigueur budgétaire, en réalité à une hausse des déficits publics (graphiques 4 a/b). **Cette technique a donc prouvé son inefficacité.**

Graphique 4a
Espagne : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



Graphique 4b
Italie : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



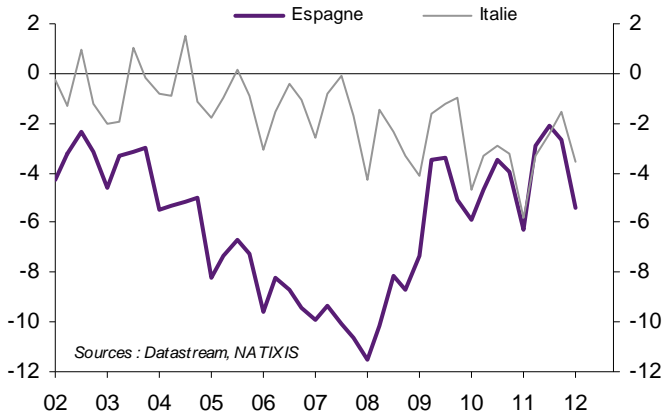
2 Réduction des déficits extérieurs

Si l'Espagne et l'Italie n'avaient pas de déficit de leur balance courante (graphique 5), ces deux pays pourraient financer leurs déficits publics avec leur seule épargne domestique, et leurs taux d'intérêt à long terme seraient plus faibles.

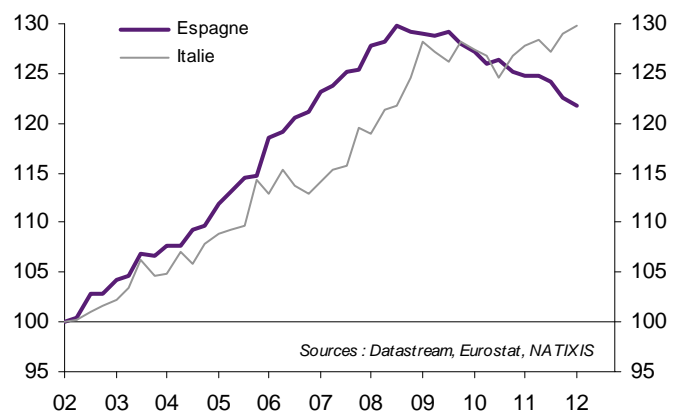
Mais malgré l'amélioration de la compétitivité-coût (graphique 6a) et malgré la baisse de la demande intérieure (graphique 6b), il subsiste en Espagne et en Italie des déficits extérieurs importants (graphique 5 plus haut).

Il faut voir que, avec la taille énorme de leurs dettes extérieures brutes (graphique 7a) ces deux pays payent d'importants intérêts au Reste du Monde (graphiques 7 b/c), ce qui rend très difficile la correction du déficit de la balance courante malgré la compression des coûts salariaux et de la demande.

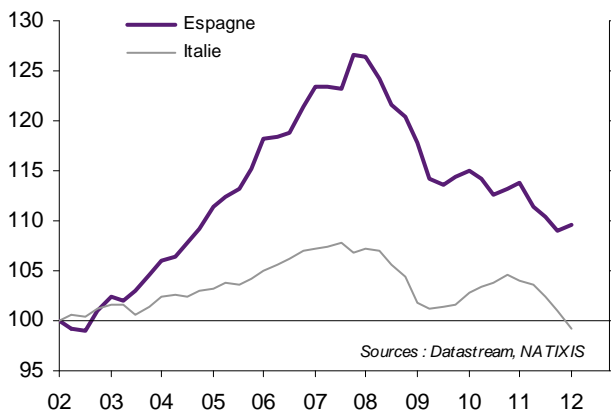
Graphique 5
Balance courante (valeur, en % du PIB)



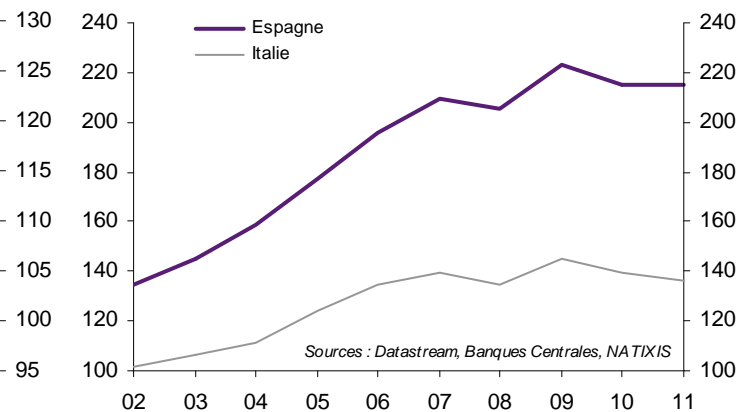
Graphique 6a
Coût salarial unitaire (100 en 2002:1)



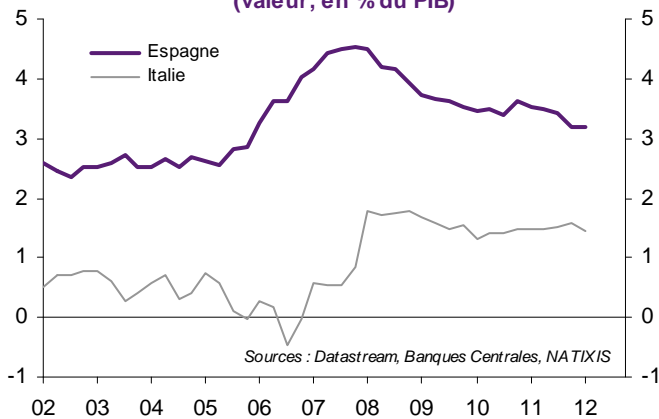
Graphique 6b
Demande intérieure (volume, 100 en 2002:1)



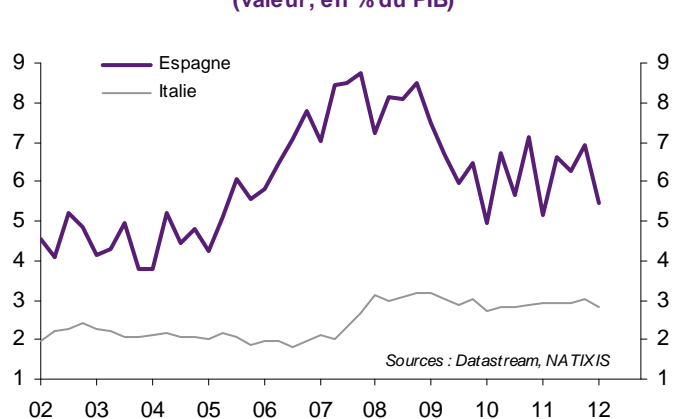
Graphique 7a
Dettes extérieures brutes (en % du PIB)



Graphique 7b
Intérêts nets payés au reste du Monde
(valeur, en % du PIB)



Graphique 7c
Intérêts bruts payés au Reste du Monde
(valeur, en % du PIB)



3 Achats de dettes publiques par l'EFSF-ESM

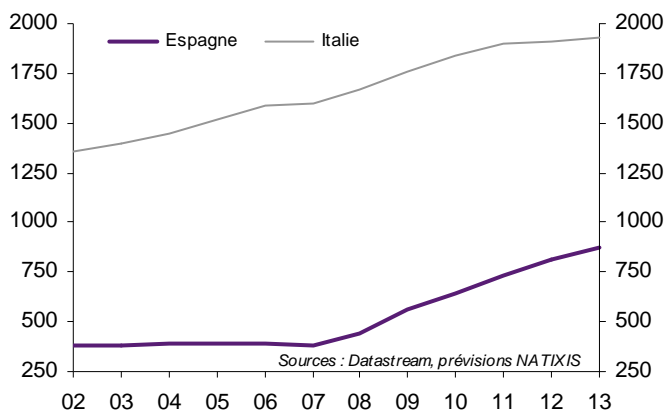
En principe, d'après les décisions des dirigeants européens, c'est l'EFSF-ESM qui doit acheter les dettes publiques des pays en difficulté pour en régulariser les taux d'intérêt à long terme.

Mais compte tenu de la taille des dettes publiques (graphique 8) et compte tenu des autres engagements de l'EFSF-ESM (prêts au Portugal, à la Grèce, recapitalisation des banques espagnoles) il paraît clair que ce fonds n'aura jamais les ressources nécessaires pour faire baisser visiblement les taux d'intérêt sur la dette de l'Espagne ou de l'Italie.

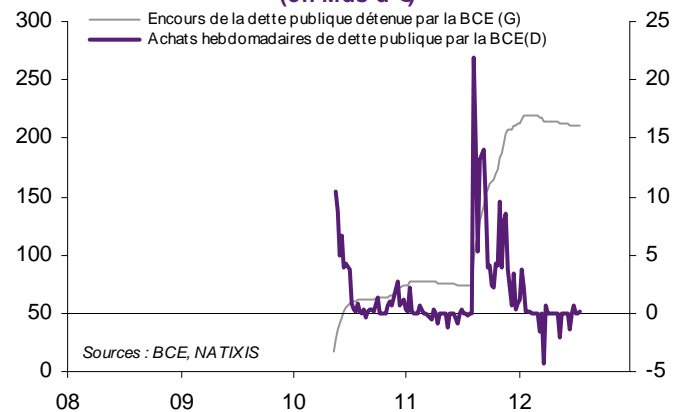
4 Achats de dettes publiques sur les marchés par la BCE

On peut aussi penser à réouvrir le programme d'achat de dettes publiques sur les marchés secondaires par la BCE (SMP, graphique 9). Mais la difficulté avec ce programme est que si la BCE achète des dettes de ces pays sur les marchés, elle peut provoquer un énorme mouvement de vente de la part des détenteurs de ces dettes, attirés par des prix plus élevés, donc elle peut être amenée à acheter des quantités énormes de dettes pour obtenir un effet significatif sur les taux d'intérêt.

Graphique 8
Dette publique (en Mds d'euros)



Graphique 9
BCE : achats et encours de dette publique (en Mds d'€)



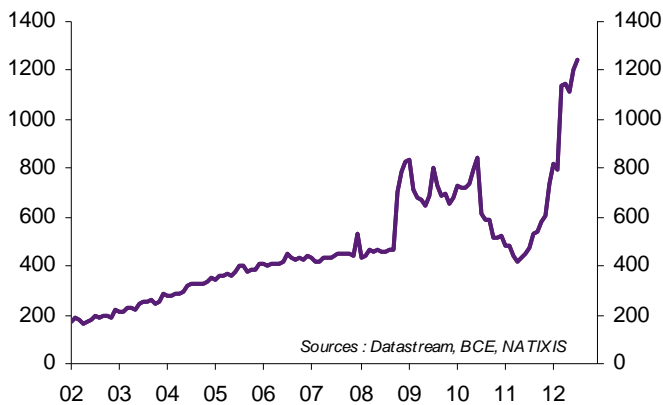
5 Nouveaux VLTRO

Les VLTRO (repos à 3 ans de la BCE) avaient provoqué à la fin de 2011 et au début de 2012 des achats de dettes publiques par les banques espagnoles et italiennes et une baisse des taux d'intérêt à long terme (graphiques 10 a/b/c).

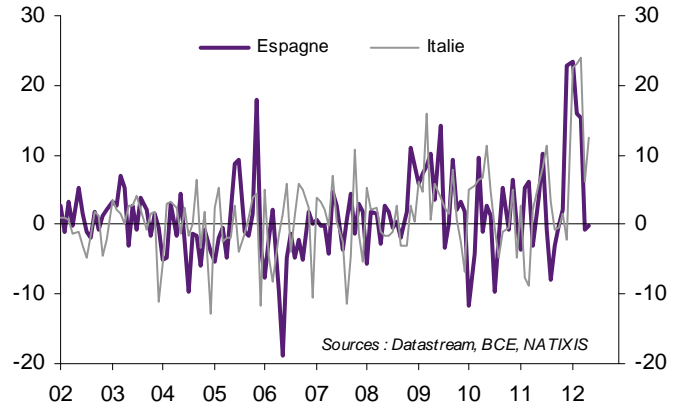
Mais de nouveaux VLTRO ne seraient efficaces que s'ils provoquent de nouveaux achats de dette publique nationale par les banques ce qui est loin d'être sûr :

- les banques détiennent déjà beaucoup de dettes publiques, et ces portefeuilles feront l'objet de stress-tests ;
- les banques voudraient décorrélérer le risque souverain et le risque bancaire.

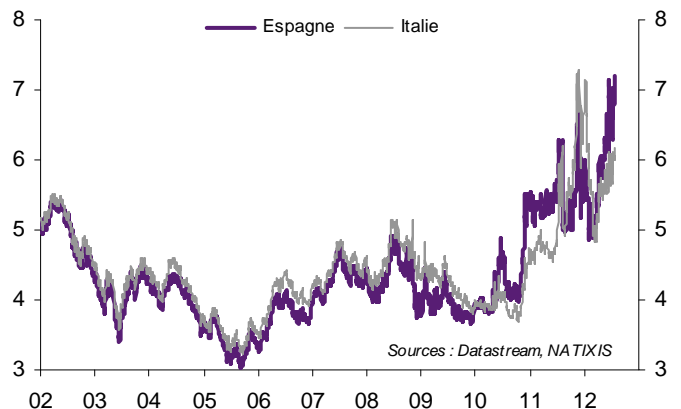
Graphique 10a
Zone euro : encours total de repos
(en Mds d'euros)



Graphique 10b
Achats de dettes publiques par les banques
(Mds d'euros)



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



Synthèse : la piste la plus efficace : des émissions de dettes publiques destinées à être achetées par la BCE et à un taux d'intérêt administré par la BCE

Il faut réduire les taux d'intérêt à long terme de l'Espagne et de l'Italie pour que ces pays aient une chance de sortir de la crise.

Mais :

- la réduction des déficits publics est compromise par le recul de l'activité ;
- la réduction des déficits extérieurs est compromise par la taille des intérêts sur les dettes extérieures ;
- l'EFSF-ESM n'a pas les ressources nécessaires ;
- les achats sur les marchés par la BCE peuvent provoquer un fort flux vendeur ;
- les banques n'utiliseraient pas nécessairement d'autres VLTRO pour acheter des dettes publiques.

Il reste alors une seule solution : des émissions par l'Espagne et l'Italie de dette spécifique destinée à être achetée par la BCE, qui ne soit pas privilégiée par rapport aux dettes existantes, et dont les taux d'intérêt soient fixés par la BCE. Les avantages seraient nombreux :

- montant potentiellement illimité ;
- pas de flux vendeur à absorber ;
- pas d'aléa de moralité puisque la prime de risque serait fixée par la BCE en fonction des « efforts » faits par les pays ;
- réduction du poids des intérêts sur la dette pour l'Espagne et l'Italie.