

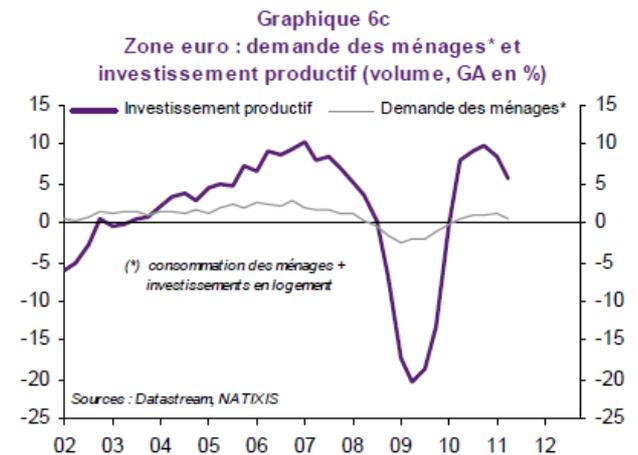
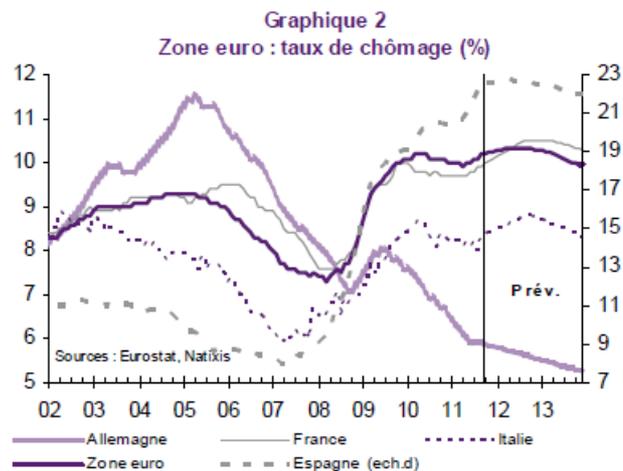
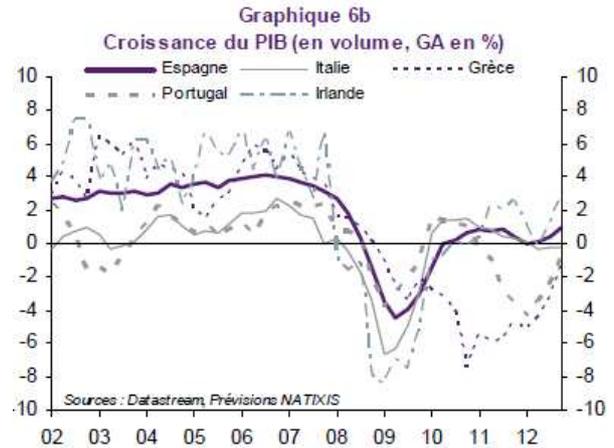
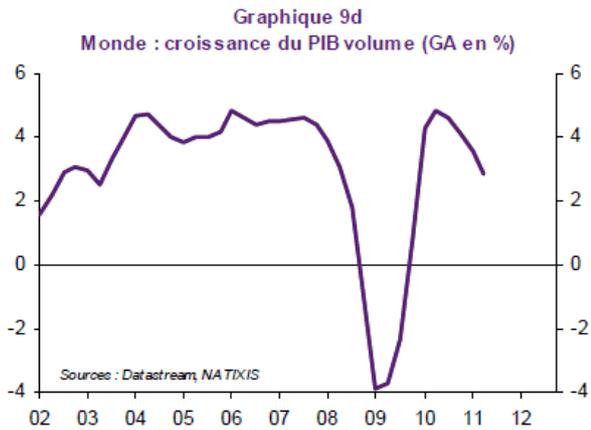
LA BANQUE CENTRALE EUROPEENNE DOIT-ELLE INTERVENIR POUR AIDER LES PAYS DE LA ZONE EURO A SORTIR DE LA CRISE ACTUELLE DES DETTES SOUVERAINES ?

I- UNE SITUATION MACROECONOMIQUE PREOCCUPANTE...

1) Une croissance faible et un chômage élevé

Documents 1

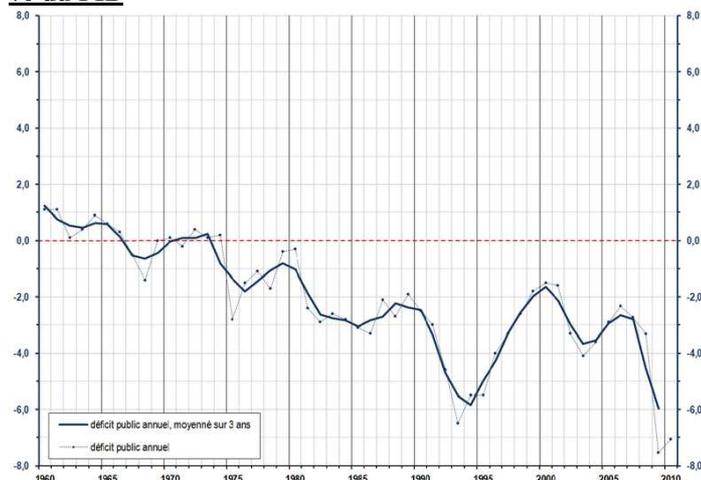
Note de lecture : GA signifie « taux de croissance »



1) Montrez que la situation macroéconomique (en particulier dans la zone euro) est globalement problématique depuis quelques années

2) Des déficits publics préoccupants

Document 2 : Évolution du solde public de la France en % du PIB



Document 3 : La dette publique en % du PIB

| | 2007 | 2010 | Variation 2007-2010 (en points) |
|-------------|-------|-------|---------------------------------|
| Allemagne | 64,8 | 76,9 | +12 |
| Belgique | 84,2 | 98,4 | +14,2 |
| Espagne | 36,1 | 62,9 | +26,8 |
| Finlande | 35,2 | 49,5 | +14,3 |
| France | 63,8 | 83,2 | +19,5 |
| Grèce | 96,1 | 125,9 | +29,7 |
| Irlande | 25,0 | 97,4 | +72,4 |
| Italie | 103,6 | 119,5 | +15,8 |
| Portugal | 62,7 | 82,7 | +20,0 |
| Zone euro | 65,9 | 84,3 | +18,4 |
| Royaume-Uni | 47,2 | 81,3 | +34,1 |
| États-Unis | 62,0 | 92,8 | +30,8 |
| Japon | 167,1 | 198,4 | +31,3 |
| OCDE | 72,9 | 96,9 | +24,0 |

Tableau 1
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics (2008-2015, en % du PIB)

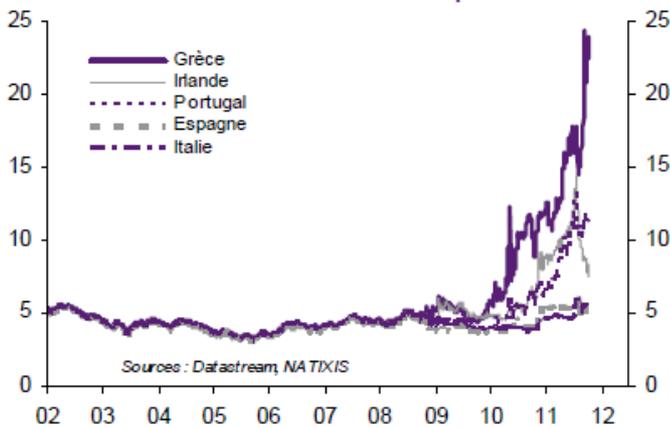
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------|------|----------|-------|------|------|------|------|------|
| Espagne | -4,2 | -11,2 | -9,3 | -6 | -4,4 | -3 | -2,1 | |
| Italie | -2,7 | -5,24058 | -5 | -3,9 | -1,6 | -0,1 | | |
| Grèce | -7,7 | -15,4 | -10,6 | -8,5 | -6,5 | -4,9 | -2,6 | -1,1 |
| Portugal | -3,5 | -10 | -9,1 | -5,9 | -4,5 | -3 | -1,8 | -0,5 |
| Irlande* | -7,3 | -11,7 | -11,8 | -10 | -8,6 | -7,2 | -4,7 | -2,8 |

(*) hors capitalisation des banques
Sources : sources nationales, Natixis

- 3) Rappelez ce qu'est un déficit public
- 4) Comment un Etat peut-il financer son déficit public ?
- 5) Rappelez ce qu'est une dette publique
- 6) Rappelez le lien existant entre déficit et dette publique
- 7) Comment peut-on expliquer un tel accroissement de l'endettement public en si peu de temps ?

Document 4

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



- 8) Quel est le lien entre l'accroissement de l'endettement public, et l'augmentation des taux d'intérêt des emprunts d'Etat ?

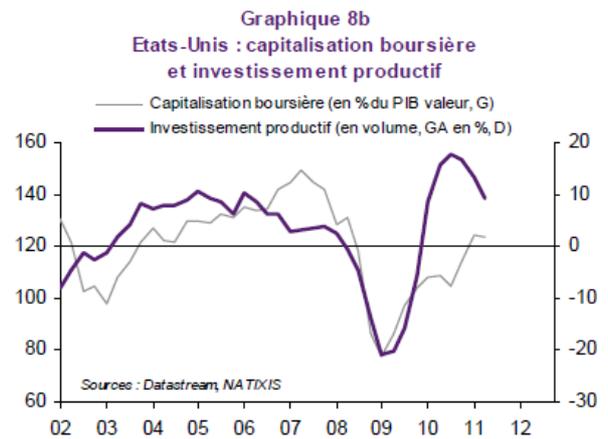
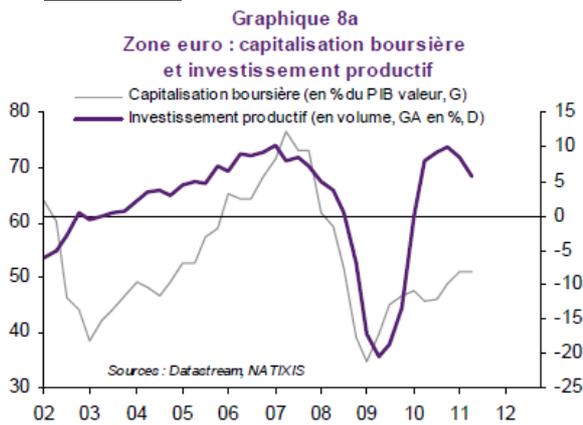
3) Une crise boursière qui a entraîné une diminution de l'investissement

Document 5 : L'évolution du CAC 40



- 9) Rappelez ce qu'est le CAC 40
- 10) Comment peut-on expliquer une telle chute du CAC 40 entre 2007 et 2009, puis dans la deuxième moitié de l'année 2011 ?

Document 6



- 11) Rappelez ce qu'est la capitalisation boursière
- 12) Quels liens existent-ils entre capitalisation boursière et investissement productif ?
- 13) Pourquoi la baisse de l'investissement productif est-elle problématique ?

4) Des banques qui ne parviennent plus à remplir leur rôle

Document 7

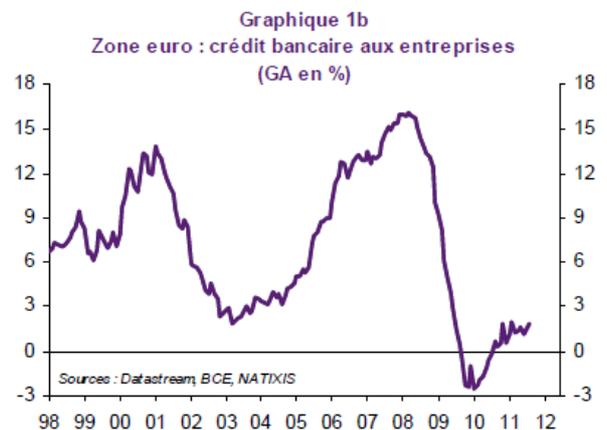
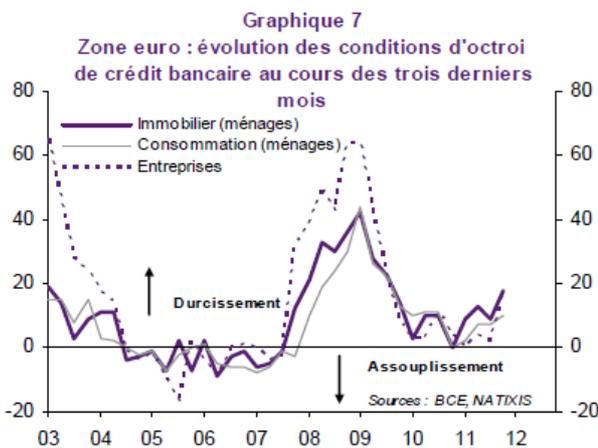


Tableau 1
Besoins de recapitalisations des banques européennes (millions EUR)

| Pays | Estimated target capital buffer |
|--------------|---------------------------------|
| Autriche | 2938 |
| Belgique | 4143 |
| Chypre | 3587 |
| Allemagne | 5184 |
| Danemark | 47 |
| Espagne | 26161 |
| Finlande | 0 |
| France | 8844 |
| Royaume-Uni | 0 |
| Grèce | 30000 |
| Hongrie | 0 |
| Irlande | 0 |
| Italie | 14771 |
| Luxembourg | 0 |
| Malte | 0 |
| Pays-Bas | 0 |
| Norvège | 1312 |
| Portugal | 7804 |
| Suède | 1359 |
| Slovénie | 297 |
| Total | 106447 |

Source : EBA

- 14) Pourquoi les banques ont-elles besoin de se « recapitaliser » ?
- 15) Pourquoi ont-elles diminué ou très faiblement augmenté les crédits qu'elles ont émis depuis 2008 ?
- 16) Quelles conséquences cela peut-il avoir sur l'activité économique ?

II- ... QUI A DONNE LIEU A UNE INTERVENTION MASSIVE DES BANQUES CENTRALES

1) Des politiques monétaires expansives

Document 8 : Politiques monétaires restrictives et expansives

La politique monétaire est l'un des principaux moyens d'action de la puissance publique pour influencer sur l'activité économique, avec la politique budgétaire. Si cette dernière reste de la responsabilité des Etats, la conduite de la politique monétaire est aujourd'hui dans tous les grands pays développés effectuée par les banques centrales, qui sont devenues indépendantes des gouvernements en place.

En fonction des objectifs qui lui sont assignés, on peut distinguer deux grands types de politiques monétaires. La politique monétaire expansionniste, d'inspiration keynésienne, vise à soutenir l'activité économique en accroissant le volume de la masse monétaire. L'idée ici mise en avant est qu'une masse monétaire plus importante conduit à des dépenses plus élevées de la part des agents économiques, ceci alimentant la demande et donc le niveau du PIB, au risque d'une inflation accrue.

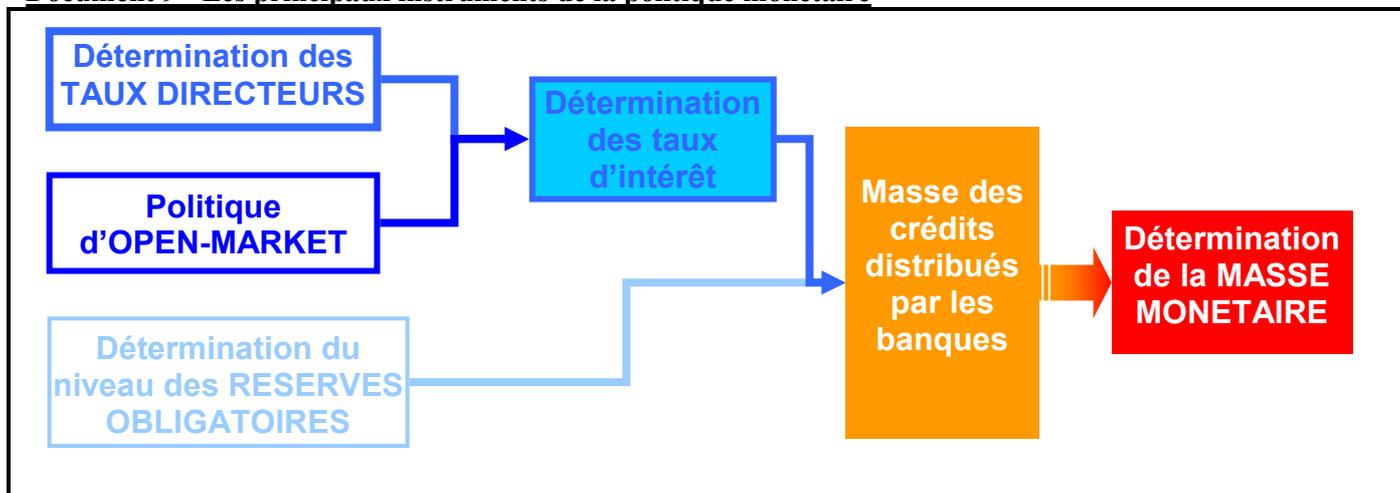
A l'inverse, la politique monétaire restrictive, inspirée par le courant monétariste, vise avant tout à lutter contre l'inflation, en limitant l'accroissement de la masse monétaire, et donc de la demande. Cette politique risque d'avoir des effets néfastes sur l'activité économique à court terme mais, d'après ses défenseurs, en permettant de réduire l'inflation, elle accroît la compétitivité-prix des produits nationaux et favorise donc les exportations et ainsi la croissance future.

Quoiqu'il en soit, la politique monétaire vise à lutter contre les grands déséquilibres macroéconomiques, que ce soit en termes d'activité économique, d'inflation ou encore que de déficit commercial.

Nathan 2011

- 17) Qu'est-ce qu'une banque centrale ?
- 18) Rappelez la théorie monétariste concernant les conséquences de la création monétaire
- 19) Qu'est-ce qui distingue une politique monétaire restrictive d'une politique monétaire expansive ?
- 20) En vous appuyant sur le texte, donnez la signification de la phrase soulignée.

Document 9 - Les principaux instruments de la politique monétaire



- 21) Rappelez ce qu'est un taux directeur, une politique d'open-market et ce que sont des réserves obligatoires

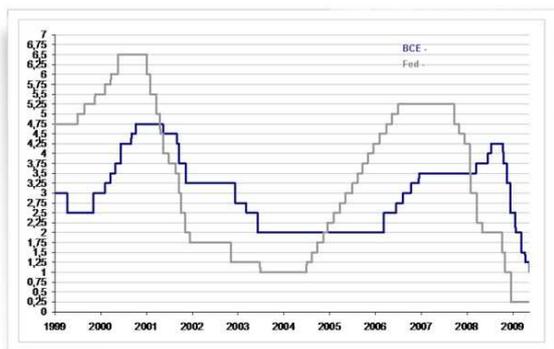
Document 10 : Une baisse des taux pour faire face à la récession

C'est la sixième baisse depuis octobre. En l'espace de quelques mois les taux d'intérêts de la BCE sont passés de 4,25% à 1,25%. Le président de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet, a indiqué que la décision d'aujourd'hui était « mesurée ». Elle intervient dans un contexte de « récession sévère ». Il prévoit que la demande mondiale, et celle de la zone euro, seront faibles en 2009, sans exclure une reprise progressive dans le courant de 2010. Différents indicateurs économiques ont motivé cette décision. « Ils montrent que l'économie de la zone euro est restée très faible », a souligné Jean-Claude Trichet. Autre élément incitant à une baisse des taux : les chiffres de l'inflation dans la zone euro au mois de mars. Elle a été divisée par deux, passant de 1,2% à 0,6%. La peur d'une inflation excessive étant de fait remplacée par celle de la déflation. « Le taux d'inflation pourrait être momentanément négatif vers le milieu de l'année avant de remonter, mais il devrait rester en deçà de 2 % en 2010 », a précisé Jean-Claude Trichet.

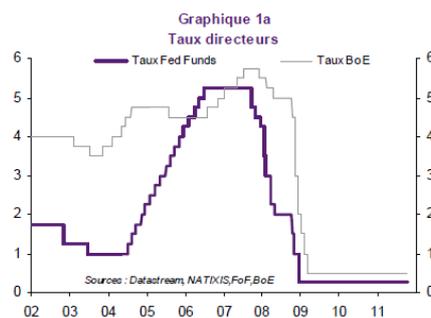
Elodie Nabot, « La BCE baisse son taux directeur à 1,25% », *Le Figaro*, 02/04/2009

- 22) Qu'est-ce qui a motivé la diminution des taux directeurs de la BCE ?

Document 11 : Evolution des taux directeurs



Sources : sites internet de la BCE et de la Fed



Note : Le taux BoE est celle de la Grande-Bretagne

2) Des banques centrales prêteurs en dernier ressort...

23) Rappelez ce qu'est une fonction de « prêteur en dernier ressort » et pourquoi ce sont les banques centrales qui en est théoriquement responsable

3) ... et acheteurs d'actifs

Document 12 : Une banque centrale acheteur d'actif en dernier ressort

Il faut donc empêcher la fermeture des marchés financiers indispensables au financement de l'économie (dettes publiques, dettes bancaires, covered bonds) ou qui dirigent le cycle économique (actions).

Ce rôle ne peut pas être donné aux quelques emprunteurs qui peuvent encore s'endetter (aujourd'hui Etats-Unis, Allemagne, France, Royaume-Uni, Japon...). Il s'agirait en effet d'une mutualisation générale des risques qui dégraderait la qualité de ces emprunteurs. Ils sont de toute manière de trop petite taille : que peut faire par exemple le FESF avec 440 Mds € de capacité face à la dette publique périphérique et aux dettes bancaires ?

Remplacer des emprunteurs obligataires ayant perdu l'accès au marché par les autres emprunteurs obligataires n'est pas la bonne piste. La bonne solution pour nous consiste à donner aux Banques Centrales en plus du rôle de prêteur en dernier ressort (fourniture de liquidités aux banques) le rôle d'acheteurs d'actifs en dernier ressort.

Il faut aussi résister à la tentation de ne plus avoir de dettes non sécurisées mais seulement des dettes sécurisées avec un collatéral (*covered bond*, voir ci dessous) : la quantité de collatéral n'est pas illimité ; pour les banques, ceci reviendrait à sortir du bilan des banques les bons actifs qui peuvent servir de collatéral et à n'y laisser que les mauvais actifs.

Il s'agit pour les Banques Centrales d'acheter les actifs que les investisseurs refusent (temporairement) d'acheter pour accumuler le processus de retour à la normale sur les marchés de ces actifs. Dans cette crise, depuis 2008, les Banques Centrales ont été amenées à jouer ce rôle.

| Tableau 2 Actifs détenus par la Réserve Fédérale (Mds de \$) | | Tableau 3b Encours de dettes publiques de la zone euro détenus par la BCE (Mds d'euros) | | | |
|---|---------------|--|-------|------------|--------|
| Date | U.S. Treasury | 07/01/2011 | 74,14 | 01/07/2011 | 74,21 |
| 2008Q1 | 628,98 | 14/01/2011 | 76,38 | 08/07/2011 | 74,21 |
| 2008Q2 | 478,77 | 21/01/2011 | 76,43 | 15/07/2011 | 74,21 |
| 2008Q3 | 476,56 | 28/01/2011 | 76,43 | 22/07/2011 | 73,96 |
| 2008Q4 | 476,07 | 04/02/2011 | 76,43 | 29/07/2011 | 73,96 |
| 2009Q1 | 474,73 | 11/02/2011 | 76,43 | 05/08/2011 | 73,96 |
| 2009Q2 | 647,83 | 18/02/2011 | 77,11 | 12/08/2011 | 95,96 |
| 2009Q3 | 762,75 | 25/02/2011 | 77,46 | 19/08/2011 | 110,25 |
| 2009Q4 | 776,57 | 04/03/2011 | 77,46 | 26/08/2011 | 115,58 |
| 2010Q1 | 776,65 | 11/03/2011 | 77,46 | 02/09/2011 | 128,83 |
| 2010Q2 | 776,96 | 18/03/2011 | 77,34 | 09/09/2011 | 142,86 |
| 2010Q3 | 801,20 | 25/03/2011 | 76,72 | 16/09/2011 | 152,66 |
| 2010Q4 | 1010,29 | 01/04/2011 | 77,02 | 23/09/2011 | 156,53 |
| 2011Q1 | 1295,35 | 08/04/2011 | 76,97 | 30/09/2011 | 160,73 |
| 2011Q2 | 1589,17 | 15/04/2011 | 76,05 | 07/10/2011 | 163,04 |
| 2011Q3 | 1663,60 | 22/04/2011 | 76,05 | | |
| | | 29/04/2011 | 76,10 | | |
| | | 06/05/2011 | 76,10 | | |
| | | 13/05/2011 | 76,10 | | |
| | | 20/05/2011 | 74,87 | | |
| | | 27/05/2011 | 74,87 | | |
| | | 03/06/2011 | 74,87 | | |
| | | 10/06/2011 | 74,87 | | |
| | | 17/06/2011 | 73,91 | | |
| | | 24/06/2011 | 73,91 | | |

Source : Flash Natixis, 27 octobre 2011, n°789

Document 13 : Que sont les « covered bonds » ?

« Les **Covered Bonds** (obligations sécurisées) sont des instruments simples de la [titrisation](#). Ces **obligations** sécurisées sont comparables à des **obligations** classiques. La différence est une protection en cas d'insolvabilité de l'**émetteur de l'obligation** : les **covered bonds** reposent sur un pool d'actifs, permettant alors de rémunérer les détenteurs.

Les **covered bonds** sont adossés les plus souvent à des **créances** hypothécaires ou bien des **créances** du secteur public (collectivités locales).

Récemment, des grandes banques ont lancé des refinancements par émissions de **covered bonds** :

- **BNP Paribas** : 15 milliards d'euros en février 2009,
- **Crédit Agricole** : 1,25 milliards en janvier,
- **Banques Populaires** : 1 milliard début 2008...

Les **covered bonds** sont donc d'une manière générale très appréciés et très utilisés sur le **marché des capitaux** : leur encours était de près de 1900 milliards d'euros en 2007, et de plus de 2000 milliards en 2008. Malgré la crise, une hausse de 11% est encore attendue en 2009.

En juin 2009, la **BCE** a décidé de mettre en place un programme de relance du circuit du **crédit** dans la **zone Euro** de 60 milliards d'euros en **covered bonds**.

La volonté de la BCE de rendre liquides des actifs très peu liquides (**créances hypothécaires** ou des **créances du secteur public**) est compréhensible. Faut-il revenir pour autant vers les **instruments de titrisation**, dont on n'a pas fini de compter des dégâts ? »

<http://www.actions-finance.com/les-covered-bonds-quest-ce-que-cest/>

Tableau 3a

Zone euro : encours de covered bonds détenu par la BCE (Mds d'euros)

| Date | Encours de Covered Bonds |
|--------|--------------------------|
| 2009Q3 | 27,00 |
| 2009Q4 | 73,94 |
| 2010Q1 | 114,63 |
| 2010Q2 | 163,55 |
| 2010Q3 | 183,30 |
| 2010Q4 | 182,41 |
| 2011Q1 | 182,09 |
| 2011Q2 | 180,97 |
| 2011Q3 | 178,82 |

Sources : Datastream, BCE, Natixis

Document 14 : Marchés primaires et secondaires de la dette

« Il y a une différence entre marché primaire et secondaire de la dette. Le marché primaire de la dette publique est celui où les intervenants financiers achètent directement des titres de dette à une administration publique, que ce soit l'État, la Sécurité sociale ou une collectivité territoriale.

Le marché secondaire est celui qui concerne les titres déjà émis par ces administrations et que des banques, des compagnies d'assurances, des fonds d'investissement ou de pension vendent et achètent à des prix déterminés pour partie par l'offre et la demande.

Pour partie seulement, car la valeur de ces titres de dette publique déjà émis est également influencée par les taux d'intérêt de ceux en cours d'émission. Ainsi, si les taux d'intérêt des nouveaux titres publics sont à la hausse, cela a pour effet de faire baisser la valeur des titres anciens. La raison en est simple : si l'État émet des bons porteurs de 100 euros d'un intérêt de 3 % alors que la plupart des titres déjà en circulation ne rapportant que 2 %, mécaniquement le marché va « corriger » la valeur de ces derniers afin qu'ils rapportent tout autant, soit $100/3 = 33,3$. Des bons du Trésor de 100 euros à 2 % ne vaudront plus que 66,60 euros ($2 \times 33,3$). À l'inverse, si les taux des nouveaux titres de dette publique diminuent, cela a pour effet de « booster » les cours des anciens titres. Ce raisonnement appliqué à la Grèce explique qu'avec un taux d'intérêt de la dette publique de 15 %, les obligations du Trésor grec en circulation vailent actuellement entre le quart et le tiers de leur prix à l'émission.»

Pierre Ivorra, « Marché primaire, marché secondaire : les choix politiques de la BCE », <http://www.humanite.fr/social-eco/marche-primaire-marche-secondaire%E2%80%89-les-choix-politiques-de-la-bce-480781>

- 24) Expliquez la phrase soulignée dans le document 13
- 25) Pourquoi la BCE va-t-elle directement acheter des actifs sur le marché secondaire ? Pourquoi n'achète-t-elle pas directement des obligations d'Etat sur le marché primaire ?
- 26) Pourquoi y a-t-il un risque de la part de la BCE a demandé des actifs sûrs de la part des banques en échange des prêts réalisés dans le cadre des covered bonds ?

Document 15

La BCE a acheté pour plus de 160 milliards € de dettes grecques, irlandaises, portugaises, espagnoles et italiennes. La banque centrale de la zone euro ne semble s'imposer aucun plafond a priori.



Note : les « PIIGS » sont le Portugal, l'Italie, l'Irlande, la Grèce et l'Espagne

La [Banque Centrale Européenne \(BCE\)](#) a commencé à intervenir en l'automne 2009 sur le marché obligataire afin d'essayer de limiter l'extension de la [crise de la dette](#). A travers son programme d'achat d'obligation (Securities Market Programme – SMP), la BCE a dans un premier temps (mai 2010 – juillet 2010) acheté de la dette publique grecque et irlandaise. Puis, fin 2010 et début 2011, elle est passée aux obligations portugaises et – dans une moindre mesure – espagnoles. Depuis cet été, elle a rajouté les obligations d'Etat italiennes à ses achats.

Le SMP atteint désormais 163 milliards € de dettes publiques contre 74 milliards € début août. Cette montée en puissance dépasse largement celle de mai 2010, lorsque la BCE avait décidé d'acheter de la dette en grande quantité pour répondre aux premiers feux de la crise en Grèce.

Les achats dépassent désormais largement ceux de covered bond (dettes émises par des banques et assises sur leur portefeuille de prêts). Le programme covered bond purchase programme (CBPP) plafonne à 59,2 milliards € depuis mi-2010. En [octobre, a BCE a décidé de rajouter 40 milliards € de dettes bancaires au CBPP](#) mais ce montant sera acheté très progressivement (achats étalés sur un an).

Au total, le SMP et le CBPP représentent désormais 222,3 milliards € d'actifs.

Pourquoi est-ce important ?

La BCE est depuis plus de 2 ans l'acteur institutionnel européen le plus actif dans la gestion de la crise de la dette. Cependant, son action se limite à un rôle d'« acheteur en dernier ressort » sur le marché obligataire. Cette action limite l'augmentation des taux d'intérêt des obligations d'Etat mais ne l'empêche pas, la BCE n'ayant pas un poids suffisant pour piloter un marché de plus de 2 500 milliards € (emprunts obligataires d'Etat de l'Italie, Espagne, Grèce, Portugal et Irlande).

« Crise de la dette : les achats de dette de la BCE dépassent 160 milliards € », Jeudi 13 Octobre 2011, http://www.gecodia.fr/Crise-de-la-dette-les-achats-de-dette-de-la-BCE-depassent-160-milliards_a2380.html

- 27) Pourquoi, en rachetant de la dette publique sur le marché secondaire, la BCE permet-elle de pousser à la baisse (ou en tout cas d'éviter une hausse encore plus importante) des taux d'intérêt réclamés par les créanciers aux Etats à qui ils prêtent ?

III- CETTE INTERVENTION EST-ELLE SOUHAITABLE ?

1) Les avantages attendus

Document 16

« Comme en 2008, le pragmatisme l'a emporté ! La BCE a fait volte-face à quatre mois d'intervalle, en abaissant de 25pb son taux refi à 1,25% après l'avoir augmenté deux fois de 25pb en avril et en juillet dernier. A ceux qui pensaient que l'arrivée de Mario Draghi à la Présidence de la BCE serait un frein à un assouplissement de la politique monétaire dès novembre, la BCE leur a donné une leçon de pragmatisme. La BCE a donc créé la surprise - seuls quelques économistes l'anticipaient- même si elle n'avait pas fermé la porte à une baisse de taux à son précédent meeting¹. Pour notre part, nous pensions qu'elle attendrait la publication de ses nouvelles projections début décembre, en favorisant une baisse de 50pb.

La baisse de taux est principalement motivée par la détérioration de la conjoncture économique qui atténue en conséquence les risques inflationnistes. Mario Draghi a annoncé que les projections économiques de la BCE, qui seront dévoilées le mois prochain, allaient être significativement revues à la baisse et qu'une légère récession était possible. Les risques sur la croissance sont donc clairement baissiers alors que les risques sur l'inflation sont considérés comme équilibrés.

Cette baisse des taux permet non seulement de soulager le secteur bancaire en lui permettant de se refinancer un peu moins cher mais elle soutient également les pays qui se financent à taux variables, en particulier les pays périphériques.

Cette décision s'ajoute aux nombreuses mesures déjà prises en vue d'atténuer les tensions sur le marché interbancaire et venir en aide aux banques (allocation illimitée de la liquidité ; réactivation du programme d'achats de covered bonds à hauteur de 40Md€ ; achats de titres publics via le Securities Markets Programme). Pour autant, Mario Draghi a bien souligné que la BCE n'avait pas vocation à être prêteur en dernier ressort et que le SMP était par définition temporaire et de montant limité. »

Marie-Pierre Ripert, « Super Mario l'a fait ! », Eco hebdo Natixis, 04/11/2011

- 28) A partir de tous les documents déjà étudiés, présentés les avantages attendus de l'intervention actuelle de la BCE pour aider les pays de la zone euro en difficulté à sortir de leur crise

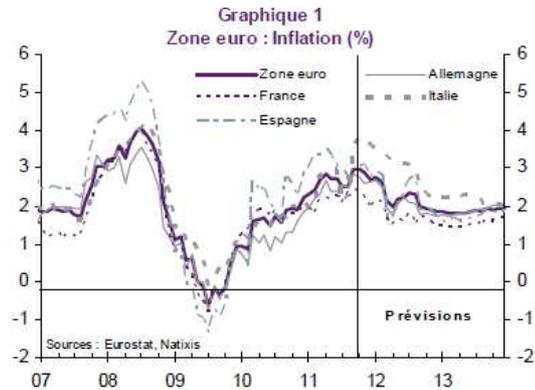
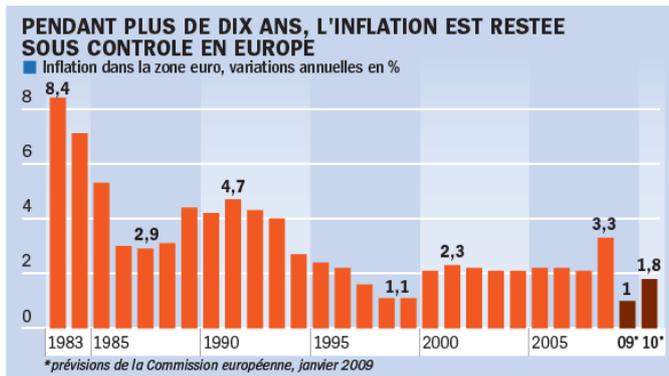
2) Les dangers possibles

Document 17 : Les missions de la BCE

Le mandat fondamental de la BCE (banque centrale européenne) est d'assurer la stabilité des prix. Le traité de Maastricht l'énonce à de multiples reprises : l'objectif principal de la BCE est «de maintenir la stabilité des prix». Ce mandat est hiérarchique: ses autres missions sont présentées avec la clause « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix ». C'est ainsi que, «sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix», la mission de la BCE est de «soutenir les politiques économiques générales dans l'Union européenne conformément au principe d'une économie de marché où la concurrence est libre».

Source : F. Mishkin, *Monnaie, banque et marchés financiers*, 2007, Pearson education, p 553

Note : il y a « stabilité des prix » selon la BCE lorsque le taux d'inflation annuel est compris entre 0 et 2%



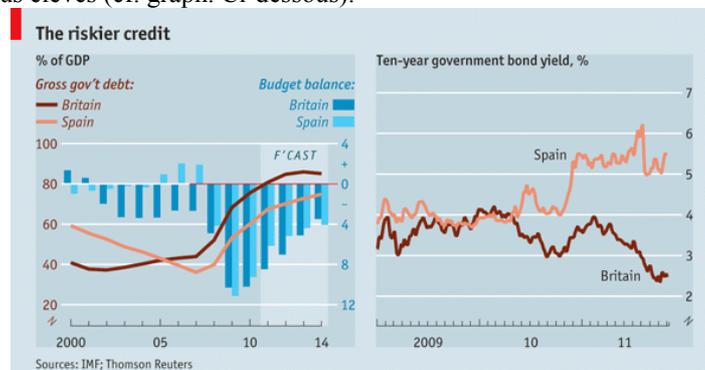
Source : Journal des finances hebdo, 25.04.2009

- 29) Quels sont les objectifs assignés à la politique monétaire menée par la BCE ?
- 30) En quoi les interventions actuelles de la BCE peut-elle l'amener à ne pas remplir son objectif premier ?
- 31) Quel danger ferait peser une inflation accrue sur les pays de la zone euro ?

Document 18: La BCE doit-elle agir comme prêteur en dernier ressort ?

« Comme dans les autres grands pays industrialisés, les statuts de la BCE lui interdisent de prêter directement aux Etats (sous forme d'avances au Trésor ou de souscriptions obligataires). Mais rien ne lui interdit d'acheter des obligations publiques sur le marché secondaire. Par le passé, la Fed, la Bank of England, la Bank of Japan n'ont pas hésité à acheter des titres (...)

Depuis l'an dernier, quand les Etats et banques des PIIGS (Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne) ne trouvaient plus à se refinancer à des taux raisonnable, la BCE a accepté d'acheter de grandes quantités d'obligations publiques, évitant ainsi une crise majeure de liquidité. Mais, à la différence des autres banques centrales, la BCE répugne à jouer ce rôle de prêteur en dernier ressort, et, d'une façon ou d'une autre (communiqués, démissions en série), elle le fait savoir. Résultat : les marchés demandent des primes de risques beaucoup plus élevées pour les Etats les plus endettés de l'Eurozone. Par exemple, si l'on s'en tient aux fondamentaux, la signature de l'Espagne n'est pas plus risquée que celle du Royaume-Uni, mais l'Espagne doit payer des taux d'intérêt beaucoup plus élevés (cf. graph. Ci-dessous).

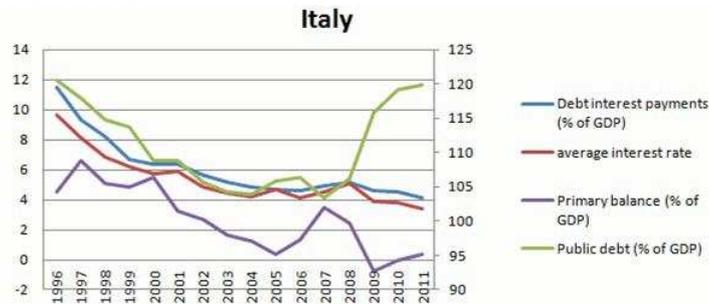


Source : The Economist

La Banque d'Angleterre n'a pas besoin d'intervenir sur le marché. Le seul fait de savoir qu'elle n'hésiterait pas à le faire en cas de besoin suffit à rassurer les marchés. Confiants que les cours ne vont pas s'effondrer, même en cas de dégradation de la dette anglaise, les détenteurs d'obligations publiques conservent leurs titres, qui du coup, ne s'effondrent pas. De même, si la BCE faisait savoir qu'elle était prête à racheter autant de dette italienne, espagnole, etc. que nécessaire, les taux resteraient modérés,

facilitant pour les Etats italiens et espagnols le processus d'ajustement budgétaire.

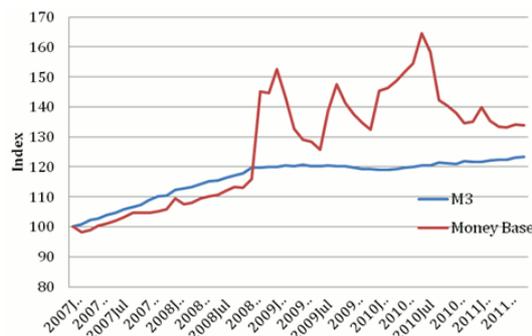
Prenons le cas d'un pays comme l'Italie, qui, avec la crise, a vu son taux d'endettement public revenir à son niveau de 1996 : 120 % du PIB. Pour stabiliser la dette, il faudrait faire apparaître un excédent primaire de 4 % du PIB, contre 0,5 % actuellement. Soit un ajustement budgétaire assez modeste, de 3,5 % du PIB. Mais, avec une croissance en berne, le coût social sera beaucoup plus élevé si l'Etat doit acquitter des taux punitifs, actuellement supérieurs à 6 % (contre moins de 4 % il y a deux ans), pour se financer sur les marchés.



Paulo Manasse, Vox

Pourquoi la BCE renâcle-t-elle à assumer ce rôle de prêteur en dernier ressort ?

La première raison est la crainte d'alimenter l'inflation. Mais, dans le contexte actuel, c'est un risque très limité. Le ralentissement de la croissance mondiale (donc de l'inflation importée), la généralisation des politiques de rigueur et le risque de crédit crunch (avec l'obligation imposée aux banques européennes d'augmenter rapidement leur ratio de fonds propres) font plutôt redouter la déflation dans la zone euro. En pareil cas, l'achat de titres obligataires par la Banque centrale n'est pas inflationniste. Pour preuve, les achats massifs de titres par les banques centrales depuis la crise financière ont fortement augmenté la base monétaire (réserves et espèces) mais pas la masse monétaire. Cf. ci-dessous le cas de l'Eurozone :



Money base and M3 in Eurozone (2007=100)

En fait, quand la récession et la déflation menacent, les banques préfèrent thésauriser les liquidités obtenues auprès de la banque centrale, plutôt que de les prêter. Résultat : les réserves des banques augmentent mais pas la masse monétaire.

La deuxième raison met en avant le problème de l'aléa moral. Quand des Etats traditionnellement laxistes savent qu'ils pourront, quoiqu'il arrive, continuer à se financer à peu de frais, leur discipline budgétaire risque de se relâcher encore plus. L'intervention de la BCE doit donc avoir pour contrepartie une réforme crédible du Pacte de Stabilité, et, en attendant, l'adoption par les pays en difficultés de politiques d'ajustement structurels crédibles (permettant de dégager à moyen terme un excédent primaire et de promouvoir la croissance, toutes choses qui implique des mesures politiquement douloureuses).

Finalement, il faudra bien en passer par là. Et le plus tôt sera le mieux. Comme le montre le [New York Times](#) de ce jour, cela fait déjà deux ans que l'on savait que la Grèce était insolvable. Si on avait fait à l'époque ce qu'il fallait, l'ajustement des PIGS aurait coûté moins cher à tout le monde.

<http://antisophiste.blogspot.com/2011/11/la-crise-des-dettes-publiques-et-le.html>

32) Recherchez ce que signifie « Crédit crunch » et « aléa moral »

33) Pourquoi, selon ce texte, l'intervention de la BCE est-elle essentielle et ses effets pervers finalement évitables ?