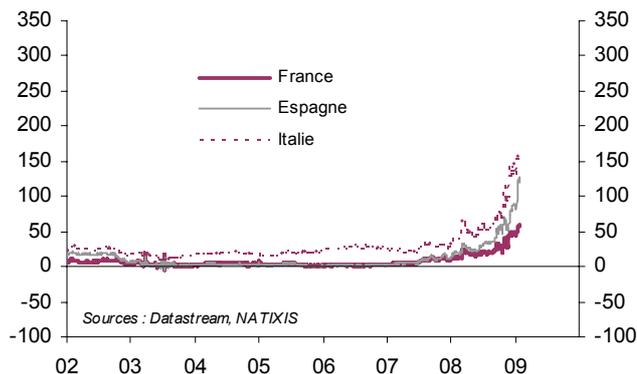


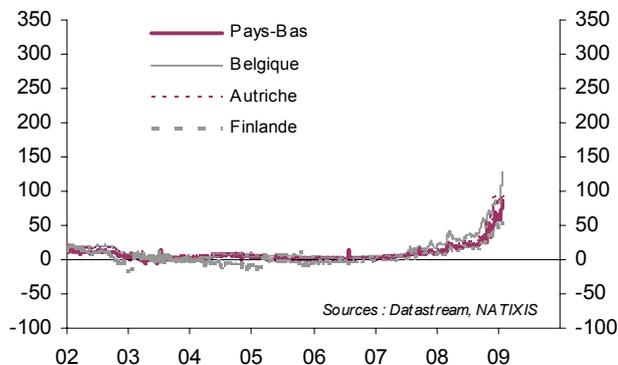
Écartement des spreads entre pays de la zone euro : identifier la cause pour savoir comment réagir

L'écartement des spreads de taux d'intérêt entre les pays (les émetteurs souverains) de la zone euro est impressionnant (graphiques 1a-b-c). Mais pour savoir si et comment les gouvernements et la BCE doivent réagir, il faut identifier la cause de l'écartement, pour chacun des pays concernés.

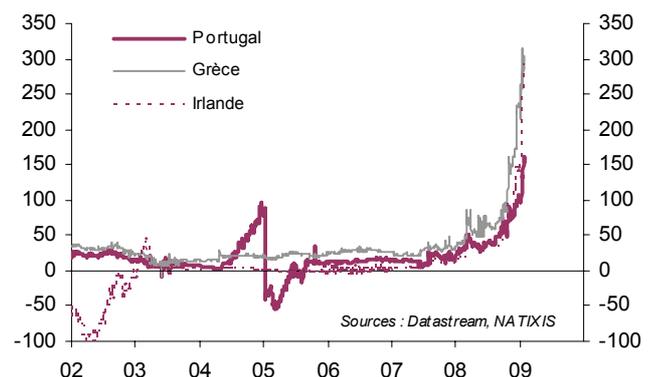
Graphique 1a
Spreads taux 10 ans GOV pays vs Allemagne
(en pb)



Graphique 1b
Spreads taux 10 ans GOV pays vs Allemagne
(en pb)



Graphique 1c
Spreads taux 10 ans GOV pays vs Allemagne
(en pb)



1- Problématique

- **S'il s'agit d'une réaction des marchés financiers au risque d'insolvabilité de l'émetteur, les gouvernements et la BCE ont le choix entre :**
 - **d'une manière ou d'une autre, venir à l'aide des pays en difficulté** (garanties croisées entre Etats, monétisation d'une partie de la dette par la BCE) pour éviter la contagion à l'ensemble des émetteurs de la zone et une perte de crédibilité de l'euro ;
 - **refuser de venir en aide aux pays en difficulté pour éviter de faire apparaître un aléa de moralité** qui pousserait certains pays à mener des politiques budgétaires déraisonnablement expansionnistes en sachant qu'ils seront ultérieurement secourus.
- **S'il s'agit d'une crise de liquidité sans fondement réel** (comme on l'a vu dans cette crise sur beaucoup de marchés financiers : crédit, ABS, interbancaire, covered bonds...), **alors il faut qu'il y ait une réaction** (achat par des investisseurs publics d'une partie des dettes publiques concernées pour en restaurer la liquidité, achats par la BCE). L'Europe ne

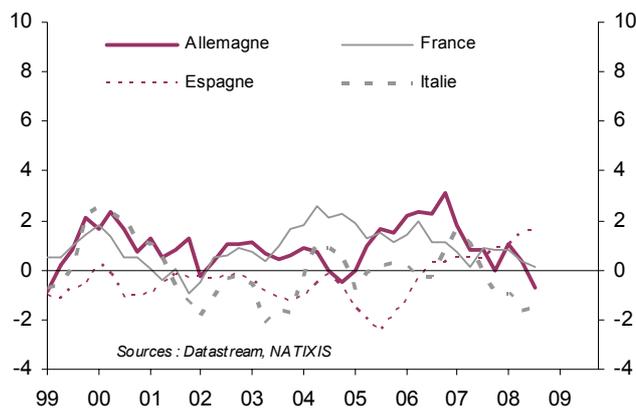
peut pas en effet laisser disparaître la liquidité sur le marché de sa dette publique sans conséquence grave sur la croissance (hausse généralisée des coûts de financement) et sur l'attractivité de l'euro.

2- Où y a-t-il risque d'insolvabilité de l'Etat ?

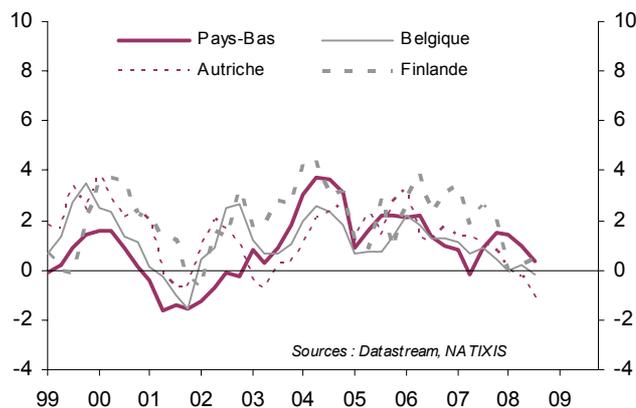
Un Etat de la zone euro présente un risque d'insolvabilité pour les marchés financiers probablement :

- si sa croissance potentielle après la crise est faible, ce qui rend difficile la réduction ultérieure du déficit public et impose un déficit plus faible pour stabiliser le taux d'endettement public. Regardons donc la tendance des gains de productivité et de la population active (graphiques 2a-b-c, 3a-b-c) ce qui donne une idée correcte de la croissance de long terme lorsqu'elle n'est plus dopée par la hausse de l'endettement des ménages.

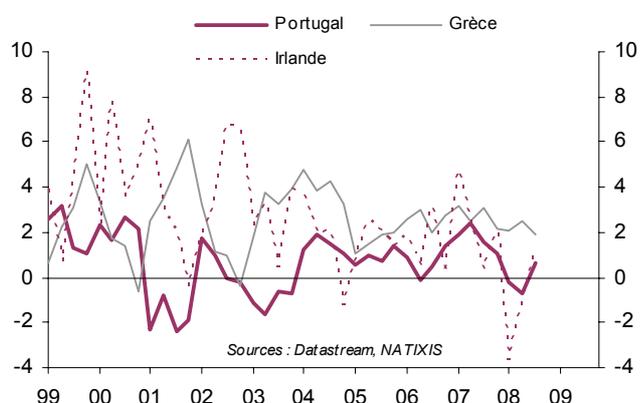
Graphique 2a
Productivité par tête (GA en %)



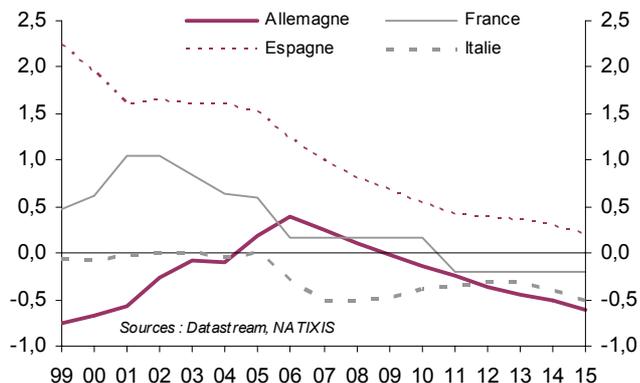
Graphique 2b
Productivité par tête (GA en %)



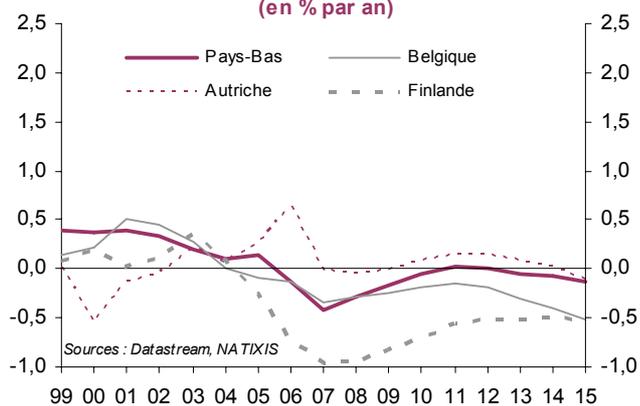
Graphique 2c
Productivité par tête (GA en %)



Graphique 3a
Population en âge de travailler de 20 à 60 ans (en % par an)

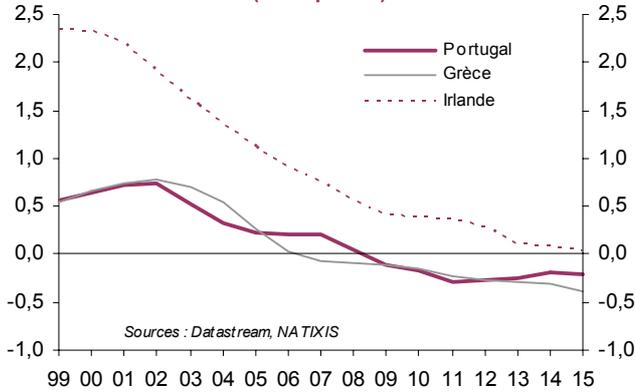


Graphique 3b
Population en âge de travailler de 20 à 60 ans (en % par an)



Graphique 3c

Population en âge de travailler de 20 à 60 ans (en % par an)



La croissance de moyen terme (sur 5 ans) après la crise et sans hausse de l'endettement peut être estimée à :

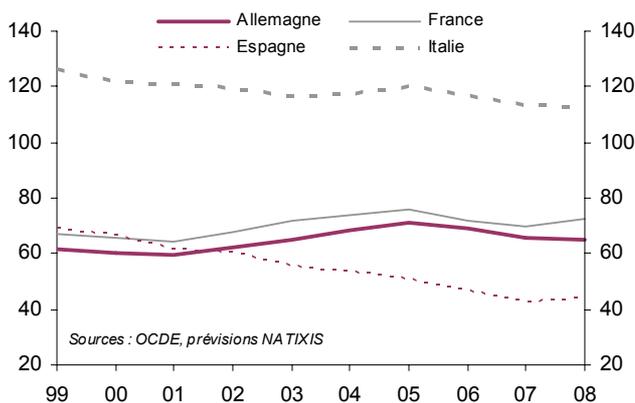
Les pays où la croissance potentielle est la plus faible sont l'Espagne, l'Italie, le Portugal.

Allemagne	2,0 % / an	Autriche	2,0 % / an
France	1,25 % / an	Finlande	2,3 % / an
Espagne	0,5 % / an	Portugal	0,9 % / an
Italie	-0,4 % / an	Grèce	2,2 % / an
Pays-Bas	1,8 % / an	Irlande	2,1 % / an
Belgique	1,5 % / an		

Si le taux d'endettement public était élevé avant la crise (graphiques 4a-b-c) : Italie, Belgique, Grèce.

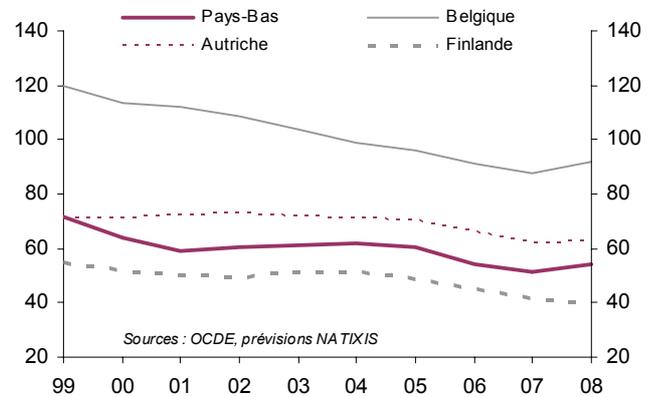
Graphique 4a

Dette publique (en % du PIB)



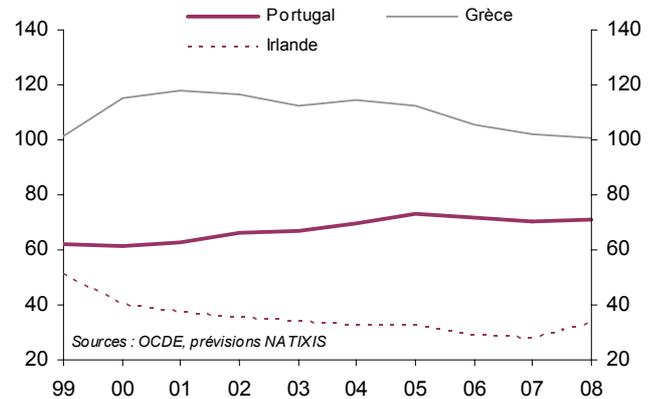
Graphique 4b

Dette publique (en % du PIB)



Graphique 4c

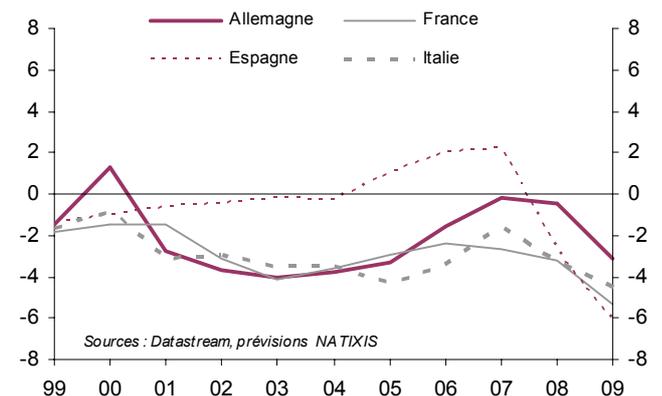
Dette publique (en % du PIB)



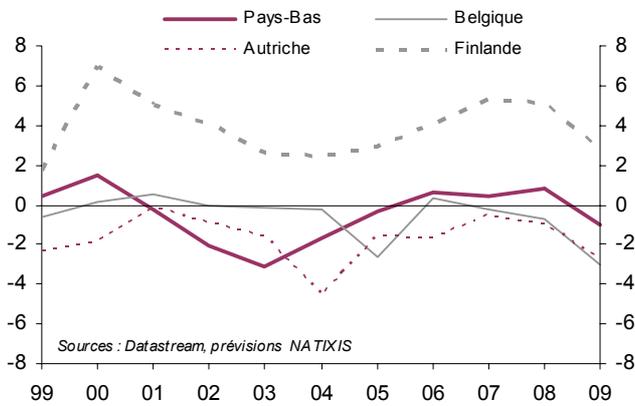
Si, déjà dans le passé, le pays avait connu des difficultés pour réduire son déficit public après l'avoir accru dans une récession (graphiques 5a-b-c) et si la pression fiscale est élevée (graphiques 6a-b-c), ce qui rend difficilement utilisable la hausse des impôts pour rétablir la solvabilité budgétaire. Dans le premier cas on trouve la France, l'Italie, la Grèce ; dans le second cas la France, la Belgique, la Finlande.

Graphique 5a

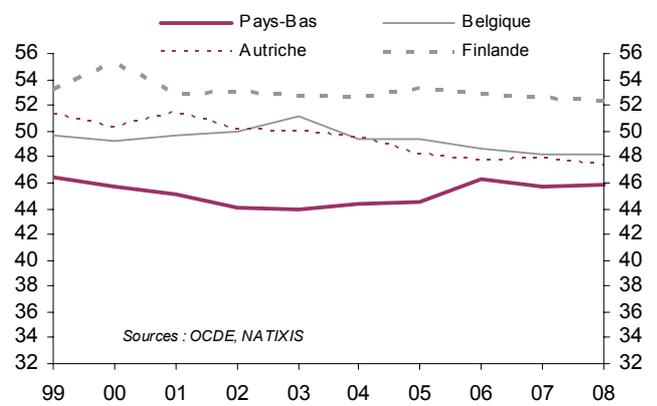
Déficit public (en % du PIB)



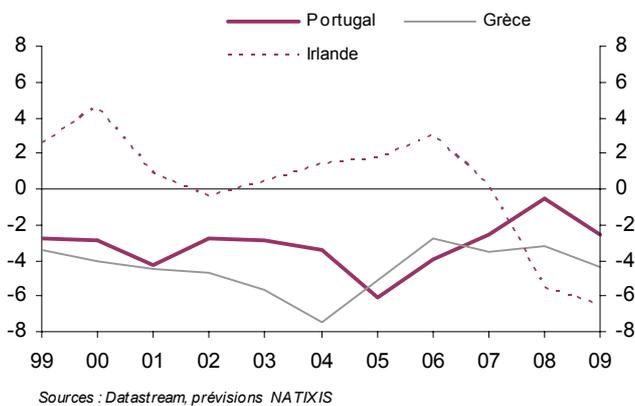
Graphique 5b
Déficit public (en % du PIB)



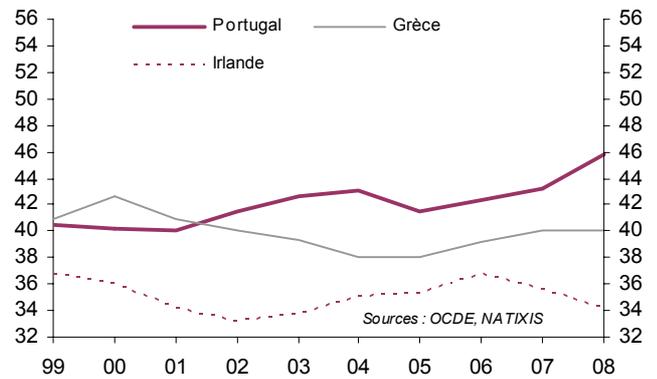
Graphique 6b
Pression fiscale (en % du PIB)



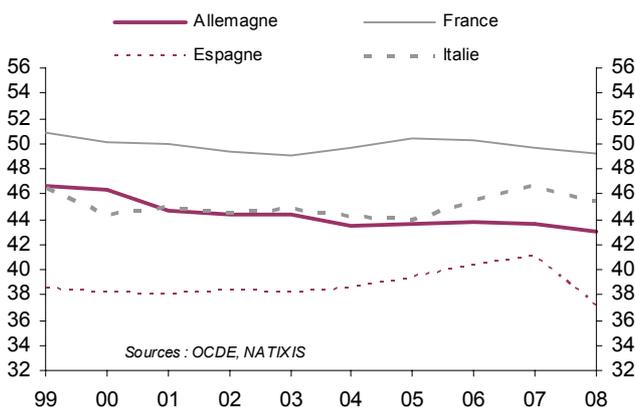
Graphique 5c
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 6c
Pression fiscale (en % du PIB)



Graphique 6a
Pression fiscale (en % du PIB)



– **Si la crise bancaire est particulièrement sérieuse dans le pays**, ce qui implique une forte charge pour les finances publiques.

Les dépréciations d'actifs en 2007-2008, ont été élevées en Allemagne (76 Mds \$), France (27 Mds \$), Belgique (10 Mds \$), plus faibles dans les autres pays.

Au total, on peut mettre en avant un risque d'insolvabilité, ou au moins un risque de dégradation de la solvabilité, pour expliquer la hausse du spread de taux d'intérêt :

- **en Espagne** (faible croissance potentielle) ;
- **en Italie** (faible croissance potentielle, dette publique élevée, difficultés à rétablir les finances publiques) ;
- **en France** (difficulté à rétablir les finances publiques, pression fiscale élevée) ;
- **au Portugal** (faible croissance potentielle) ;
- **en Grèce** (déficit public élevé, difficulté à rétablir les finances publiques) ;
- **en Belgique** (dette publique élevée, pression fiscale élevée, fortes pertes des banques) ;

- **en Allemagne** (fortes pertes des banques) ;
- **en Finlande** (forte pression fiscale).

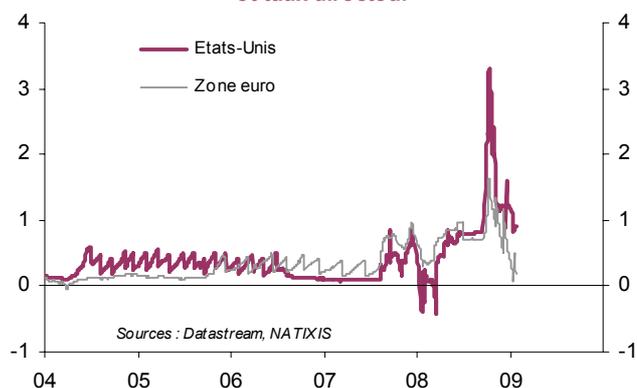
Ceci montre que la plupart des pays pourrait avoir un problème de solvabilité budgétaire.

3- La dynamique de la perte de liquidité

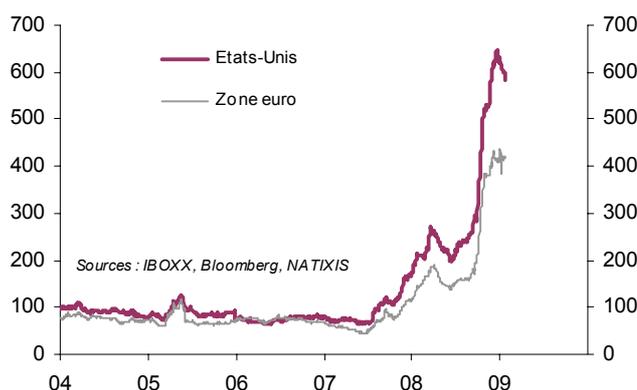
La hausse des spreads de taux par rapport à l'Allemagne ne peut donc pas être attribuée à une perte de solvabilité, puisque tous les pays, même l'Allemagne, peuvent avoir un problème de solvabilité.

On voit alors plus probablement pour ces pays apparaître une **perte de liquidité**, ce qui a affecté de nombreux marchés dans cette crise (interbancaire et crédit surtout après la faillite de Lehman, **graphiques 7a-b**, en particulier).

Graphique 7a
Ecart entre taux 3 mois interbancaire et taux directeur



Graphique 7b
Spread de crédit BBB (asset swaps)



Il y a alors disparition des acheteurs, qui craignent de ne plus pouvoir revendre les actifs concernés, d'où chute des prix et disparition aussi des vendeurs, qui ne veulent pas vendre à perte.

Lorsque la hausse des spreads sur les dettes publiques de la zone euro est due à une perte de liquidité sans cause fondamentale (sans problème de solvabilité), il faut qu'il y ait réaction pour rétablir la liquidité.

Les autorités européennes ne peuvent pas laisser disparaître la liquidité sur les marchés des dettes publiques de la zone euro : les conséquences sur les coûts de financement et l'activité, l'attractivité de l'euro sont trop graves.

S'il y a aussi problème de solvabilité, la réaction doit éviter l'apparition d'un aléa de moralité. Il peut y avoir mesure de rétablissement de la liquidité (achats concertés de la dette des pays concernés) et en même temps « mise sous tutelle » des finances publiques du pays, si vraiment la solvabilité est atteinte, avec un plan de retour à la solvabilité en quelques années (hausse d'impôts lorsque l'activité s'améliore, réduction des dépenses publiques improductives...).

Mais, même si des difficultés concernant la solvabilité apparaissent partout, il nous semble que nous assistons surtout à une crise d'insuffisance de la liquidité sur les marchés de dette publique.