

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

11 avril 2016 – N° 380

### **Des Eurobonds seraient nettement supérieurs au Quantitative Easing dans la zone euro**

*Le Quantitative Easing et les autres actions de la BCE ont permis de faire converger les taux d'intérêt entre les différents pays de la zone euro, de faire disparaître le risque de crise des dettes souveraines. Ceci a été obtenu au prix d'une liquidité excessive, d'une forte variabilité induite des prix des actifs financiers, de l'apparition d'une bulle obligataire. Surtout, le Quantitative Easing n'a pas restauré la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, d'où l'allocation inefficace de l'épargne, la dépression de l'investissement.*

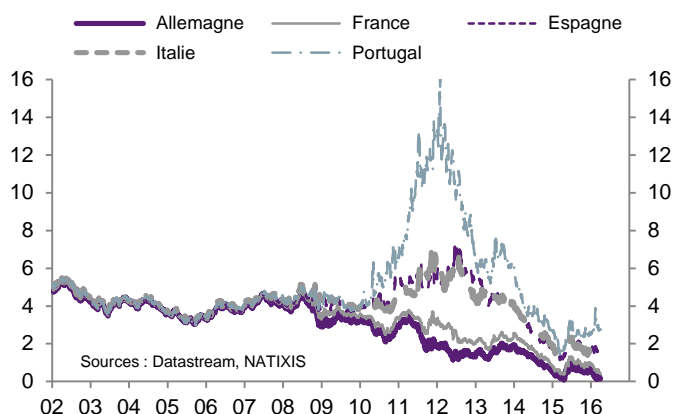
*Puisque prise globalement la zone euro est budgétairement solvable, des Eurobonds seraient attrayants pour les investisseurs. Leur existence permettrait de canaliser l'épargne des pays à excédent d'épargne domestique (Allemagne, Pays-Bas) vers les pays à déficit d'investissement, donc de stimuler l'investissement et les gains de productivité dans la zone euro sans faire apparaître l'instabilité financière due au Quantitative Easing. Malheureusement, la création des Eurobonds n'est pas à l'ordre du jour.*

Rédacteur :  
**Patrick ARTUS**

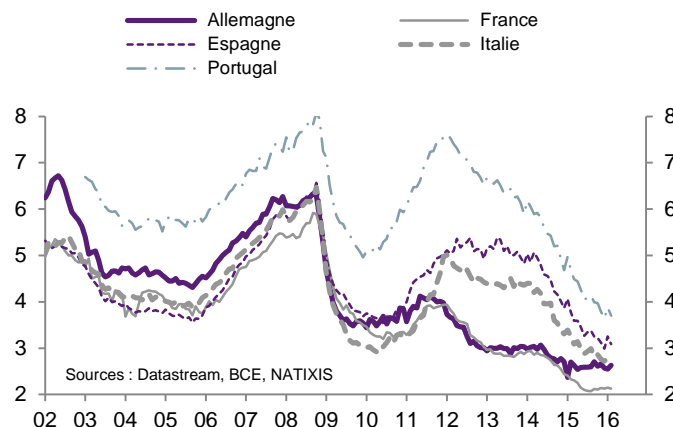
## Les apports et les échecs du Quantitative Easing

**Le Quantitative Easing** (et les autres actions de la BCE : repos à long terme, possibilité d'utiliser l'OMT) a permis de rapprocher les taux d'intérêt, aussi bien sur les dettes publiques que privées, entre les pays de la zone euro (graphiques 1a/1b/1c). Ceci a restauré la solvabilité des emprunteurs publics et privés, a fait disparaître le risque d'une nouvelle crise des dettes souveraines.

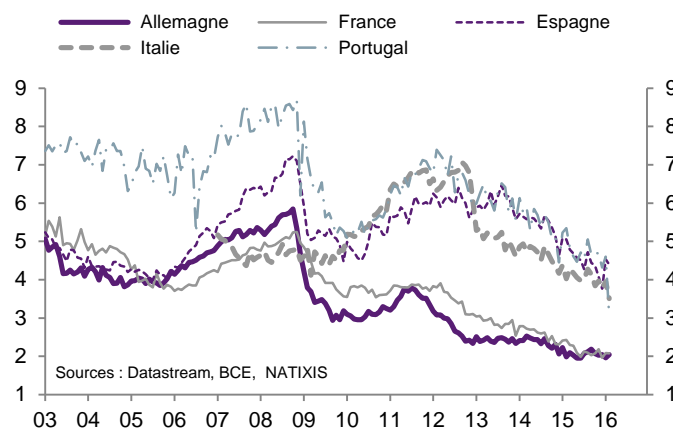
**Graphique 1a**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts  
(en %)



**Graphique 1b**  
Taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe aux entreprises (en %)



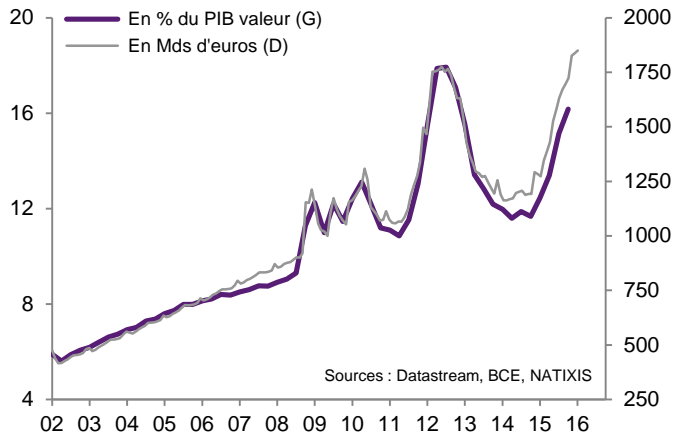
**Graphique 1c**  
Taux d'intérêt des crédits à taux fixe aux ménages  
(en %)



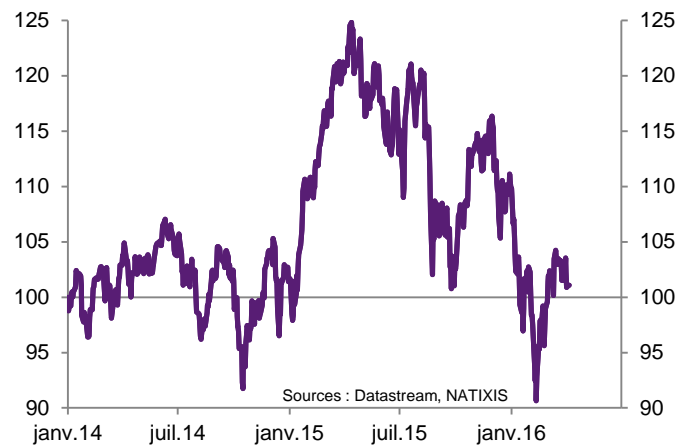
**Mais le Quantitative Easing est aussi un échec pour deux raisons :**

- **l'excès de liquidité (graphique 2a) a fait apparaître, surtout à partir de la fin de 2014, une très forte volatilité des prix des actifs financiers (graphiques 2b/2c), associée à la présence d'une bulle obligataire (graphique 2d) nécessitant la poursuite indéfinie de la politique monétaire très expansionniste si l'explosion de la bulle veut être évitée ;**

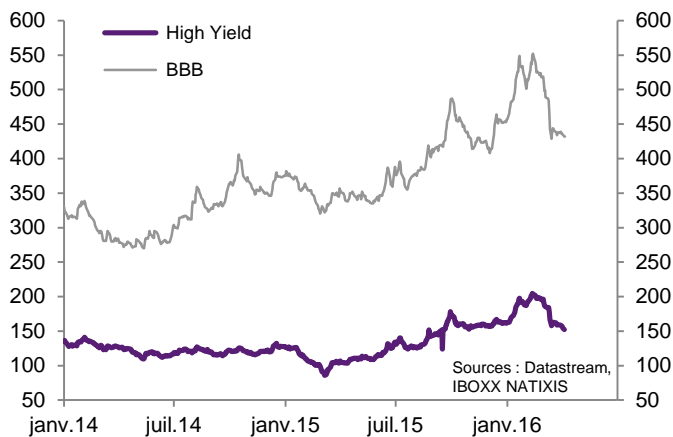
**Graphique 2a**  
Zone euro : base monétaire



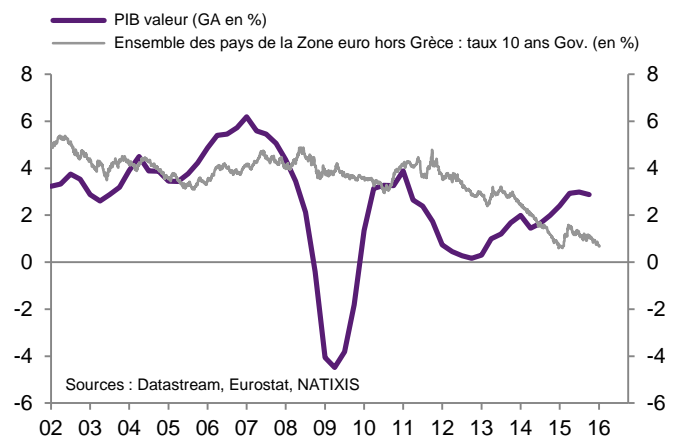
**Graphique 2b**  
Indice boursier : Eurostoxx (100 en 2014:1)



**Graphique 2c**  
Zone euro : spread de crédit (asset swaps, en pb)

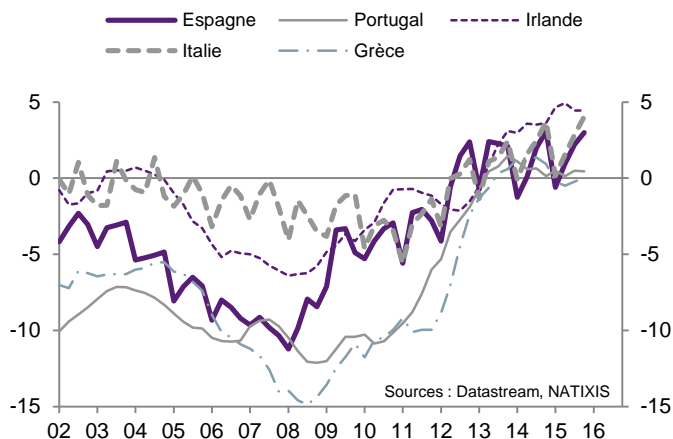


**Graphique 2d**  
Zone euro : PIB valeur et taux d'intrêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



- malgré les achats de dettes de tous les pays par la BCE, **le Quantitative Easing n'a pas rétabli la mobilité du capital entre les pays de la zone euro**, comme le montrent la nécessité pour les pays périphériques de conserver une balance courante équilibrée ou excédentaire (**graphique 3a**), le niveau élevé des positions Target 2 (**graphique 3b**), le fait que les banques des pays de la zone euro détiennent essentiellement des dettes publiques de leur pays d'origine (**tableau 1**).

**Graphique 3a**  
Balance courante (en % du PIB valeur)



**Graphique 3b**  
Position Target 2 des Banques Centrales (en Mds d'€)

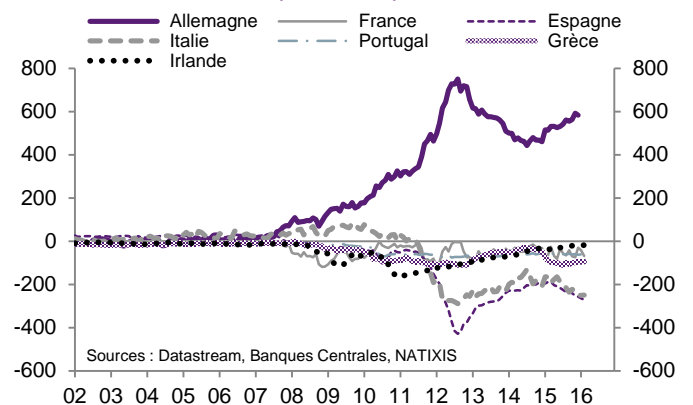


Tableau 1  
Stress test avec les données de juin 2015

Dettes souveraines détenues par les banques des pays de la zone euro (Mds d'€)

Banques -->	Autriche	Belgique	Chypre	Allemagne	Espagne	Finlande	France	Irlande
Pays								
Autriche	24,81	1,48	0,00	15,75	0,02	0,22	7,16	0,12
Belgique	0,50	48,51	0,08	6,50	0,35	0,11	28,25	0,39
Chypre	0,00	0,00	3,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,03	0,00	0,00
Finlande	0,45	0,07	0,00	3,07	0,03	0,84	3,02	0,09
France	2,32	6,88	0,49	18,32	2,49	0,16	234,25	1,03
Allemagne	1,53	17,04	0,05	336,25	0,02	1,87	18,06	0,31
Grèce	0,00	0,00	0,00	0,02	0,01	0,00	0,01	0,00
Irlande	0,34	1,10	0,03	1,82	0,18	0,00	2,52	17,80
Italie	1,11	19,42	0,02	27,38	25,65	0,00	35,76	1,33
Lettonie	0,03	0,10	0,00	0,26	0,00	0,00	0,01	0,00
Lituanie	0,02	0,20	0,00	0,36	0,00	0,02	0,09	0,00
Luxembourg	0,02	0,01	0,00	1,17	0,00	0,00	0,54	0,00
Malte	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	0,81	1,36	0,00	10,47	0,92	0,97	8,37	0,40
Portugal	0,02	2,05	0,00	3,50	9,70	0,00	2,57	0,15
Slovaquie	8,21	2,57	0,00	0,51	0,00	0,00	0,50	0,05
Slovénie	0,50	0,10	0,00	0,45	0,00	0,00	0,57	0,00
Espagne	0,63	2,47	0,00	16,92	238,66	0,00	11,30	1,43
Total (Banques)	41,3	103,4	3,7	442,7	278,0	4,2	353,0	23,1

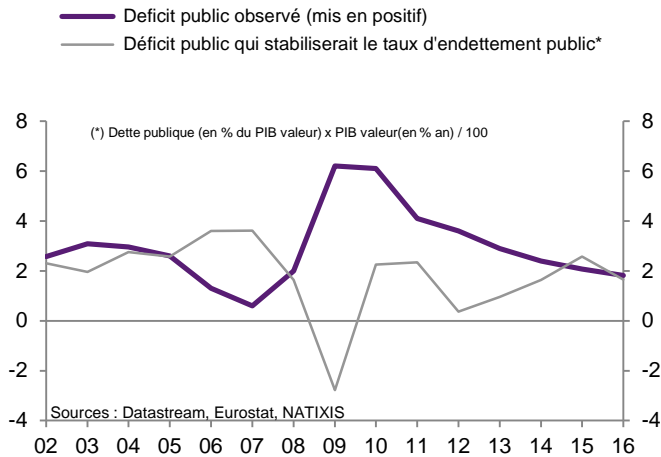
Banques -->	Italie	Luxembourg	Lettonie	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovénie
Pays							
Autriche	18,13	0,25	0,00	0,00	6,58	0,01	0,17
Belgique	2,77	1,40	0,00	0,01	20,07	0,02	0,14
Chypre	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,28	0,08	0,04	0,03	5,47	0,00	0,06
France	12,12	1,24	0,00	0,05	15,89	0,19	0,15
Allemagne	36,24	0,26	0,02	0,12	27,19	0,87	0,14
Grèce	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Irlande	0,24	0,39	0,00	0,01	0,13	0,00	0,01
Italie	246,27	1,17	0,00	0,01	5,12	0,70	0,01
Lettonie	0,05	0,00	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00
Lituanie	0,05	0,05	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Luxembourg	0,12	3,87	0,00	0,00	0,56	0,00	0,01
Malte	0,00	0,00	0,00	0,83	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	1,52	0,09	0,00	0,05	92,22	0,01	0,13
Portugal	0,18	0,13	0,00	0,00	0,00	17,10	0,00
Slovaquie	2,90	0,22	0,02	0,01	0,13	0,00	0,03
Slovénie	0,95	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	1,78
Espagne	19,54	0,44	0,00	0,01	1,76	0,24	0,00
Total (Banques)	341,4	9,6	0,3	1,1	175,1	19,1	2,6

Sources : European Banking Association

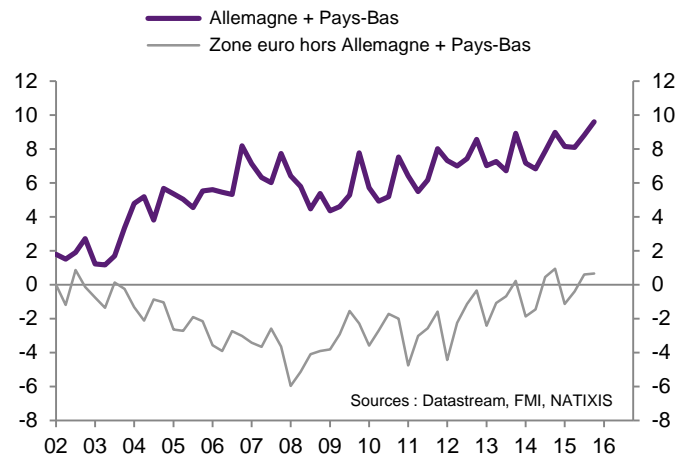
**L'existence d'Eurobonds aurait été de beaucoup préférable au Quantitative Easing**

**Des Eurobonds** (des obligations souveraines émises par la zone euro, conjointement par tous les pays de la zone euro) **d'abord n'auraient bien sûr généré ni excès de liquidité, ni bulle obligataire. La zone euro globalement est solvable budgétairement (graphique 4).** Ceci veut dire que les Eurobonds seraient des obligations attrayantes pour les investisseurs, capables de canaliser l'épargne des pays à excédent d'épargne domestique (Allemagne et Pays-Bas, graphique 5) vers le financement des investissements des entreprises ou des investissements publics dans le reste de la zone euro (graphiques 6a/6b).

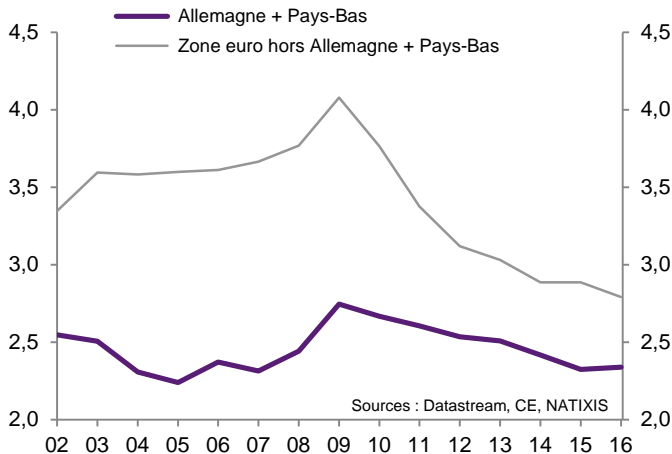
**Graphique 4**  
Zone euro : déficit public (en % du PIB valeur)



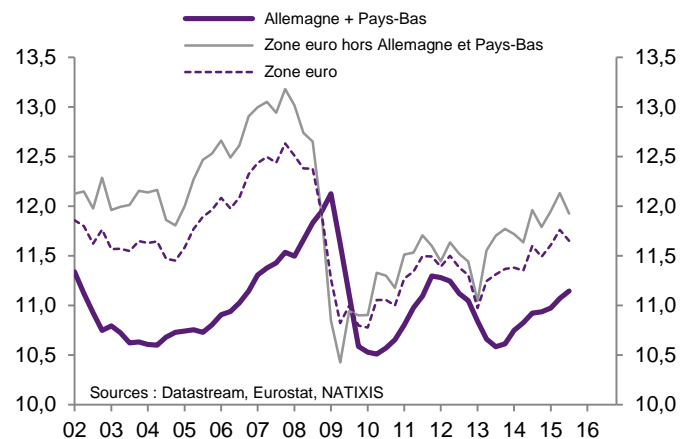
**Graphique 5**  
Balance courante (en % du PIB valeur)



**Graphique 6a**  
Investissement public (en % du PIB valeur)



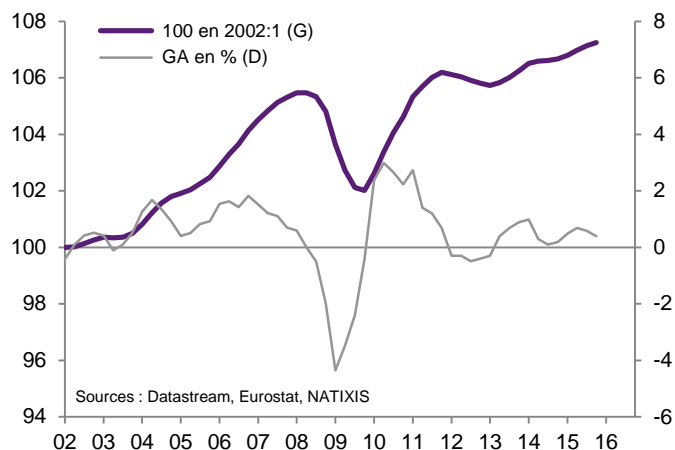
**Graphique 6b**  
Investissement total des entreprises non financières (volume, en % du PIB)



Ceci permettrait :

- **de réduire l'excédent d'épargne domestique de la zone euro prise dans son ensemble** (graphique 5 plus haut), si l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas finance des investissements dans le reste de la zone euro ;
- **de redresser l'investissement dans la zone euro (graphiques 6a/b)**, donc normalement de contribuer à redresser la productivité (graphique 7).

Graphique 7  
Zone euro : productivité par tête



**Si l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas est investi en Eurobonds qui financent des investissements dans le reste de la zone euro, la mobilité du capital entre les pays de la zone euro est bien rétablie.**

**Synthèse : hélas, il est très peu probable que des Eurobonds soient émis**

Le Quantitative Easing dans la zone euro a évité d'autres crises des dettes, mais au prix de l'instabilité financière, et sans rétablir la mobilité du capital entre les pays de la zone euro. L'absence de mobilité du capital réduit l'investissement, les gains de productivité, l'efficacité de l'utilisation de l'épargne. Des Eurobonds, au contraire, qui seraient perçus comme un investissement sûr, pourraient rétablir la mobilité du capital entre les pays de la zone euro en collectant l'excès d'épargne dans les pays où l'épargne domestique est trop importante, et en l'utilisant pour financer des investissements dans les autres pays de la zone euro.