

SPECIAL REPORT

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

27 octobre 2011 - N°143

Patrick Artus

L'Allemagne poursuit deux objectifs incompatibles

Les débats récents au Bundestag et au Sommet Européen du 26 octobre 2011 ont clairement mis en évidence deux objectifs de l'Allemagne :

- ne pas exposer davantage le contribuable allemand à un risque de perte due à l'aide aux pays en difficulté ;
- empêcher la BCE d'acheter des dettes publiques.

Ces deux objectifs sont incompatibles si on souhaite éviter l'extension grave de la crise à l'Italie (et peut-être à l'Espagne). Ceci nous rend pessimistes : le nouveau dispositif est insuffisant si la BCE arrête ses achats, et la crise sur la dette italienne risque d'empirer.

1. EFSF

L'EFSF reste dans sa dimension présente (440 Mds € de capacité de financement) votée par les parlements, avec sa structure présente de garantie (**tableau 1 en annexe**).

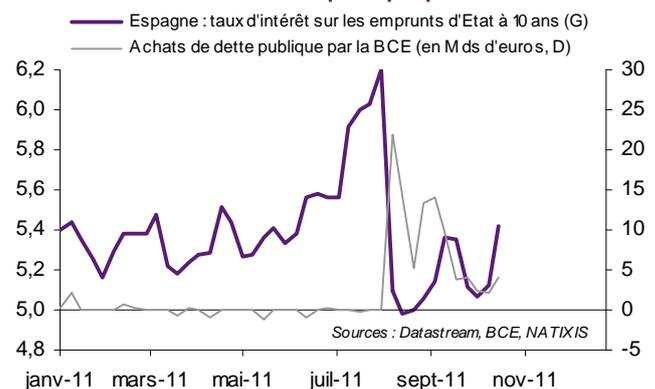
Il aura maintenant **quatre fonctions** :

- prêter aux pays directement, ou acheter leurs dettes sur le marché secondaire ;
- recapitaliser les banques ;
- garantir une partie des nouvelles émissions des pays ;
- participer à un fonds de financement (ou le garantir) ouvert à des investisseurs extérieurs.

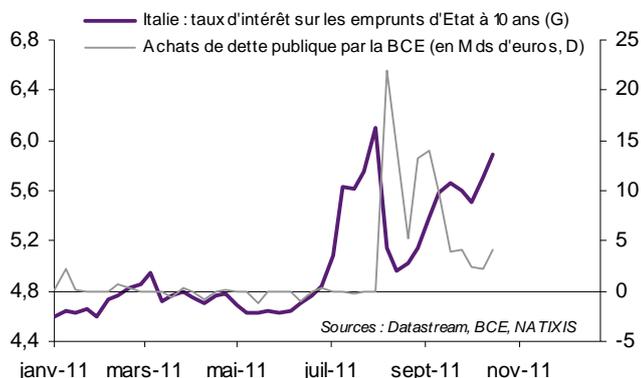
2. BCE

Le programme de Security Market Purchases (SMP) de la BCE a certainement contribué à **réduire les taux d'intérêt de marché sur la dette espagnole et italienne (graphiques 1a/1b)**. La réduction de la taille des achats à partir de la mi-septembre 2011 a favorisé une remontée des taux longs surtout en Italie.

Graphique 1a
Taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat et achats de dette publique par la BCE



Graphique 1b
Taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat et achats de dette publique par la BCE



Le Bundestag demande l'arrêt du SMP dès que le « nouveau EFSF » est mis en place. M. Draghi semble cependant avoir une position plus souple.

3. Notre inquiétude

On connaît les besoins de financement de l'Italie et de l'Espagne (tableau 2 en annexe). La question centrale est la suivante : tant que les marchés financiers ne sont pas rassurés sur la situation (économique, budgétaire, politique) de ces pays, en particulier de l'Italie, ce qui prendra au moins jusqu'au printemps 2012, les marchés de dette publique de ces pays peuvent-ils être stabilisés si la BCE arrête ses achats sur le marché secondaire ?

Nous ne le croyons pas.

La BCE peut acheter des montants considérables, financés par la création monétaire (tableau 3 en annexe). En rythme annuel, si on prend la moyenne depuis le début du mois d'août, ces achats peuvent atteindre 450 Mds €

L'EFSF, avec ses nouveaux instruments, peut-il assurer des financements du même montant ?

- l'Italie et l'Espagne veulent-elles émettre des dettes garanties, ce qui crée deux catégories pour leurs dettes ?
- les pays émergents sont-ils acheteurs de dettes périphériques de la zone euro pour des montants importants, surtout après le haircut sur la Grèce ?

De toute manière, jamais l'EFSF ne pourra acheter 450 Mds € de dette italienne et espagnole en un an.

Une crise de liquidité d'un pays se règle normalement (FMI par exemple) par des prêts financés par la création monétaire, non par des prêts financés par des emprunts obligataires.

ANNEXE

Tableau 1
Part des pays de la zone euro dans la garantie de l'EFSF-ESM

Pays	Garanties données (MLN d'euros)	Part (en %)
Belgique	15292	3,48
Allemagne	119390	27,13
Irlande	7002	1,59
Espagne	52353	11,90
France	89657	20,38
Italie	78785	17,91
Chypre	863	0,20
Luxembourg	1101	0,25
Malte	398	0,09
Pays-Bas	25144	5,71
Autriche	12241	2,78
Portugal	11035	2,51
Slovénie	2073	0,47
Slovaquie	4372	0,99
Finlande	7905	1,80
Grèce	12388	2,82
Total des garanties	440000	100,00

Source : BCE

Tableau 2
Programme d'émission brute de dette publique (en Mds d'euros)

	2010	2011	2012
Italie	245	225	240,5
Espagne	94.5	94	86

(*) émissions dans le cadre du programme d'échange de dette avec le secteur privé

Sources : Bloomberg, prévisions Natixis

Tableau 3
Encours de dettes publiques de la zone euro détenu par la BCE (Mds d'euros)

07/01/2011	74,14
14/01/2011	76,38
21/01/2011	76,43
28/01/2011	76,43
04/02/2011	76,43
11/02/2011	76,43
18/02/2011	77,11
25/02/2011	77,46
04/03/2011	77,46
11/03/2011	77,46
18/03/2011	77,34
25/03/2011	76,72
01/04/2011	77,02
08/04/2011	76,97
15/04/2011	76,05
22/04/2011	76,05
29/04/2011	76,10

Tableau 3 (suite)
Encours de dettes publiques de la zone euro détenu par la BCE (Mds d'euros)

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
01/07/2011	74,21
08/07/2011	74,21
15/07/2011	74,21
22/07/2011	73,96
29/07/2011	73,96
05/08/2011	73,96
12/08/2011	95,96
19/08/2011	110,25
26/08/2011	115,58
02/09/2011	128,83
09/09/2011	142,86
16/09/2011	152,66
23/09/2011	156,53
30/09/2011	160,73
07/10/2011	163,04
14/10/2011	165,25
21/10/2011	169,34

Sources : BCE, Natixis