

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

27 juillet 2012 – N°525

Que se passerait-il si la BCE prenait sur son bilan une grande partie des dettes publiques des pays de la zone euro en difficulté ?

Il apparaît des pressions de plus en plus fortes pour que la BCE prenne sur son bilan, directement ou indirectement par l'ESM, des montants très importants des dettes des pays en difficulté (Espagne et Italie). Supposons qu'elle le fasse, avec un objectif clair de réduction importante des taux d'intérêt à long terme de ces pays.

La crise de la zone euro serait-elle terminée ? Ce serait le cas si cette intervention de la BCE d'une part rétablissait la solvabilité budgétaire et extérieure des pays en difficulté, d'autre part permettait que la croissance revienne dans ces pays.

Nous montrons que ces objectifs seraient assez largement atteints en Italie, mais pas en Espagne : une intervention massive de la BCE sur les marchés des dettes publiques ne sortirait pas l'Espagne de la crise.

RECHERCHE ECONOMIQUE

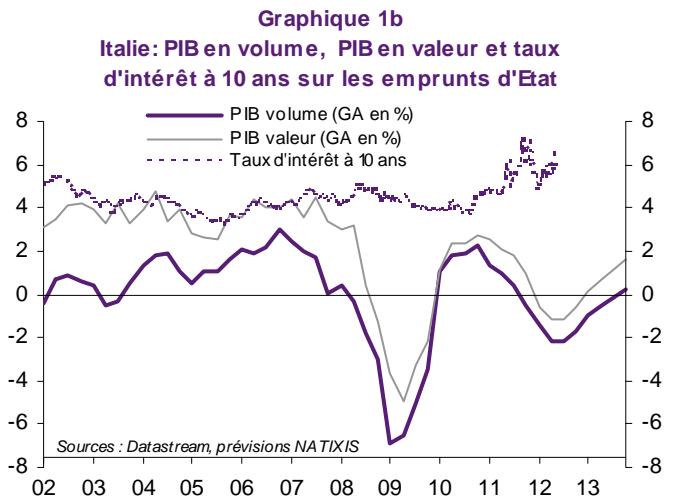
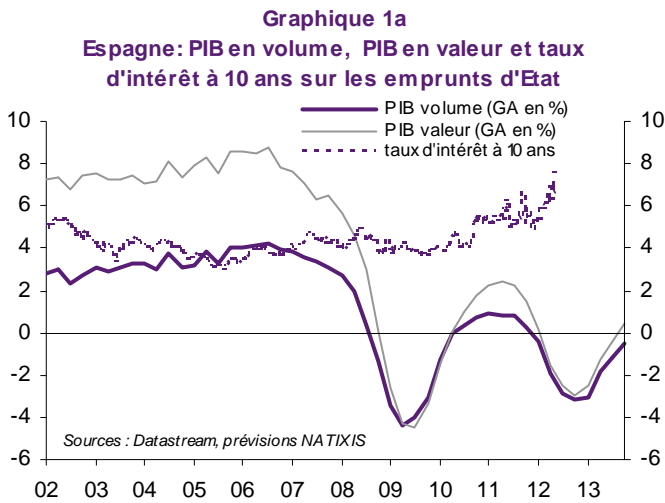
Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Pressions fortes sur la BCE

Le niveau très élevé des taux d'intérêt à long terme en Espagne et en Italie étouffe l'économie de ces pays compte tenu de leurs perspectives de croissance (graphiques 1a-1b).



Il apparaît de ce fait de **fortes pressions pour que la BCE achète**, directement ou indirectement (en transformant l'ESM en banque avec financement de la BCE, **des quantités importantes des dettes publiques de ces pays pour faire baisser fortement les taux d'intérêt à long terme de ces pays**. Supposons que la BCE accepte de le faire, ce que suggèrent certaines déclarations récentes ; la crise de la zone euro serait-elle finie ?

Achats massifs de dettes publiques par la BCE : la crise de la zone euro serait-elle finie ?

Pour que des achats massifs de dettes publiques par la BCE fassent sortir la zone euro de la crise, il faudrait que la baisse induite des taux d'intérêt :

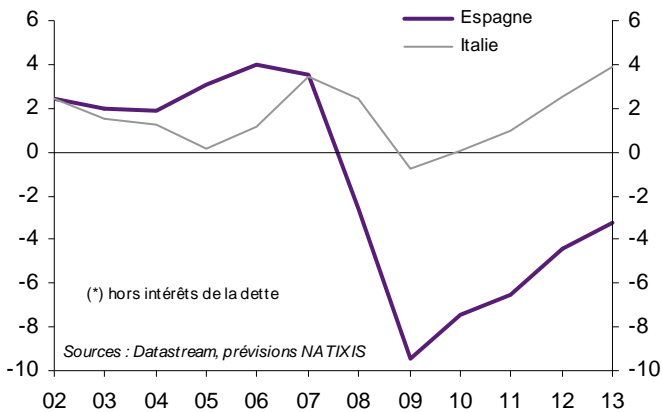
- rétablisse la solvabilité budgétaire ;
- rétablisse la solvabilité extérieure ;
- ramène une croissance acceptable.

1 Solvabilité budgétaire

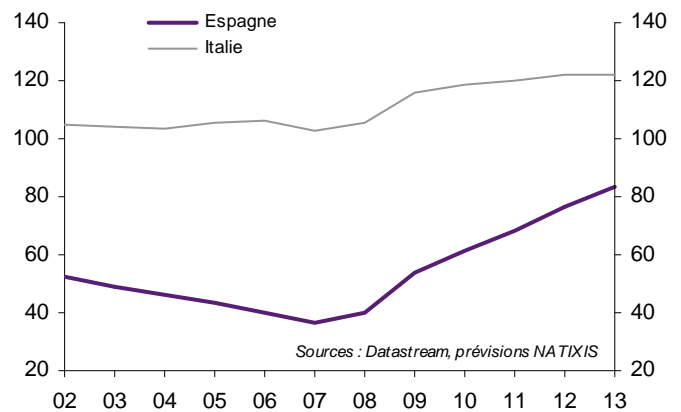
La solvabilité budgétaire est assurée si l'excédent budgétaire primaire (**graphique 2a**) est supérieur au produit de la dette publique (**graphique 2b**) par l'écart entre le taux d'intérêt à long terme (**graphique 2c**) et la croissance tendancielle en valeur (**graphique 2d**).

Avec un taux d'intérêt à long terme voisin de la moyenne de la zone euro (**graphique 2c**), il faudrait un excédent primaire de 4,2 points du PIB en Italie et 2,8 points du PIB en Espagne pour assurer la solvabilité budgétaire : l'Italie serait budgétairement solvable en 2013, mais pas du tout l'Espagne (**graphique 2a**).

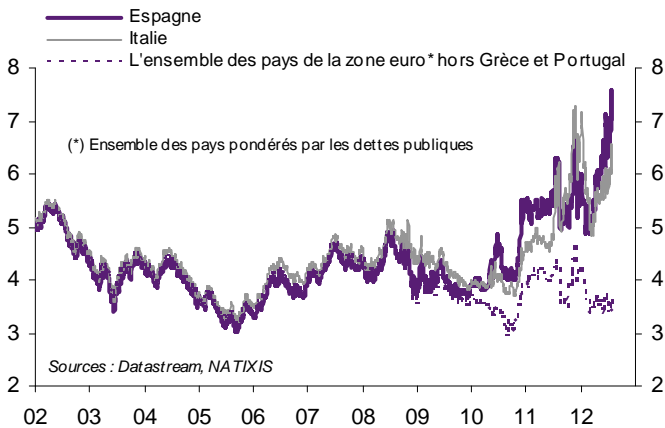
Graphique 2a
Solde public primaire* (en % du PIB valeur)



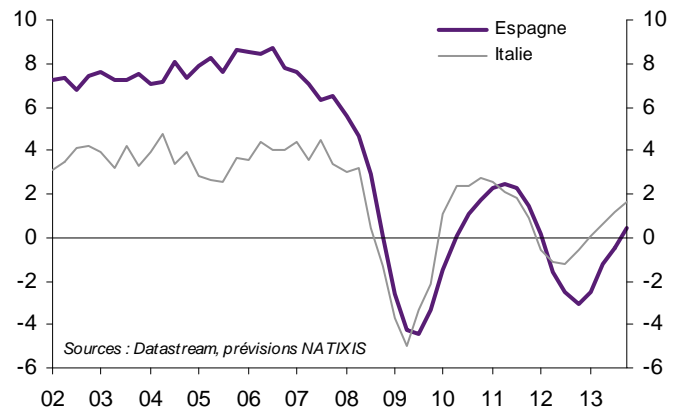
Graphique 2b
Dettes publiques (en % du PIB valeur)



Graphique 2c
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État



Graphique 2d
PIB en valeur (GA en %)



2 Solvabilité extérieure

La solvabilité extérieure est assurée si l'excédent primaire (hors intérêts sur la dette extérieure, **graphiques 3a-3b-3c**) de la balance courante est supérieur au produit de la dette extérieure par l'écart entre le taux d'intérêt à long terme (graphique 2c plus haut) et la croissance en valeur (graphique 2d plus haut).

Avec un taux d'intérêt à long terme voisin de la moyenne de la zone euro (graphique 2c plus haut), il faudrait un excédent courant primaire de 0,8 point de PIB en Italie (contre un déficit de 1,8 point aujourd'hui) et de 3,1 points de PIB en Espagne (contre un déficit de 2,5 points de PIB aujourd'hui).

La solvabilité externe ne serait pas assurée en Italie et serait très loin d'être assurée en Espagne.

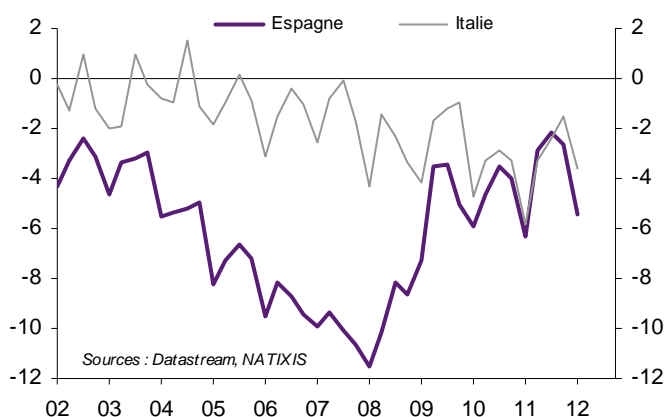
3 Croissance

Les perspectives de croissance sont dramatiques pour l'Espagne et pour l'Italie (graphique 4a). La baisse des taux d'intérêt à long terme aurait un effet significatif positif sur la croissance si le recul de l'activité était largement lié au niveau élevé des taux d'intérêt à long terme.

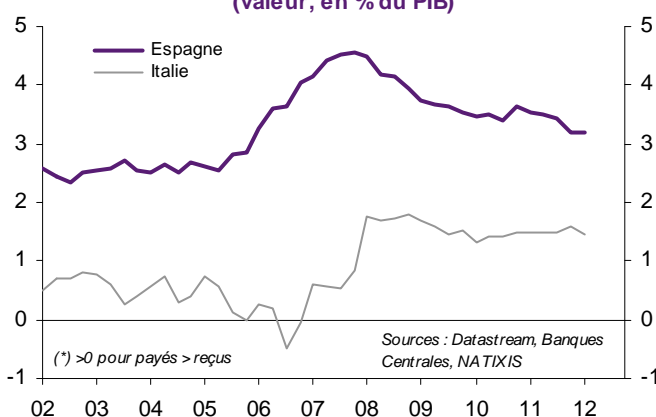
Ceci est le cas si le recul de l'activité vient surtout du recul de l'investissement, et pas d'une autre cause : pertes d'emplois dues à l'explosion de la bulle immobilière, désendettement.

Le recul de l'investissement est nettement plus violent en Espagne qu'en Italie (graphiques 4b-4c), alors que la consommation recule dans les deux pays (graphique 4g) ; mais on peut attribuer à l'effondrement du secteur de la construction (graphique 4d) et au besoin de désendettement, présent en Espagne et non en Italie (graphiques 4e-4f), le fort recul de l'investissement en Espagne ; réduire les taux d'intérêt ne suffirait pas à faire repartir la croissance en Espagne, y aiderait en Italie.

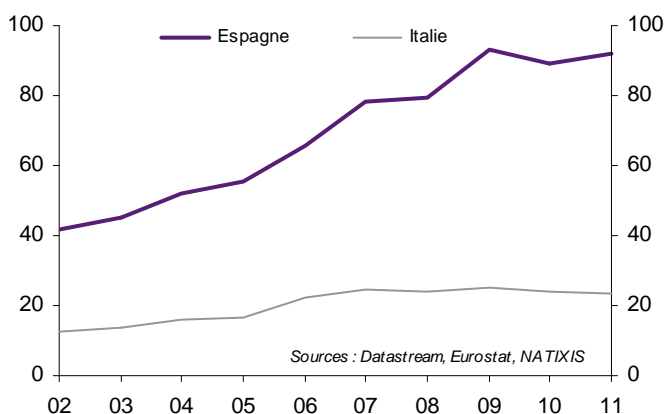
Graphique 3a
Balance courante (en % du PIB)



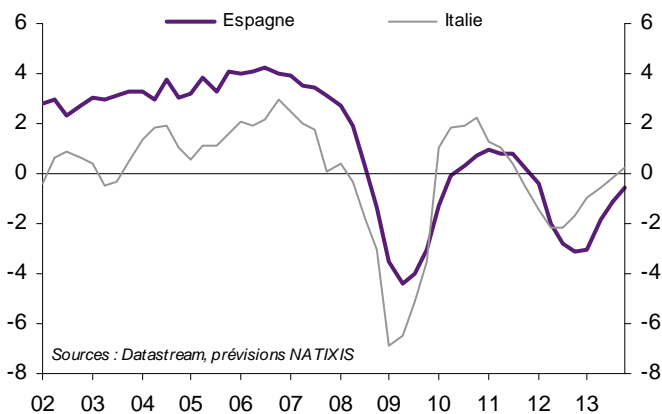
Graphique 3b
Intérêts nets* payés sur la dette extérieure
(valeur, en % du PIB)



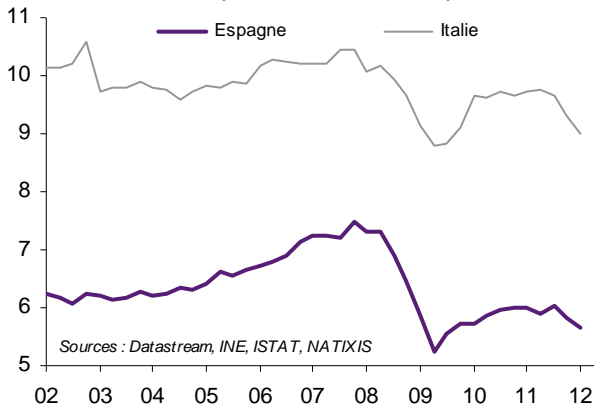
Graphique 3c
Dette extérieure nette (en % du PIB)



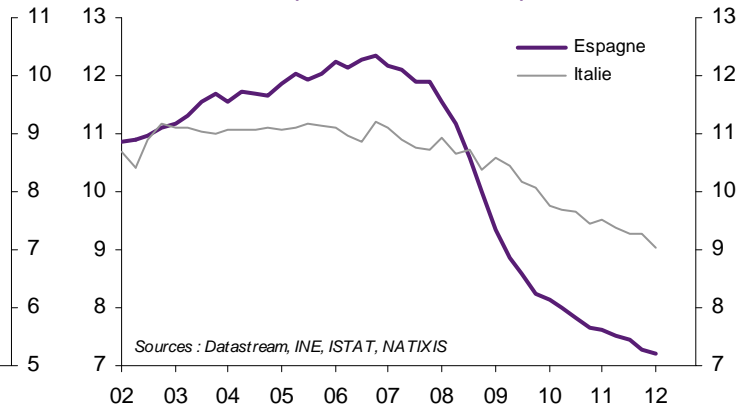
Graphique 4a
Croissance du PIB en volume (GA en %)



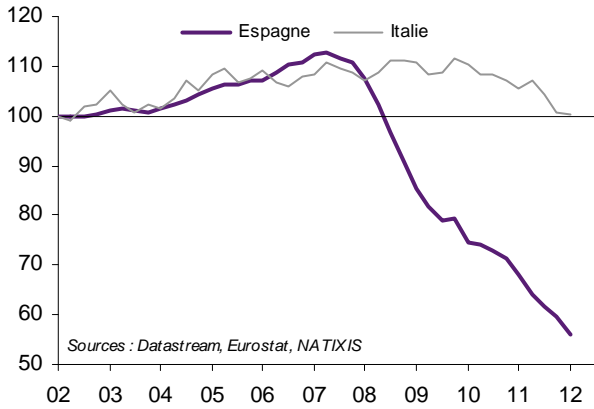
Graphique 4b
Investissement total des entreprises
(volume, en % du PIB)



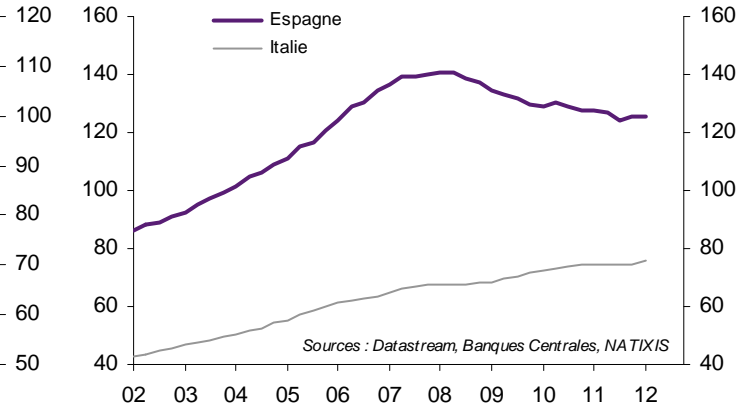
Graphique 4c
Investissement en logement des ménages
(volume, en % du PIB)



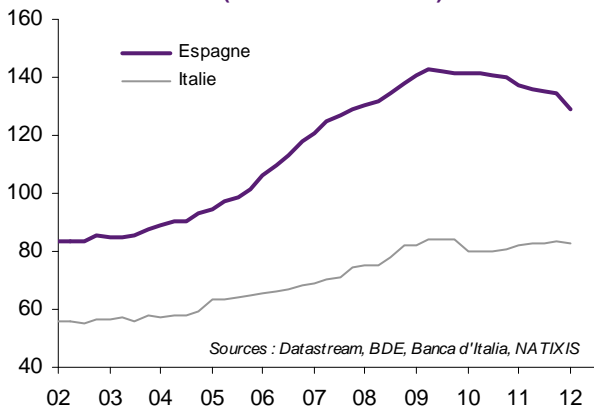
Graphique 4d
Emploi dans la construction
(en % du total, 100 en 2002:1)



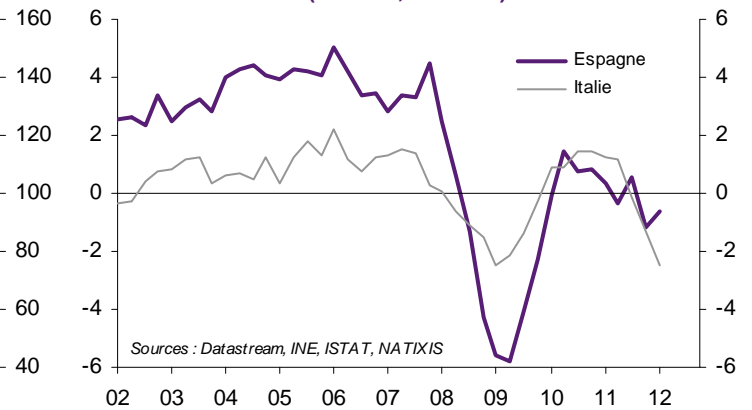
Graphique 4e
Dette des ménages (en % du RDB)



Graphique 4f
Dette totale des entreprises
(en % du PIB valeur)



Graphique 4g
Consommation des ménages
(volume, GA en %)



Synthèse : des achats massifs de dette publique espagnole et italienne par la BCE arrêteraient-ils la crise de la zone euro ?

Ces achats massifs de dette publique par la BCE, entraînant une forte baisse des taux d'intérêt à long terme en Espagne et en Italie :

- rétabliraient la solvabilité budgétaire en Italie mais pas en Espagne ;
- ne rétabliraient la solvabilité extérieure dans aucun des deux pays, mais avec un problème nettement plus grave en Espagne qu'en Italie ;
- feraient repartir la croissance en Italie mais pas en Espagne où le recul de l'activité ne vient pas pour l'essentiel des taux d'intérêt.

Une intervention massive de la BCE sur les marchés des dettes publiques serait donc décisive pour l'Italie, beaucoup moins pour l'Espagne.