



## UEM : Les finances publiques après la crise (tome 3)

### La zone euro resserre ses liens de solidarité dans la rigueur

- Engagée dans une stratégie de sortie de crise fondée sur la consolidation des bilans publics, l'UEM a aussi apporté une réponse plus coopérative en accordant des aides financières aux petits pays de la périphérie en cure. Jusqu'à récemment, il s'agissait d'une solidarité de crise conçue dans l'urgence, limitée dans le temps et assortie d'une conditionnalité forte.
- Avec le MES, on sort de cette logique avec la création d'un mécanisme pérenne qui institutionnalise le principe d'une solidarité en zone euro tout en conservant un caractère contraignant.
- Cependant, même avant son entrée en vigueur, la question de l'efficacité de ce nouveau fonds de sauvetage a été posée, compte tenu de sa capacité limitée d'intervention au moment où l'Espagne ou l'Italie faisaient face à un risque de liquidité.
- La parade est venue de la BCE qui a finalement accepté de jouer un rôle de prêteur en dernier ressort pour les Etats en difficulté. L'action de la BCE est une manière d'acheter du temps pour permettre à la zone euro d'avancer sur la voie d'une plus grande intégration budgétaire, avec en toile de fond la question de la mutualisation des dettes.
- Le débat sur la mutualisation de la dette, n'a pas à ce jour accouché d'un véritable consensus. Il existe de multiples versions avec des déclinaisons suivant le degré de substitution, le type de garantie et de structuration, le degré de compatibilité avec les traités actuels et le caractère plus ou

moins incitatif en termes de discipline budgétaire. La mise en commun des dettes demande néanmoins un abandon de souveraineté et doit donc aller de pair avec une intégration politique plus poussée.

- Cette gouvernance européenne visant à corriger les défauts de conception initiale de l'Union doit notamment avancer sur la représentativité et la légitimité des futures institutions supranationales afin que la refonte du projet européen selon une logique tridimensionnelle d'unions, bancaire, budgétaire et politique, soit acceptable et acceptée par tous.

L'UE et en particulier l'UEM se sont engagées dans un processus à étapes visant à redessiner le cadre de la surveillance multilatérale des finances publiques. Ce processus est à ce jour abouti (cf. [tome 1](#) et [tome 2](#)) sans véritable remise en question des principes fondamentaux de l'UEM, une politique monétaire commune et une politique budgétaire décentralisée à flexibilité limitée, sous surveillance multilatérale. Mais ces avancées n'ont pas fondamentalement modifié la perception du risque zone euro. D'un côté, **ces gages d'une surveillance mutuelle resserrée, plus efficace et plus opérationnelle, ne rassurent pas complètement quant à leur capacité à discipliner les Etats-membres.** De l'autre, ils ne permettent pas de gérer les problèmes de surendettement hérités de la crise avec une UEM mal conçue au départ.

Si des pas vers une réponse coopérative ont été faits dans le cadre des programmes d'aide aux petits pays de la périphérie, la solidarité demeure



limitée et sous conditions. La non-remise en question de la "clause de non-renflouement (*no bailout clause*)" ni de l'interdiction de monétisation de la dette par la Banque centrale européenne ravivent sporadiquement les inquiétudes sur la viabilité des dettes en zone euro avec comme potentielle conséquence celle du défaut d'un ou de plusieurs Etats membres. Et avec une perception du risque qui monte pour deux grands pays comme l'Italie et l'Espagne, la crise a acquis une nouvelle dimension plus systémique vu la taille des économies concernées.

La création du MES constitue un signal positif dans la résolution de la crise européenne, celle-ci étant en grande partie une crise de gouvernance. Ce nouveau mécanisme à caractère permanent permet ainsi de pérenniser, mais aussi de régulariser du point de vue normatif, une partie de l'aide européenne née dans l'urgence au plus fort de la crise. Cette institutionnalisation du principe de solidarité est une bonne chose mais la taille du dispositif paraît insuffisante en cas de crise systémique, d'où des questionnements sur son efficacité. Un rapide survol de l'évolution des mécanismes d'entraide durant la crise prouve néanmoins qu'ils ne sont pas figés. Il est en effet important de continuer à démontrer la capacité de l'Europe à faire évoluer ses statuts pour s'adapter face à la crise.

## La solidarité, contrepartie de la rigueur

Bien que les principaux outils de résolution de crise se soient largement appuyés sur le resserrement des politiques budgétaires, la crise a aussi instauré une forme de solidarité au sein de la zone euro avec la création du FESF en mai 2010.

### Du FESF au MES en passant par le TSCG

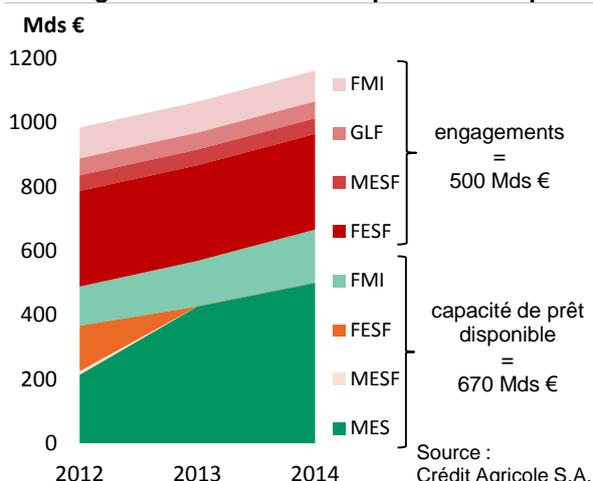
Après déblocage de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe, le Mécanisme européen de stabilité (MES) devrait voir le jour en octobre. Il s'agit d'un nouvel instrument d'intervention européen qui sera établi de manière permanente à la différence des institutions déjà existantes comme le Fonds européen de stabilité financière (FESF), le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF) et le véhicule spécial de prêt à la Grèce (*Greek Loan Facility*, GLF). Si ces deux derniers instruments sont gérés par la Commission européenne, le FESF est une société anonyme de droit luxembourgeois dont les actionnaires sont les Etats membres de la zone euro. A sa création, en mai 2010, le FESF s'est vu doté d'un capital de garantie souscrit par les pays de la zone euro à hauteur de 440 milliards d'euros. Sa capacité d'emprunts reste cependant contrainte par la part de ses contributeurs bénéficiant d'un triple A (qui représente 58 % des garanties) et s'élevait donc initialement à 255 milliards d'euros.

Il a par la suite été décidé en mars 2011, d'augmenter cette capacité à 440 milliards d'euros adossée à un nouveau volume de garanties souscrites de l'ordre de 780 milliards d'euros. Et ce, afin d'anticiper la possible dégradation de certains poids lourds européens – la France n'ayant été dégradée que par une agence parmi les trois principales, la capacité de prêt du FESF n'est pas *a fortiori* réduite. Il faut cependant noter que la force de frappe du FESF est actuellement déjà entamée par les programmes d'aide prévus pour un montant de l'ordre de 300 milliards d'euros. Sa capacité de prêt n'est donc plus que de 140 milliards aujourd'hui.

Outre l'augmentation du volume de prêt du pare-feu européen, l'objectif du traité MES est donc de fusionner l'ensemble de ces instruments, appelés à disparaître en juillet 2013, au sein d'une organisation intergouvernementale avec le statut d'institution financière internationale (IFI). A la différence du FESF, les garanties du MES ne seront pas uniquement sous forme de capital souscrit : une partie sera directement affectée au mécanisme en tant que capital libéré.

Il est ainsi prévu que le MES soit doté de 700 milliards de fonds de garantie qui se partageront entre 620 milliards de fonds mobilisables et 80 milliards d'euros de fonds propres versés en cinq tranches de 16 milliards d'ici 2014. Afin de s'assurer d'une notation maximale, le traité stipule que les fonds propres du MES doivent couvrir 15 % de sa capacité totale de prêt qui atteindrait à terme 500 milliards d'euros. Cependant, les capacités de prêt disponibles du FESF et du MESF seront maintenues jusqu'à la mi-2013 afin de garantir un volume globale d'aide potentielle similaire pendant la période de dotation du MES. Par ailleurs, les pays européens peuvent également compter sur le soutien du FMI qui a jusqu'à présent participé aux différents plans d'aide à hauteur d'un peu plus d'un tiers du montant total. A terme, le MES et le FMI formeraient ainsi conjointement une nouvelle capacité totale de prêt de l'ordre de 670 milliards d'euros. Il faut néanmoins tenir compte de l'ensemble des prêts déjà engagés dont va hériter ce nouveau pare-feu européen. L'enveloppe globale d'aide à la Grèce, au Portugal et à l'Irlande atteint déjà environ 390 milliards d'euros. Le FMI et la Commission (*via* le MESF et la *Greek Loan Facility*) y contribue chacun à hauteur de 100 milliards d'euros auxquels s'ajoute une aide du FESF à ces trois pays de près de 190 milliards d'euros. De plus, il convient désormais de prendre en compte la future aide aux secteurs bancaires, espagnol et chypriote, pour un montant maximum de 110 milliards d'euros. Avec un montant total d'engagement d'environ 500 milliards d'euros et une capacité de prêts nouveaux autour de 670 milliards d'euros (y compris FMI), l'aide financière aux pays européens en difficulté pourrait potentiellement atteindre près de 1 200 milliards d'euros, ce qui semble peu eu égard aux besoins de refinancement de gros Etats, comme l'Espagne ou l'Italie.

### L'intégration du MES dans le pare-feu européen



€ Mds	2012	2013	2014
Fonds propres versés au MES	32	64	80
Capacité de prêt effective du MES	213,3	426,7	500
Capacité de prêt disponible du MESF	11,5	0	0
Capacité de prêt disponible du FESF	141,4	0	0
Capacité de prêt disponible du FMI	122,1	142,2	166,7
<b>Capacité de prêt totale</b>	<b>488,3</b>	<b>568,9</b>	<b>666,7</b>
Capacité de prêt engagée du FESF	298,6	298,6	298,6
Capacité de prêt engagée du MESF	48,5	48,5	48,5
Capacité de prêt engagée du GLF	53	53	53
Capacité de prêt engagée du FMI	96,5	96,5	96,5
<b>Engagement total</b>	<b>496,6</b>	<b>496,6</b>	<b>496,6</b>
<b>Montant total du pare-feu</b>	<b>984,9</b>	<b>1065</b>	<b>1163</b>

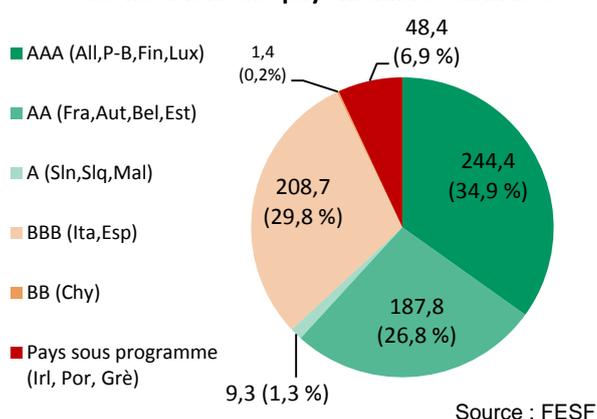
Celle-ci a alors transmis les dossier dans le courant de l'été à la CJUE qui pourrait ne rendre un avis qu'en décembre. L'invalidation par une instance communautaire des deux textes européens semble toutefois hautement improbable.

Les prérogatives de ce mécanisme d'aide ont été progressivement étendues à mesure que la crise s'intensifiait et se propageait à des poids lourds de la zone euro mettant en exergue les défauts de conception. Ainsi, **en juillet 2011, les Etats membres ont doté le FESF de nouveaux pouvoirs : rachat de dette sur le marché primaire pour les pays sous aide, rachat de dette sur le marché secondaire y compris pour les pays hors-programme en cas de circonstances exceptionnelles définies par la BCE, recapitalisation d'institutions financières nationales via une aide sous conditions versée aux Etats pour les pays hors-programme ou dans le cas de mise en place de ligne de crédit de précaution à la manière du FMI.**

Ainsi tout en pouvant aider les pays sous programme à retrouver un accès au marché, il devenait possible pour le FESF d'agir plus efficacement en amont en s'appuyant sur l'expertise de la BCE. A l'origine, le MES devait être doté de ces mêmes instruments et se voir accorder le statut de créancier privilégié juste derrière le FMI.

Initialement signé par les chefs d'Etat en juillet 2011, le traité MES avait été remodelé pour tenir compte des avancées européennes en termes de solidarité et de coordination budgétaire. En plus d'intégrer les nouvelles prérogatives du FESF, la nouvelle mouture du texte signée en février 2012 a ainsi permis de lier l'adhésion au MES à la ratification du TSCG. Il est en effet prévu que l'aide du MES sera conditionnelle à la ratification du TSCG à partir de mars 2013. C'est pourquoi, certains pays comme l'Allemagne ou l'Italie ont décidé d'effectuer la ratification des deux traités de manière conjointe. D'autres, à l'image de la France qui a déjà adopté le MES, les ont dissociés (voir annexe 1). Il faut toutefois souligner que cette décision figure seulement dans le préambule du traité MES et n'a donc pas de valeur juridique contraignante. Le traité prévoit l'entrée en vigueur du mécanisme une fois que les Etats représentant 90% du capital de garantie l'auront ratifié. Théoriquement prévu le 1<sup>er</sup> juillet 2012, elle a dû être repoussée en raison du recours constitutionnel déposé par des députés allemands (en majorité d'extrême-gauche mais aussi de la CDU et du SPD) auprès de la Cours de Karlsruhe, et ce en dépit de la ratification effective par le Parlement allemand le 29 juin 2012. L'Allemagne représentant 27 % du capital du MES, cela a bloqué *de facto* la mise en œuvre du traité. Le député irlandais Thomas Pringle avait aussi saisi la Cour Suprême de son pays en avril dernier afin de contester la constitutionnalité des ratifications des traités MES et TSCG.

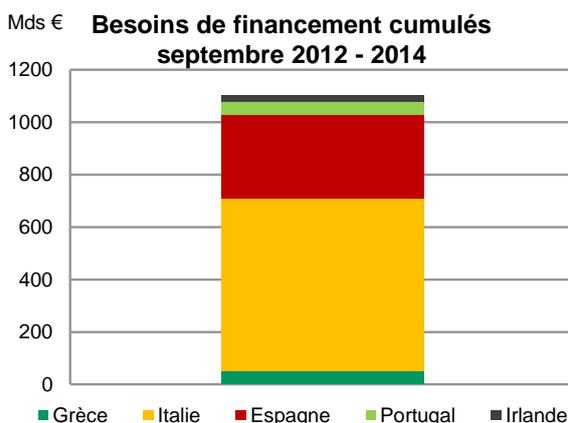
### Répartition des garanties du MES selon les notations des pays membres en mds €



En dépit de ces améliorations, les pare-feu européens possèdent toujours le défaut d'être limité en taille face à une problématique qui elle grossit avec la contamination de la crise à des poids lourds de la zone euro.

Dans le cas du MES, le traité stipule que sa dotation en fonds propres doit en permanence couvrir au minimum 15 % de son encours d'émissions –si tel n'est pas le cas, il est possible d'accroître ses fonds propres en appelant le capital mobilisable. Ainsi bien que la surgarantie offerte soit moins forte que dans le cas du FESF (les

garanties totales couvrent 140 % de sa capacité de prêt contre environ 175 % pour le FESF), le fait que le MES ait systématiquement plus d'un dixième de son capital sous forme de fonds propres lui garantit une notation maximale même en cas de dégradation de la note souveraine de ses contributeurs. Cependant, **malgré une puissance de feu relativement sécurisée, il ne semble pas en mesure de venir en aide à de gros pays, comme l'Italie ou l'Espagne si ces derniers perdent leur accès aux marchés.** Cela impliquerait en effet une charge trop importante combinée à une réduction marquée de la capacité de prêt, rendant le MES totalement impuissant. Les besoins de financement cumulés de ces deux pays additionnés à ceux des trois pays sous aide de la Troïka dépassant les 1 000 milliards d'euros, la capacité de prêt du pare-feu européen serait vite épuisée et l'utilisation des garanties souscrites –*de facto* réduite d'un tiers en raison de la suspension des garanties des pays sous aide– très limitée dans un contexte de fort stress financier. Il faudrait alors augmenter plus encore la puissance de feu du MES, ce qui *in fine* pourrait dégrader la qualité de signature des pays contributeurs restants.



Source : Bloomberg, Crédit Agricole SA

**Partant du principe que les garanties du MES pourront difficilement être réévaluées, plusieurs propositions ont déjà été évoquées pour augmenter la capacité de prêt des fonds de sauvetage via un levier d'endettement plus important,** une hypothèse explicitement envisagée en octobre 2011 dans le cas du FESF.

Précisons cependant que le montant de la capacité de prêt du MES de 500 milliards d'euros est figée dans ses statuts et toute augmentation de celui-ci devra alors nécessiter une modification du traité.

Une première option serait de lui permettre de se refinancer auprès de la BCE, soit directement en lui octroyant une licence bancaire ou indirectement *via* un véhicule de financement *ad*

*hoc* (*Special Purpose Vehicle*, SPV). La crédibilité du MES en serait ainsi largement renforcée par un accès à un large volume de liquidités à un coût moins élevé et moins sensible à la volatilité du marché, ce qui permettrait d'éviter l'écueil de la taille. Cette situation consacrerait le rôle de prêteur en dernier ressort de la BCE. Cette option se heurte cependant à l'orthodoxie monétaire et budgétaire prônée par l'Allemagne et les petits pays AAA, déjà hostiles à la mise en œuvre du programme OMT de rachat de dette souveraine décidé le 6 septembre.

Deux autres solutions ont été retenues pour le FESF lors du sommet européen du 26 octobre 2011. Elles consistaient à **permettre au FESF soit d'investir dans un véhicule de financement émetteur de CDO, soit de délivrer des « certificats de protection ».**

Dans le premier cas, il était envisagé que le FESF puisse investir, au côté d'investisseurs privés, dans un véhicule de financement *ad hoc* (SPV), qui achète de la dette souveraine (sur les marchés, primaire ou secondaire) et émet en échange des créances de séniorité différentes (un genre de CDO). Les tranches *equity*, les plus risquées car assumant les premières pertes, seraient achetées par le FESF, les investisseurs privés « classiques » ayant probablement un intérêt pour les tranches, mezzanine ou senior, par nature moins risquées. En apportant de la liquidité sur les marchés, et en limitant le risque de pertes en capital pour les investisseurs privés, ce fonds dédié devait faciliter le (re)financement des Etats à des coûts réduits. En envisageant des opérations similaires pour le MES, ce type de financement structuré permettrait théoriquement à ce dernier de lever environ quatre fois le montant de ses garanties disponibles pour une capacité finale de prêt de l'ordre de 1 608 milliards d'euros ( $\approx 500 + 4 \times 277$ ). Il n'est cependant pas sûr qu'un tel produit trouve grâce aux yeux des investisseurs.

Les chefs d'Etat européens avaient aussi évoqué la possibilité de faire jouer au MES le rôle d'un réhausseur de crédit en assurant une part variable des nouvelles émissions d'obligations souveraines des membres *via* la création de « certificats de protection ». L'effet de levier dépendait ici du degré d'assurance : si le MES se portait garant pour un quart de la nouvelle dette, il pourrait lever près de quatre fois ses fonds de garantie. Ce chiffre serait de deux en cas d'assurance jusqu'à 50 %. La part de garantie risque de ne pas être suffisante face à des investisseurs tentés de réévaluer sans cesse en hausse l'ampleur des décotes nécessaires en cas de scénario adverse. En effet, à titre d'exemple, les détenteurs privés de la dette grecque ont subi une perte en valeur actualisée de 74 % lors du plan de restructuration PSI. Or, si le MES s'engageait à couvrir les trois

quarts des nouvelles émissions, le montant supplémentaire de capitaux qu'il pourrait lever ne serait équivalent qu'à un tiers de ses garanties souscrites pour une puissance de feu totale de 869 milliards d'euros ( $\approx 500 + 1,33 \times 277$ ), ce qui réduit considérablement l'attrait d'un tel dispositif.

Ces solutions envisagées en octobre dernier lorsque la crise a contaminé les deux poids lourds de la zone euro, l'Italie et l'Espagne, ont reçu un accueil réservé et n'ont pas donné lieu à concrétisation. **Face à l'amplification des phénomènes de contagion entre les risques souverains et bancaires au cours de l'automne, les Européens ont été contraints de trouver de nouvelles solutions d'urgence pour enrayer la crise.**

Les décisions entérinées lors du dernier sommet européen des 28 et 29 juin derniers marquent à cet égard une nouvelle étape dans la résolution de la crise. Le volet 'croissance' obtenu par François Hollande ne constitue certes qu'une goutte d'eau de 129 milliards d'euros (environ 1 % du PIB européen avec mobilisation des fonds BEI) et avec un impact donc limité, mais il a le mérite d'exister et symbolise un début d'inflexion de stratégie, laquelle n'envisageait jusqu'alors que la seule austérité pour réduire le poids des dettes.

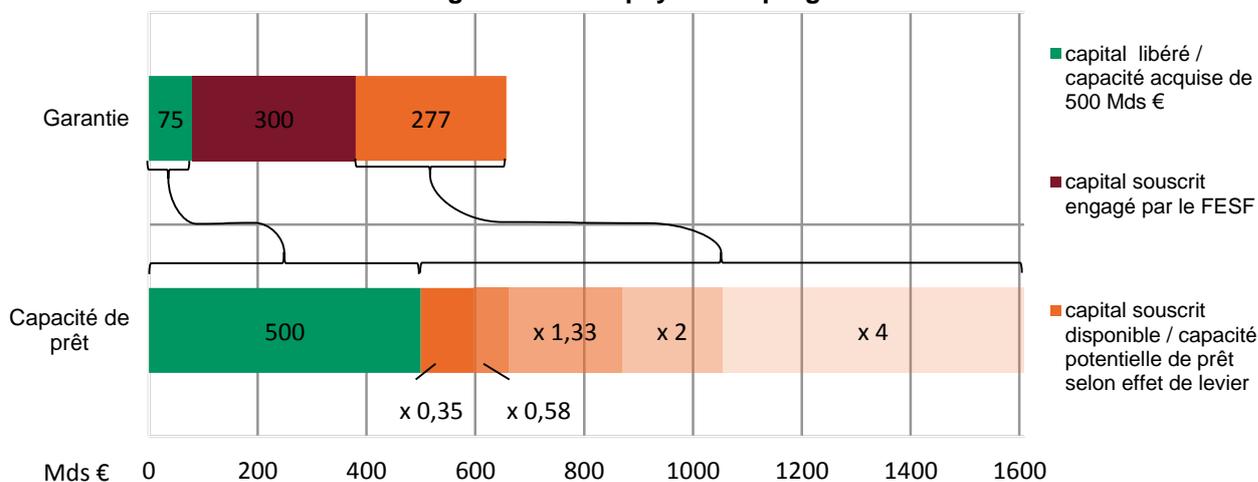
Mais, **c'est surtout, la décision d'autoriser les fonds européens (FESF/MES) à fournir une assistance financière aux banques, directement sans transiter par le budget des Etats, qui constitue une vraie avancée à même de briser le cercle vicieux entre risque souverain et risque bancaire.** Cette aide directe est subordonnée à la mise en place d'un superviseur bancaire unique à l'échelle de

l'Europe, sous l'égide de la BCE, première étape vers une union bancaire.

Par ailleurs, l'aide est désormais accessible pour les pays respectant à la lettre le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) ou leur Procédure de dette ou de déficit excessif (PDE) le cas échéant. Bien que contestées par les petits pays AAA comme la Finlande et les Pays-Bas, ces récentes avancées devraient finir par prendre corps. En effet, ces pays représentent à eux deux seulement 7,5 % du capital du MES, ce qui ne leur permet ni de bloquer l'entrée en vigueur du mécanisme, ni de s'opposer à ses interventions dans le cadre d'une procédure d'urgence. Cette procédure prévoit le contournement de la règle de décision à l'unanimité pour l'attribution d'une assistance financière dans le cas de circonstances exceptionnelles : une majorité qualifiée de 85 % est alors suffisante, ce qui donne de fait un droit de veto aux trois plus grands contributeurs qui détiennent chacun une part des votes supérieure à 15 % (Allemagne, France, Italie). Notons par ailleurs, que la séniorité de l'aide du MES a été plus ou moins remise en question dans le cadre de la négociation concernant l'aide au système bancaire espagnol.

**Et pour surmonter le problème de taille, la BCE s'est résolue à compléter ce dispositif d'entraide par des actions en dernier ressort à caractère illimité.** D'abord cantonné aux banques, cet approvisionnement en liquidité concerne désormais les Etats qui en font la demande avec des rachats de titres souverains sur le marché secondaire sur des maturités allant jusqu'à trois ans mais sans limite de montant.

Capacité de prêt du MES avec effet de levier sans garanties des pays sous programme





## Quelles sont les frontières de la solidarité ?

Le projet d'union bancaire s'inscrit bien dans une logique d'une plus grande intégration en zone euro mais son parachèvement demande d'y adjoindre, à terme, une forme d'union budgétaire avec en toile de fond l'idée d'une mutualisation des dettes.

Cette mise en commun des dettes est même préconisée par certains analystes comme une solution de crise, en permettant de faire baisser sensiblement le risque souverain en zone euro et ainsi en réduisant les primes de risque élevées dans les pays de la périphérie. Plus efficace qu'un MES trop limité dans sa puissance de feu, une telle solution s'apparenterait de fait à des transferts du Nord au Sud de l'Europe, ce qui rétablirait l'équilibre entre les pays pouvant s'endetter à bas coût comme l'Allemagne et la France et ceux comme l'Italie et l'Espagne qui sont pénalisés par des primes de risque trop élevées.

**Des euro-coupons aux eurobonds, il existe une foultitude de propositions sur la manière de mutualiser les dettes. Une chose est sûre : si les Etats européens veulent sauvegarder leur union monétaire, il leur faudra tôt ou tard lui adjoindre un pendant budgétaire.**

### Les enjeux de la mutualisation de dette

La Commission européenne s'est déclarée en faveur de l'introduction d'eurobonds. Tout d'abord, précisons que si le FESF – et prochainement le MES – est amené à émettre des obligations *a fortiori* supranationales, celles-ci diffèrent des obligations communes de stabilité envisagées dans le Livre Vert de la Commission par leur finalité qui est de soutenir les Etats européens actuellement en difficulté. Les eurobonds seraient en revanche dédiés au financement courant des administrations publiques de la zone euro. D'après le Livre Vert sur la Faisabilité de l'Introduction d'Obligations de Stabilité publié en novembre 2011, les deux principales caractéristiques fondamentales parmi les différentes formes d'eurobonds proposées sont la structure de garantie d'une part et le degré de substitution des euro-obligations aux obligations nationales d'autre part. Ces deux critères sont déterminants pour la qualité de l'obligation commune envisagée mais aussi en termes d'incitations pour les pays membres à respecter leurs engagements budgétaires (voir tableau en annexe).

Si les Etats décident de mutualiser l'ensemble de leur dette sous un même titre souverain, l'émission se fait ainsi solidairement et vient donc remplacer selon le degré de substitution les titres nationaux. En cas de défaut sur les eurobonds, les Etats peuvent être garants soit en fonction de leur taille dans l'économie européenne dans le cas d'une garantie conjointe, soit au prorata de la part de leurs dettes dans l'endettement total en cas de garantie non-conjointe.

La responsabilité des Etats à forte tendance d'endettement est donc bien moins forte dans le cas d'émissions conjointes. Ce type de garantie se heurte par ailleurs à l'article 125 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), la fameuse « clause de non-renflouement » qui interdit que les membres ou que les institutions de l'Union soient tenus responsables de l'endettement d'autres membres. Ainsi, si une garantie solidaire et conjointe permet d'offrir un eurobond plus complet en termes d'intégration et de solidarité, il s'agit de la structure la plus compliquée à mettre en place car, outre les problèmes d'aléa moral qui cristallisent les tensions entre le Nord et le Sud, elle nécessite une nouvelle modification du TFUE à l'image de celle requise pour l'adoption du MES (cf. tome 2).

Par ailleurs, le degré de substitution des euro-obligations joue également en pratique sur la compatibilité institutionnelle suivant la proposition envisagée. En effet, si les émissions communes couvrent une large partie des endettements nationaux alors l'article 125 constitue un réel obstacle. Cependant, dans le cas d'une aide temporaire, limitée et soumise à conditionnalité comme celle du FESF, les institutions européennes ont pu contourner cette clause en s'appuyant sur l'article 122 qui autorise une aide financière communautaire en cas d'« événement exceptionnel » – la BCE s'appuie sur une logique similaire pour justifier ses opérations de rachat d'obligations de pays en difficulté. On peut donc considérer qu'un eurobond quand bien même conjoint et solidaire peut s'avérer être plus ou moins acceptable si son volume d'émission est limité, et encore plus si son existence est temporaire comme c'est le cas de la proposition d'E-bill d'Hellwig et Philippon. Le niveau de faisabilité de chacune des propositions de mutualisation de dette dépend donc de leur degré de contradiction avec les traités.

**La justification première à la création d'une obligation européenne commune est** qu'un tel titre aurait un rendement inférieur à la moyenne des rendements des titres souverains qui la compose. En effet, **la répartition du risque entre les pays membres** ainsi qu'une plus forte liquidité permettrait de faire baisser le rendement en-deça de sa moyenne en abaissant les primes de risque exigées par les investisseurs. La politique monétaire commune pourrait donc retrouver ses canaux de transmission dans l'ensemble de la zone, durant le processus d'adaptation et de convergence des politiques budgétaires. L'ensemble des auteurs ayant travaillé sur ce concept s'accordent sur la nécessité de confier à une agence européenne de la dette indépendante les émissions et la gestion des obligations communes. Selon eux, l'élargissement du marché obligataire européen induit par la création d'un titre souverain solidaire viendrait concurrencer en volume le marché obligataire américain, permettant ainsi le renforcement de l'euro en tant que monnaie de réserve. Il apparaît en effet que l'un des principaux avantages de la mutualisation



des dettes européennes serait de créer un marché profond de titres fortement liquides et sûrs.

Les différentes propositions insistent également sur l'importance du rôle de la BCE pour permettre le développement de ce marché. Ainsi les partisans de solutions de type Eurobonds synthétiques, ESBies ou E-bills insistent sur le fait que l'institut de Francfort devrait accepter uniquement ces nouveaux titres considérés comme les plus sûrs dans le cadre de ses opérations de refinancement.

La première proposition concrète d'eurobond a été formulée par Delpla et Von Weizsäcker dans le cadre d'une étude publiée en 2010 par le *Think Tank* Bruegel Elle proposait de « **découper** » la **dette des Etats en deux tranches. Les obligations « bleues » (senior) constituées des soixante premiers pourcents de PIB de l'endettement total de chacun des membres, seraient émises conjointement au nom de l'ensemble de la zone euro. La part restante resterait sous forme de simples titres nationaux junior baptisés obligations « rouges »**. En cas de défaut, les obligations bleues seraient effectivement les premières à bénéficier d'un remboursement. Cette solution réduit les risques d'aléa moral et de déresponsabilisation des Etats, lesquels seraient toujours contraints de maintenir une discipline budgétaire afin de refinancer les tranches « rouges » à des conditions raisonnables. Un tel système nécessiterait cependant une importante révision des traités et des constitutions nationales, et appelle à une plus forte intégration budgétaire du fait de la garantie conjointe et du large degré de substitution. C'est donc un processus qui ne peut s'inscrire que dans la durée et ne constitue donc pas un outil instantané et efficace de sortie de crise. Par ailleurs, l'introduction d'un eurobond type Delpla et Von Weizsäcker ne réglerait en aucun cas les problèmes d'endettement excessif de l'Italie et de la Grèce ou bien les risques d'effet boule de neige des finances publiques espagnoles, qui perdureraient au niveau de la tranche rouge des dettes de ces Etats. La coexistence de deux tranches « rivales » pourrait en cas de panique financière faire flamber le coût de leur endettement supérieur à 60 %, ce qui serait problématique pour des pays à fort taux d'endettement. Autrement dit, sauf dans le cas d'une mutualisation totale, les phénomènes de *run* et de panique pourraient toujours se matérialiser sur la partie de la dette la moins sécurisée, rendant cette solution peu efficace pour les pays ayant accumulé un lourd passif.

**Le Conseil allemand des experts économiques a émis de son côté l'idée de mettre en place un fonds d'amortissement** qui prend plus ou moins

le contre-pied de la proposition de Bruegel. **Il s'agirait de mutualiser uniquement l'endettement excessif des pays membres, c'est-à-dire leur volume de dette supérieur à 60 %, assorti d'un calendrier de remboursement.** En plus de la forte cure d'austérité pan-européenne qu'il impose ([voir encadré et annexe 2](#)), ce dispositif implique une perte de souveraineté pour les pays du Sud mais aussi ceux du Nord (y compris l'Allemagne) qui présentent également un endettement excessif au regard des critères de Maastricht. C'est le prix à payer pour rassurer les membres les plus vertueux quant à l'incitation à poursuivre l'assainissement budgétaire après la disparition des pressions de marché. Cette ingérence budgétaire resterait cependant temporaire jusqu'au remboursement de l'intégralité de la dette excessive. Ce processus s'annonce néanmoins très long pour les pays lourdement endettés et l'austérité imposée par le remboursement d'une partie de la dette vient s'ajouter à une orientation budgétaire déjà contrainte par les critères stricts du nouveau PSC. Cet effort pourrait ne pas être compensé par la baisse des charges d'intérêt, car la subordination de la partie de dette non mutualisée pourrait se solder par un coût global de financement finalement plus élevé. Le caractère transitoire de ce dispositif et le degré partiel de mutualisation devraient faciliter son adoption d'un point de vue juridique, d'autant plus que le Parlement européen s'est prononcé en faveur de l'instauration d'un tel dispositif dans le cadre du vote sur le « Two Pack » du 13 juin dernier ([cf. tome 2](#)). Cependant, l'exécutif allemand, se faisant l'écho de l'opinion publique outre-Rhin, hostile à toute forme de mutualisation, reste farouchement opposé à la proposition des Sages. Les pays les plus endettés pourraient également s'opposer à sa mise en œuvre étant donné l'ampleur des ajustements budgétaires requis.

#### Fonds de rachat de la dette : un chemin de l'enfer pavé de bonnes intentions

Ainsi un fonds rachèterait pendant les premières années de son existence les émissions en renouvellement des pays concernés (Italie, France, Allemagne, Espagne, Belgique, Pays-Bas, Autriche, Chypre, Malte, soit ceux non concernés par les programmes d'aide du FESF) jusqu'à atteindre un volume correspondant à l'endettement en excès de 60% du PIB pour chaque pays. Le fonds émettrait des obligations à un taux proche du taux sans risque (4% dans nos simulations) bénéficiant de la garantie conjointe des pays. Les participants au fonds rembourseraient ensuite ces engagements sur une période d'environ trente ans. Ainsi le fonds atteindrait, à l'horizon 2018, un volume total maximal de 2 600 milliards d'euros, ce qui représenterait moins d'un tiers du PIB annuel de la zone euro.



Les pays s'engagent à la fois au service de la dette (selon le taux obtenu par le fonds sur ces émissions) et à l'extinction progressive de la dette dans le fonds (selon un taux de remboursement de 1%). Un impôt pourrait être directement affecté aux paiements, ce qui équivaldrait à un traitement préférentiel de la dette intégrée dans le fonds et donc à la subordination de la dette hors fonds. La participation à ce pacte de remboursement s'effectue sous la stricte conditionnalité du respect du TSCG associée à une mise en pension d'un collatéral, comme par exemple l'or qui dort dans les coffres des banques centrales nationales. Nous avons simulé les implications d'un tel fonds pour les quatre plus grands pays membres de la zone euro. Le cas de l'Italie est le plus emblématique, du fait de la taille de sa dette publique. L'Italie pourrait donc transférer dans le fonds 61,3% de PIB de dette (ratio calculé en 2013), soit la totalité des émissions en renouvellement de 2013 (dans l'hypothèse d'un démarrage immédiat du fonds) à 2020. Les paiements au fonds (rachat et intérêts) lui coûteraient à régime 3 points de PIB par an. La dette dans le fonds serait éteinte en 2036. Dans le respect des critères du PSC (soit un déficit structurel maximal de 0,5%) qui entraînerait aussi une baisse de la dette en dehors du fonds, la dette totale italienne se monterait à environ 40% en 2035. L'Italie serait obligée de dégager un excédent primaire de 3,3% en moyenne sur la période 2013-2036. C'est 0,5% de plus que l'excédent moyen qu'elle a su maintenir en moyenne sur les deux décennies passées, mais avec une croissance supérieure en moyenne de un demi-point par an par rapport à celle prévue dans notre simulation (+3% nominal). L'effort est donc considérable. Il le serait d'autant plus, si la perception du risque des détenteurs de la dette hors fonds augmentait et si une remontée des primes de risque intervenait sur les émissions en refinancement après 2020.

Finalement, si ces idées de « découpage » des dettes semblent praticables et théoriquement attractives, en pratique, toute mutualisation partielle fait porter un risque sur la partie la moins sécurisée en cas de regain d'inquiétudes sur la soutenabilité des trajectoires d'endettement.

**Une des solutions alternatives proposées est la création d'un marché d'eurobills.** Il s'agit dans ce cas de mutualiser les dettes à court terme avec une responsabilité conjointe et solidaire. **Sorte de *treasury bills* européens, ces titres viendraient se substituer uniquement aux émissions d'obligations de court terme à hauteur de 10 % de l'endettement total de chaque Etat membre,** ce qui équivaut à la même proportion de *t-bills* dans l'endettement total américain. Compte tenu de cette limite en volume, cette solution semble la plus compatible avec la clause de « non-renflouement (*no bail-out*) » car les Etats resteraient directement responsables de 90 % de leur dette. Elle ne nécessiterait qu'une modification minime des traités européens, voire aucune si ce dispositif n'est mis en œuvre que

provisoirement, comme outil de gestion de crise. Ceci peut en effet constituer un instrument de stabilisation rapide d'autant plus que les pays ayant un accès difficile aux marchés se voient systématiquement obligés de se refinancer sur du très court terme. Ce type d'eurobond profiterait ainsi plus particulièrement aux pays sous programme sans réellement affecter les pays AAA qui bénéficient toujours de leur notation sur leur endettement à long terme. Il constituerait par ailleurs un signal politique fort quant à la cohésion de la zone euro. Néanmoins, en dépit d'un rapport efficacité / temps de mise en œuvre intéressant, ce type de mutualisation de dette apparaît trop limité pour résoudre la crise de la dette à moyen long terme.

D'autres propositions ont ainsi émergé afin d'élaborer un système rapidement applicable et efficace sans avoir recours à une émission conjointe et solidaire d'obligations communes.

A la fin de l'année 2010, l'ancien ministre des Finances italien Giulio Tremonti et le président de l'eurogroupe Jean-Claude Juncker ont défendu l'idée dans les colonnes du *Financial Times* de créer un eurobond proche de la proposition faite par Bruegel à l'exception du type de responsabilité et du degré de substitution. Ils préconisent un titre commun à hauteur des quarante premiers pourcents de PIB de la dette de chaque Etat dont l'émission serait seulement solidaire. Les membres de la zone euro resteraient donc responsables au prorata de leur part relative dans l'endettement commun. L'agence européenne de la dette financerait au moins 50% des émissions sur le marché primaire (jusqu'à atteindre le quota de 40% du PIB) d'une part et proposerait un échange à parité de titres déjà existants sur le marché secondaire d'autre part, mais avec une option d'escompte d'autant plus élevée que le titre est sous la pression des marchés. Ces taux devraient refléter la hiérarchie des risques souverains au sein de la zone euro. L'objectif affirmé est de maintenir une discipline de marché tout en ôtant la part d'irrationnel liée à des phénomènes de surréaction et de panique. Un tel dispositif semble ainsi assez peu éloigné de la situation vers laquelle la zone euro semble converger avec des institutions comme le MES ou la BCE avec des interventions sur les marchés primaires et secondaires qui ont pour but de stabiliser les conditions de marchés. Cependant, des critiques formulées à l'égard de la proposition de Bruegel restent ici valides avec des problèmes de rivalité entre les deux tranches de dette. C'est pourtant en faveur de ce dispositif que le ministre français de Finances, Pierre Moscovici, s'est prononcé en mai dernier.



Les pays vertueux faisant bloc contre toute forme de mutualisation de dette impliquant une quelconque responsabilité dans l'endettement des pays de la périphérie, certains auteurs ont émis d'autres propositions visant à contourner le problème lié à la garantie solidaire en faisant jouer à une agence européenne de la dette un rôle de restructeur. Cette agence rachèterait un volume défini d'obligations souveraines (équivalent par exemple à 60 % du PIB pour chaque Etat) en proportion du poids de chaque économie nationale dans la zone euro, puis utiliserait ces titres comme collatéral afin d'émettre une obligation synthétique. Le groupe Euronomics a proposé que l'agence européenne structure la dette mutualisée en deux tranches : les *European Senior Bonds* (ESBies) pour les deux tiers de son collatéral et les *European Junior Bonds* (EJBies) pour le tiers restant. L'objectif de ce dispositif est de déplacer le phénomène de fuite vers la qualité non pas entre les différents souverains mais sur les deux tranches de dette commune. Ainsi, les investisseurs à la recherche de rendement auraient intérêt à investir dans les EJBies tandis que ceux recherchant la sécurité se tourneraient vers les ESBies. En cas de défaut, seule la tranche junior serait affectée. Cela permettrait de mieux répartir les primes de risque entre les Etats européens sans mutualiser les pertes. En effet, toute possibilité de renflouement d'un Etat par un autre est écartée du fait que seule la tranche junior est impactée en cas de défaut. Cette solution est intéressante puisqu'elle ne nécessite aucune modification constitutionnelle ni de mobilisation de fonds publics supplémentaires (le fonds agissant comme un simple intermédiaire). Mais, au même titre que les précédentes propositions évoquées, la solution d'Euronomics introduit à nouveau une rivalité entre la dette mutualisée et celle qui ne l'est pas.

De ce point de vue, la proposition de Beck, Uhlig et Wagner, également d'une obligation à garantie non conjointe, semble plus efficace car elle permet de conserver l'esprit des ESBies sans avoir recours à un nouveau redécoupage des dettes européennes. Au même titre que les ESBies, une agence européenne de la dette émettrait un titre composé d'un panier d'obligations nationales au prorata de leur poids dans l'économie de la zone euro mais cet eurobond synthétique serait le seul et unique type d'émission de l'agence. Le rendement de cette obligation synthétique serait égal à la moyenne pondérée des rendements des titres nationaux détenus en collatéral. Ainsi, en cas de défaut d'un Etat membre, la perte ne serait répercutée que sur le rendement moyen de l'obligation synthétique. Dans leur texte, les trois économistes ne précisent pas le montant de dette mutualisée mais suggèrent de commencer par rassembler dans un même fonds les titres souverains détenus par les banques de la zone euro ainsi que la BCE. On évoque un montant d'environ 2 000 milliards

d'euros soit seulement un cinquième du PIB de la zone euro, ce qui semble au final assez limité sachant que ce dispositif pourrait facilement être étendu.

Le même principe de mutualisation des rendements, mais pas de la dette est repris par Fonseca et Santa-Clara mais de manière décentralisée car inter-gouvernementale. Ces auteurs développent ainsi l'idée que les pays de la zone euro s'endettant à un taux inférieur au taux moyen observé dans la zone euro versent une compensation aux pays devant faire face à des taux supérieurs à la moyenne.

Ces dernières solutions s'appuyant sur une agence européenne comme instrument de « repackaging » de la dette présentent un certain intérêt non seulement parce qu'elles sont peu exigeantes au niveau constitutionnel et institutionnel mais aussi parce qu'elles offrent un nouvel actif sûr et liquide. Toutefois, étant donné que ces titres n'offrent pas de substitution totale, ils ne peuvent constituer un moyen efficace pour répondre au problème d'endettement excessif sur le long terme. Il serait ainsi possible de combiner ce type d'obligations synthétiques à une autre structure de mutualisation plus vaste telle qu'un fonds d'amortissement ou un eurobond type Bruegel par exemple.

Plus d'euro apparaît aujourd'hui comme la seule réponse à la crise et pour sauvegarder la monnaie unique. Les eurobonds ou toute autre formule de mutualisation de la dette ne doivent pas cependant être conçus comme un palliatif à la crise mais doivent devenir une forme d'aboutissement (même si des solutions transitoires restent envisageables) après un long processus d'intégration budgétaire.

Le temps du politique n'étant pas celui des marchés, la BCE a dû reprendre la main pour stabiliser les anticipations en acceptant de jouer un rôle de prêteur en dernier ressort pour les Etats en difficulté et s'engageant dans la voie de l'ajustement et des réformes. C'est une manière d'acheter du temps pour permettre à la zone euro de parachever son intégration, notamment budgétaire, et d'inventer une nouvelle architecture institutionnelle solide et légitime afin de fortifier l'édifice Europe.

### ***No taxation without representation***

Une intégration plus poussée nécessite en effet une plus forte légitimité au regard des peuples européens. Ainsi, s'il est clair que **la Commission et la BCE sortiront de la crise avec un pouvoir renforcé, ces institutions souffrent d'un manque de légitimité aux yeux des électeurs de la zone euro. Un tel déficit démocratique des institutions**



européennes laisse craindre une montée de la désaffection envers le projet européen et ce au-delà du risque purement financier. Ainsi, avancer sur la représentativité et la légitimité des futures institutions supranationales est un impératif afin que la refonte du projet européen selon une logique tridimensionnelle d'unions, bancaire, budgétaire et

politique, soit acceptable et accepté par tous. Faire avancer le chantier de la construction européenne, c'est aussi apporter une réponse à la question fondamentale de la croissance, car sans elle, l'édifice Europe a peu de chance de tenir quelle que soit la qualité de ses fondations. ■

## Bibliographie :

Beck, Uhlig & Wagner. 2011. « Insulating the financial sector from the European debt crisis: Eurobonds without public guarantees ». *VOXeu*. En ligne. 17 septembre. <<http://www.voxeu.org/article/eurobonds-without-public-guarantees-insulating-financial-sector-european-debt-crisis>>

Bofinger et al. 2011. « A European Redemption Pact ». *VOXeu*. En ligne. 9 novembre. <<http://www.voxeu.org/article/european-redemption-pact>>

Brunnermeier et al. 2011. « ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture ». *VOXeu*. En ligne. 25 octobre. <<http://www.voxeu.org/article/esbies-realistic-reform-europes-financial-architecture>>

Delpla & von Weizsäcker. 2010. « The Blue Bond Proposal ». *Bruegel Policy Brief* N° 2010/03. En ligne. 6 mai. <<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/>>

European Commission. 2011. « Feasibility of introducing stability bonds ». *Green Paper*. En ligne. 23 Novembre. <[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_en.pdf)>

Fonseca & Santa-Clara. 2012. « Euro-coupons: Mutualise the interest payments, not the principal ». *VOXeu*. En ligne. 11 mai. <<http://www.voxeu.org/article/euro-coupons-mutualise-interest-payments-not-principal>>

Hellwig & Philippon. 2011. « Eurobills, not Eurobonds ». *VOXeu*. En ligne. 2 décembre. <<http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds>>

Juncker & Tremonti. 2010. « E-bonds would end the crisis ». *The Financial Times*. En ligne. 5 décembre. <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/540d41c2-009f-11e0-aa29-00144feab49a.html#axzz258fBHRV>>



	Structure de garantie	Type de dette - Degré de substitution	Structure de mutualisation	Discipline budgétaire : incitation institutionnelle	Discipline budgétaire : incitation par le marché	Modification des traités	Mise en œuvre	Date de publication
<b>Euro-coupon (Fonseca &amp; Santa-Clara)</b>	Non-solidaire Non-conjointe	Dettes nationales - Nul	Mutualisation de la charge d'intérêt seulement	TSCG/8-pack	Signal-prix sur les émissions nationales	Aucune	Rapide	mai 2012
<b>Eurobonds synthétiques (Beck, Uhlig &amp; Wagner)</b>	Non-solidaire Non-conjointe	Rachat des titres détenus par les banques et la BCE - Partiel (non-précisé)	Portefeuille composé d'obligations au prorata des PIB et dont le rendement est la moyenne de ces obligations	Non-requis	Signal-prix sur le reste de la dette non-rachetée	Aucune	Rapide	septembre 2011
<b>ESBies / EJBies (Euronomics)</b>	Non-solidaire Non-conjointe	Rachat des titres sur le marché secondaire - Partiel (60 % du PIB)	Portefeuille d'obligations avec ESBies comme tranche senior	Non-requis	Signal-prix sur le reste de la dette au-delà des 60%	Aucune	Rapide	septembre 2011
<b>Eurobonds non-conjoints (Juncker &amp; Tremonti)</b>	Solidaire Non-conjointe (assortie de réhausséments)	Rachat sur le marché primaire et échange sur le secondaire - Partiel (40 % du PIB)	Séniorité sur les dettes nationales	TSCG/8-pack	Signal-prix sur le reste de la dette au-delà des 40%	Aucune	Courte	décembre 2010
<b>E-bills conjoints (Hellwig &amp; Philippon)</b>	Solidaire et conjointe	Rachat de titres à court terme sur le marché primaire - Partiel (10 % du PIB)	Séniorité sur les dettes nationales	TSCG/8-pack	Signal-prix sur le reste de la dette à moyen et long terme et risque d'aléa moral réduit due à un faible montant mutualisé	Oui, faible	Courte	décembre 2011
<b>Fonds d'amortissement (GCEE)</b>	Solidaire et conjointe	Rachat temporaire de titres sur le marché primaire - Partiel (dette au-delà de 60% du PIB)	Séniorité sur les dettes nationales	TSCG/8-pack Mise en pension d'un collateral Taxe dédiée	Signal-prix sur le reste de la dette en-deça des 60% mais risque d'aléa moral modéré due à un montant mutualisé limité	Oui, faible	Courte à moyenne	novembre 2011
<b>Eurobonds conjoints (Delpla &amp; Von Weizsäcker)</b>	Solidaire et conjointe	Rachat de titres sur le marché primaire - Partiel (60 % du PIB)	Séniorité sur les dettes nationales	TSCG/8-pack	Signal-prix sur le reste de la dette au-delà des 60% mais risque d'aléa moral marqué due à un montant mutualisé important	Oui, forte	Moyenne à longue	mai 2010
<b>Eurobonds complets (Livre Vert, Commission)</b>	Solidaire et conjointe	Rachat de titres sur le marché primaire - Total	Obligation unique	TSCG/8-pack	Plus de signal-prix par pays et fort risque d'aléa moral	Oui, forte	Longue	novembre 2011

## ANNEXE 1

### Procédures de ratification dans la zone euro

Contribution MES				Ratifications	
Mds €	%	% cumulé		MES	TSCG
190,02	27,15	27,15	Allemagne		
142,70	20,39	47,53	France		non-initié
125,40	17,91	65,45	Italie		
83,33	11,90	77,35	Espagne		
40,02	5,72	83,07	Pays-Bas		non-initié
24,34	3,48	86,54	Belgique		en cours
19,72	2,82	89,36	Grèce		
19,48	2,78	92,14	Autriche		
17,56	2,51	94,65	Portugal		
12,58	1,80	96,45	Finlande		non-initié
11,15	1,59	98,04	Irlande		
5,77	0,82	98,87	Slovaquie		non-initié
2,99	0,43	99,29	Slovénie		
1,75	0,25	99,54	Luxembourg		non-initié
1,37	0,20	99,74	Chype		
1,30	0,19	99,93	Estonie		en cours
0,51	0,07	100,00	Malte	imminent	en cours
700,00	100,00		Total	14	7

Source : Parlement européen, Crédit agricole S.A.

## ANNEXE 2

Tableau 1 - Italie : Trajectoire de la dette dans le Fonds de rachat de la dette

Italie	2013	2015	2020	2025	2030	2035
<i>en % du PIB</i>						
<b>Dette totale</b>	124,4	118,1	105,3	81,8	59,8	39,8
<b>Dette dans le fonds de rachat</b>	17,6	33,8	46,5	32,9	18,6	3,6
<b>Paiement au fonds de rachat</b>	0,9	1,8	3,1	3,1	3,1	3,1
<b>dont:</b>						
<b>Intérêts</b>	0,7	1,4	1,9	1,4	0,8	0,3
<b>Rachat</b>	0,2	0,4	1,2	1,7	2,3	2,9



**Tableau 2 - Espagne : Trajectoire de la dette dans le Fonds de rachat de la dette**

Espagne	2013	2015	2020	2025	2030	2035
<i>en % du PIB</i>						
<b>Dette totale</b>	87,4	87,4	77,4	68,8	61,5	55,1
<b>Dette dans le fonds de rachat</b>	7,5	13,9	8,7	3,3	0,0	0,0
<b>Paie ment au fonds de rachat</b>	0,4	1,2	1,2	1,2	0,0	0,0
<b>dont:</b>						
<b>Intérets</b>	0,3	0,6	0,4	0,2	0,0	0,0
<b>Rachat</b>	0,1	0,6	0,8	1,0	0,0	0,0

**Tableau 3 - France : Trajectoire de la dette dans le Fonds de rachat de la dette**

France	2013	2015	2020	2025	2030	2035
<i>en % du PIB</i>						
<b>Dette totale</b>	90,2	85,9	76,1	67,7	60,5	54,3
<b>Dette dans le fonds de rachat</b>	12,0	24,6	20,8	14,7	0,0	0,0
<b>Paie ment au fonds de rachat</b>	0,8	1,3	1,4	1,4	0,0	0,0
<b>dont:</b>						
<b>Intérets</b>	0,5	1,0	0,9	0,6	0,0	0,0
<b>Rachat</b>	0,3	0,3	0,6	0,8	0,0	0,0

**Tableau 4 - Allemagne : Trajectoire de la dette dans le Fonds de rachat de la dette**

Allemagne	2013	2015	2020	2025	2030	2035
<i>en % du PIB</i>						
<b>Dette totale</b>	80,7	75,9	65,2	56,0	48,1	41,3
<b>Dette dans le fonds de rachat</b>	11,5	23,8	30,7	26,7	0,0	0,0
<b>Paie ment au fonds de rachat</b>	0,6	0,7	1,1	1,1	0,0	0,0
<b>dont:</b>						
<b>Intérets</b>	0,5	0,9	1,2	1,1	0,0	0,0
<b>Rachat</b>	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0

**Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques**

12, place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Jean-Paul Betbèze

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion-Faure

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

**Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques**

**Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques**

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*