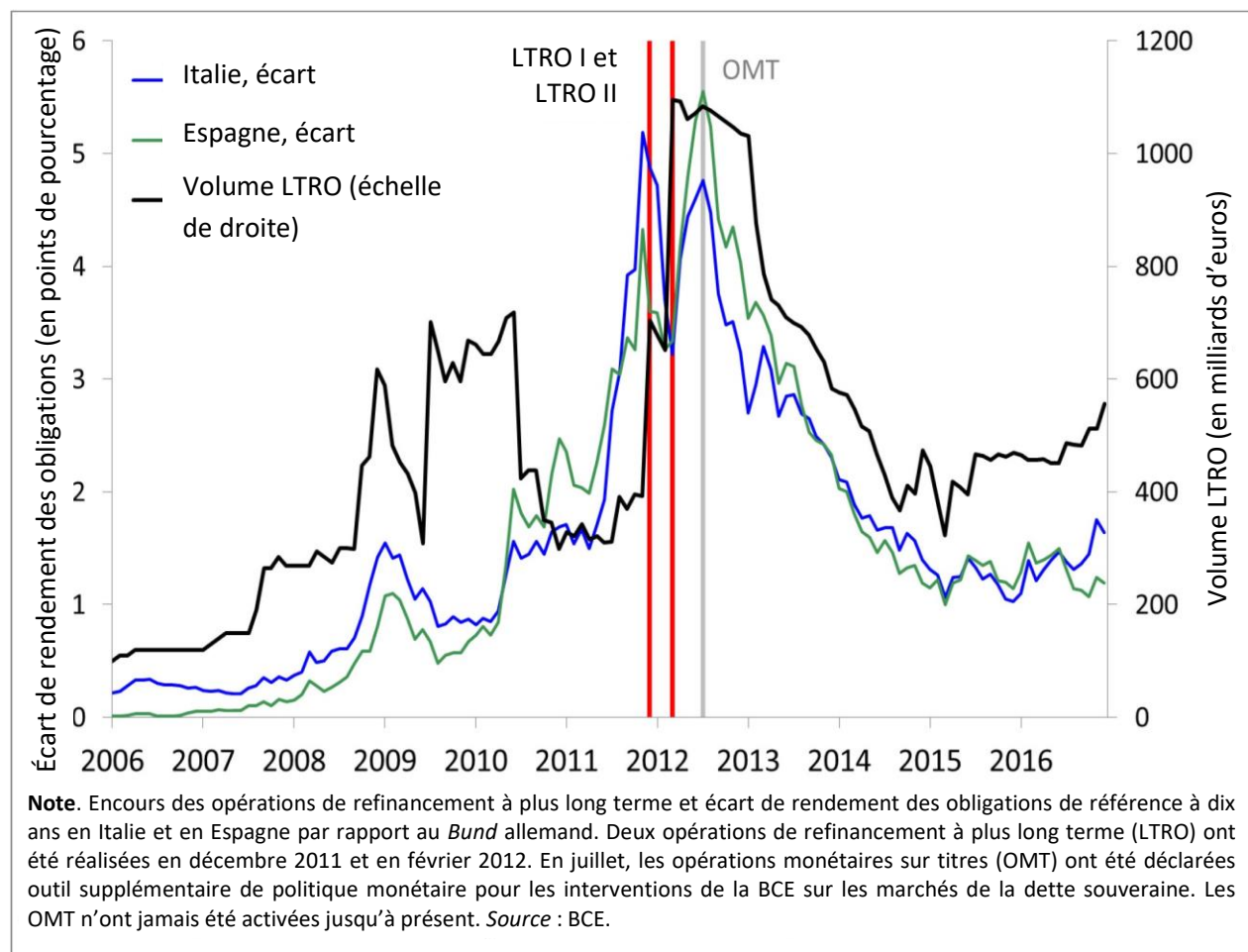


LTRO et soutenabilité des finances publiques dans la zone euro

Par [Christoph Grosse Steffen](#)

La BCE a accordé des prêts à long terme (LTRO) aux banques afin de lutter contre la fragmentation financière (2011-2012). Pour certains, ces interventions ont eu des effets secondaires négatifs sur la soutenabilité budgétaire en supprimant la discipline de marché. Cette critique ne tient toutefois pas compte de l'effet sur la stabilisation du crédit à l'économie qui atténue la baisse du PIB et améliore la soutenabilité de la dette. Nous montrons que la solvabilité budgétaire est renforcée par la disponibilité temporaire de liquidité non conventionnelle de la BCE.

Graphique 1 : Baisse des écarts de rendement des emprunts publics



L'apport de liquidité de la BCE au regard du « cercle vicieux » banques-États

Les emprunts publics sont essentiels pour les banques car ils servent de garantie sur les marchés repo privés et dans les opérations d'apport de liquidité de la banque centrale. En 2011, un phénomène qualifié de « cercle vicieux » s'est développé entre le financement des banques et le risque souverain, l'accentuation des tensions budgétaires dans certains pays de la zone euro ayant entraîné une érosion de la valeur de la dette souveraine utilisée comme garantie. Les banques ont dès lors interrompu leurs interventions sur les marchés du refinancement interbancaire garanti, limitant ainsi le volume de crédit bancaire. Ceci a détérioré les perspectives budgétaires et alimenté ce cercle vicieux (cf. [Panetta and Davies, 2011](#)). L'écart de rendement des emprunts publics italiens et du *Bund* allemand a atteint 500 points de base en novembre 2011, contre seulement 20 points environ en 1999, au moment de l'introduction de l'euro. Les banques, quant à elles, devaient verser une prime de risque élevée sur les marchés du refinancement interbancaire garanti pour obtenir un financement en échange d'une garantie souveraine.

En décembre 2011 et en février 2012, face aux tensions sur les marchés interbancaires, la BCE a lancé deux opérations exceptionnelles de refinancement à plus long terme destinées aux banques de la zone euro, pour un montant d'environ 1 000 milliards d'euros et une durée de trois ans (Cf. Graphique 1). Cette décision avait pour but d'éviter une contraction majeure du crédit et de préserver la transmission de la politique monétaire de l'Eurosystème. Les écarts de rendement des emprunts publics italiens et espagnols sont revenus à des niveaux proches de 200 points de base et 100 points de base, respectivement, entre novembre 2011 et mars 2012. Une mesure non conventionnelle de politique monétaire supplémentaire, les opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions*), a été annoncée en juillet 2012, après l'engagement de Mario Draghi de faire « tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro ». Cela a limité la prime de risque de redénomination due à la crainte des marchés d'un possible éclatement de la zone euro (cf., par exemple, [De Santis 2015](#)).

En fournissant de la liquidité aux banques des États membres en difficulté, à un coût moins élevé que sur les marchés interbancaires en proie à des dysfonctionnements, la BCE a contribué à interrompre le « cercle vicieux » en rétablissant l'accès au financement pour l'économie, améliorant par là-même les perspectives de croissance de l'économie. Fondamentalement, cet effet positif n'est pas lié à la possibilité pour les États de se financer de façon moins onéreuse. Le mécanisme que nous allons mettre en évidence ici est le suivant : la liquidité additionnelle fournie par la banque centrale réduit indirectement le risque de défaut souverain en soutenant les banques et l'économie, et donc la capacité de l'État à rembourser sa dette.

Selon certaines critiques, les LTRO créeraient des incitations négatives pour les finances publiques

Toutefois, selon certaines critiques, les LTRO créeraient des incitations négatives pour les États et pour les banques. Les banques emprunteraient à bas prix auprès de la banque centrale et achèteraient davantage de titres de dette publique émis par les pays en crise, contribuant ainsi à accentuer le « cercle vicieux » entre l'État et les banques. En outre, les banques utiliseraient des

prêts risqués comme garantie vis-à-vis de la banque centrale, qui se lancerait alors dans un « pari à mille milliards d'euros » ([Wyplosz 2012](#)). En cas de défaut souverain, ce serait la banque centrale, plutôt que les banques privées, qui subirait des pertes élevées. Par conséquent, les gouvernements qui auraient dû réduire leurs déficits seraient plutôt incités à emprunter davantage en raison d'un assouplissement des conditions du crédit. Ce serait un cas de double aléa moral.

Les LTRO ont interrompu le « cercle vicieux »

Il existe donc deux arguments opposés quant aux effets des LTRO sur la soutenabilité de la dette publique. [Engler et Grosse Steffen \(2016\)](#) ont analysé ces arguments. Ils proposent un modèle dans lequel le soutien d'urgence à la liquidité joue un rôle stabilisateur mais où, en même temps, les gouvernements sont incités à dépenser plus s'ils peuvent emprunter à un coût plus faible. En outre, la probabilité de défaut est explicitement modélisée dans leur scénario, rendant possible l'effet rétroactif des interventions de politique monétaire sur les décisions budgétaires et le risque de défaut. Le modèle est calibré à partir de données observées pendant la crise de la dette souveraine en Europe. Cette analyse conduit à une nouvelle conclusion importante : la discipline de marché peut être renforcée en présence de mesures de fourniture de liquidité d'urgence, car celles-ci réduisent l'incitation des émetteurs souverains à faire défaut. Ainsi, la baisse des écarts de rendement observée en 2012 peut être liée en partie aux mesures concernant les LTRO.

Selon le modèle, ces mesures ont renforcé la soutenabilité de la dette publique

Le graphique 2 illustre les résultats de l'intervention de politique monétaire. Elle compare, pour une économie de référence, la situation dans laquelle les LTRO sont disponibles (ligne en pointillés) avec celle où elles ne le sont pas (ligne continue). Au départ, l'économie est touchée par une série de chocs de productivité positifs, ce qui aboutit à une phase d'expansion. Conformément à une propriété générale de ce type de modèles, se caractérisant par des dépenses budgétaires procycliques, cela aboutit à un relâchement de la discipline budgétaire, avec une hausse du ratio dette publique/PIB. Un « cercle vicieux » potentiel est alors déclenché par un choc négatif important et soudain. Cela crée des tensions budgétaires par le biais d'une forte hausse des écarts par rapport au taux d'intérêt sans risque (non représenté dans le graphique 2).

Sans accès aux LTRO, le risque de défaut augmente brusquement et les prêts interbancaires ainsi que la production diminuent très fortement. Ces effets se renforcent mutuellement en raison de l'utilisation des emprunts publics en garantie des opérations de prêt interbancaire. La moindre qualité des emprunts publics utilisés en garantie se répercute sur les coûts de l'emprunt interbancaire. Une prime de risque plus élevée sur l'emprunt interbancaire pèse sur l'intermédiation et sur l'offre de crédit. Cela détériore davantage encore la soutenabilité de la dette publique et creuse encore plus les écarts de rendement, renforçant ainsi le « cercle vicieux ».

À l'inverse, lorsque les LTRO sont en place, ils ont un effet stabilisateur. La production et les prêts interbancaires continuent de diminuer après un choc négatif important même si le système bancaire a accès aux LTRO. Cela est dû principalement à des effets sur la demande. Cependant cette baisse est très modérée car les primes de risque sur les prêts interbancaires sont moins élevées et le « cercle vicieux » créé par les garanties, est considérablement atténué. Cette évolution se traduit à son tour par une augmentation de la valeur des garanties, contribuant ainsi à stabiliser le crédit et

l'économie. Ainsi, l'évaluation par les marchés de la soutenabilité de la dette publique s'améliore et la prime de risque de défaut diminue. Bien que le ratio de dette publique suive une trajectoire légèrement plus élevée, son niveau reste soutenable. Dans nos simulations, c'est l'atténuation de la baisse du PIB qui prévaut et qui donc explique la réduction du risque de défaut.

Graphique 2 : Simulations d'intervention de politique monétaire

