

SPECIAL REPORT

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

3 juillet 2012 - N° 80

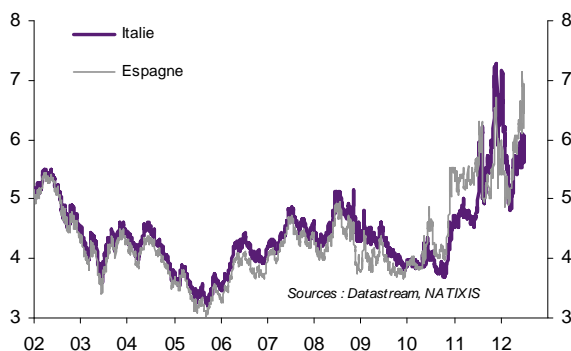
Patrick Artus

Combien faudrait-il que l'EFSS-ESM (ou la BCE) achète de dette italienne pour amener les taux d'intérêt à long terme en Italie à un niveau raisonnable ?

1 – Les taux d'intérêt à long terme en Italie (sur les BTP) n'ont pas de sens

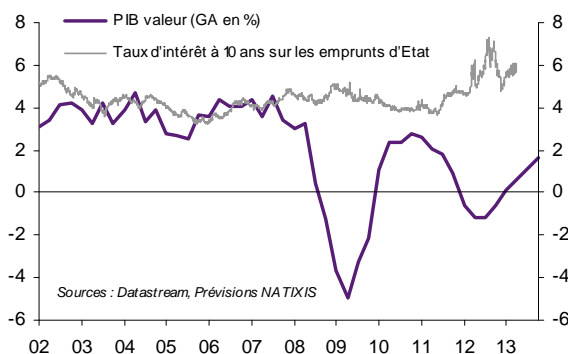
Les taux d'intérêt à long terme de l'Italie et de l'Espagne sont fortement corrélés (graphique 1).

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



Ceci amène les taux italiens à un niveau qui étouffe l'économie italienne, compte tenu des perspectives de croissance (graphique 2).

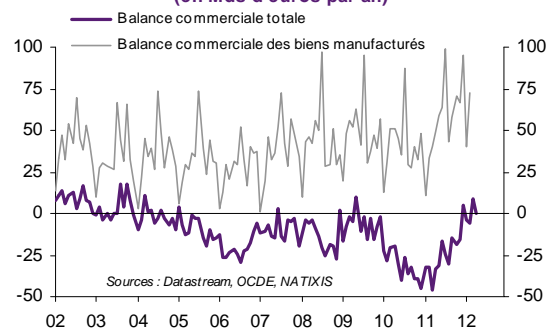
Graphique 2
Italie : PIB en valeur et taux d'intérêt à 10 ans



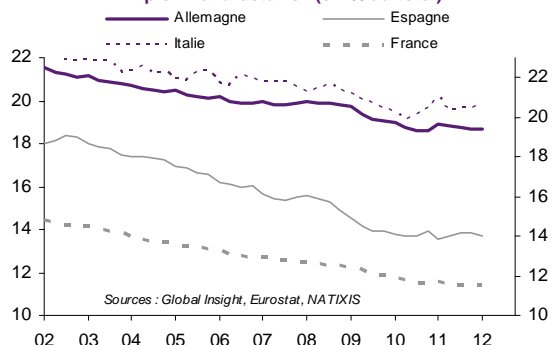
M. Monti a donc parfaitement raison de demander une aide européenne pour que les taux d'intérêt sur la dette italienne reviennent à un niveau raisonnable, compte tenu de l'absence de déséquilibres graves en Italie :

- excédent de la balance commerciale et fort excédent pour l'industrie (graphique 3a) ;
- taille importante de l'industrie manufacturière (graphique 3b) ;
- excédent primaire du budget (graphique 3c) ;
- mise en place de réformes importantes (en particulier sur le marché du travail).

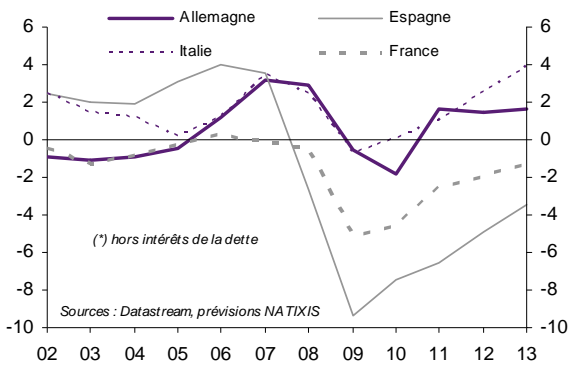
Graphique 3a
Italie : balance commerciale (en Mds d'euros par an)



Graphique 3b
Emploi manufacturier (en % du total)



Graphique 3c
Déficit public primaire* (en % du PIB)

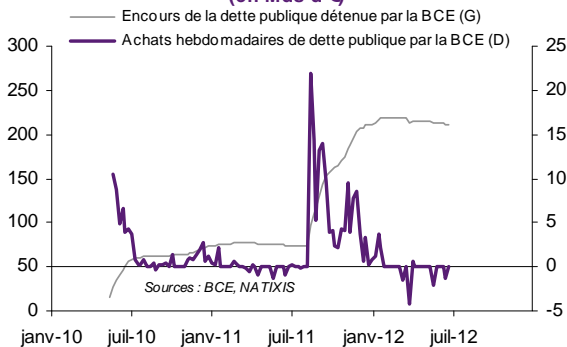


2 – Quel montant d'intervention pour ramener les taux d'intérêt à long terme de l'Italie à un niveau « raisonnable » ?

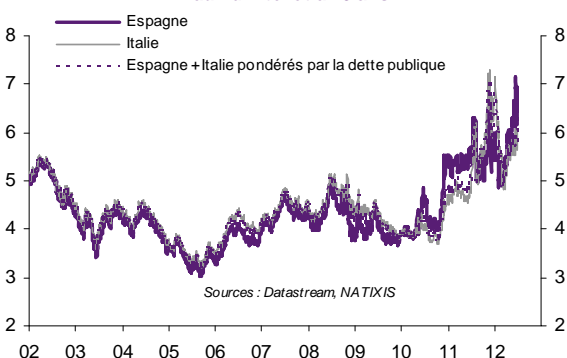
Pour réduire les taux d'intérêt à long terme de l'Italie, on peut utiliser des **achats de dette italienne par l'EFSF-ESM, des achats de dette italienne par la BCE** (réouverture du SMP). Le montant nécessaire des achats est-il réalisable, envisageable sérieusement ?

On peut **calibrer ce montant d'achats en regardant les achats par la BCE pendant l'été 2011** (graphique 4a) et leurs effets sur les taux d'intérêt à long terme (graphique 4b).

Graphique 4a
BCE : achats et encours de dettes publiques
(en Mds d'€)



Graphique 4b
Taux d'intérêt à 10 ans

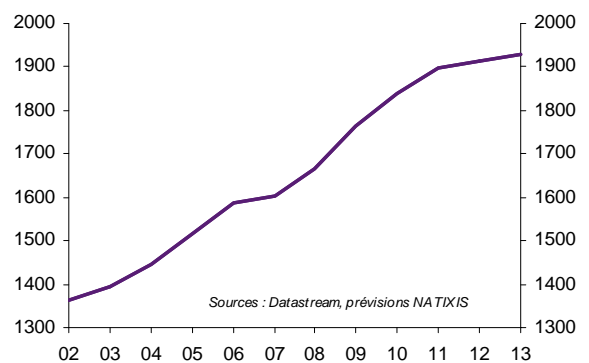


Supposons qu'on veuille ramener le taux 10 ans BTP au niveau raisonnable, compte tenu de la situation de l'Italie, de 4 %.

Si on extrapole la situation observée en 2011 (130 points de base de réduction des taux pour 20 Mds€ d'achats hebdomadaires, **il faudrait des achats de dette italienne de l'ordre de 26 Mds € par semaine.**

Cette estimation n'est pas simple : **faut-il raisonner en stocks** (ce qui compte est l'encours de dette italienne achetée par rapport à l'encours existant, **graphique 5**) **ou en flux** (ce qui compte est le flux d'achat de dette) ? Les achats (de l'EFSF ou de la BCE) ne vont-ils pas provoquer **une vague de ventes opportunistes**, les investisseurs anticipant que les prix d'achat par l'EFSF-ESM ou la BCE sont plus élevés que ceux qu'ils pourront avoir plus tard ? **Y aurait-il aléa de moralité** et recul de l'effort d'amélioration structurelle en Italie ? **Nous privilégions l'approche en flux** puisque l'arrêt des achats de la BCE avait conduit à une montée des taux au niveau antérieur.

Graphique 5
Italie : dette publique (en Mds d'euro)



3 – L'EFSF-ESM suffira-t-il ou faudra-t-il que la BCE intervienne ?

La thèse officielle aujourd'hui est que le soutien des États par l'achat de dettes publiques sera fait par l'EFSF puis ESM, c'est-à-dire par des fonds qui émettent sur les marchés avant d'intervenir.

Nos estimations plus haut montrent que ramener le taux d'intérêt à long terme sur la dette publique Italienne **nécessiterait des achats de BTP de l'ordre de 26 Mds € par semaine si on utilise l'approche en flux.**

Peut-on imaginer que les fonds européens aient cette force de frappe ?

Sinon, la seule solution sera une monétisation massive de la dette italienne par la BCE, que la BCE fera même si elle refuse de l'admettre aujourd'hui.