

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

24 mars 2010 – N° 124

### Qui détient les dettes publiques européennes ?

*Nous tentons ici la gageure, d'estimer le montant et la part des titres de dettes publiques européennes qui sont détenus à l'étranger. Nous regardons leur détention par les principales places boursières et, quand cela est possible, par secteurs. A titre d'exemples, relevés parmi les plus fortes participations, on voit que :*

- *Les fonds et assureurs français détiennent 16% des titres publics du Portugal, les banques allemandes en ont 13%.*
- *Les fonds et assureurs français détiennent 8% des titres grecs, les banques allemandes 7,2% et les banques françaises 6,2%.*
- *Les banques anglaises détiennent 9,6% des titres de dette publique irlandaise, les assureurs et fonds français 8%.*
- *Les banques allemandes détiennent 9% des titres de dette espagnole.*
- *Le Luxembourg détient 6% des titres publics allemands, le Japon 5%.*
- *43% des titres des Pays-Bas sont concentrés dans les portefeuilles français, allemands et britanniques.*
- *Etc.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Sylvain BROYER  
Costa BRUNNER

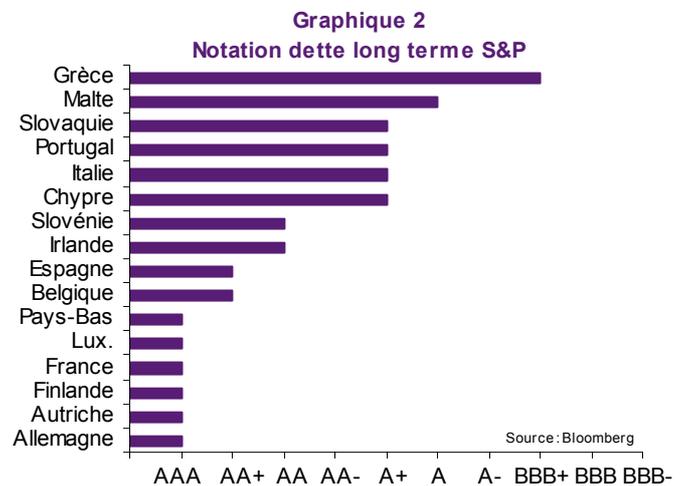
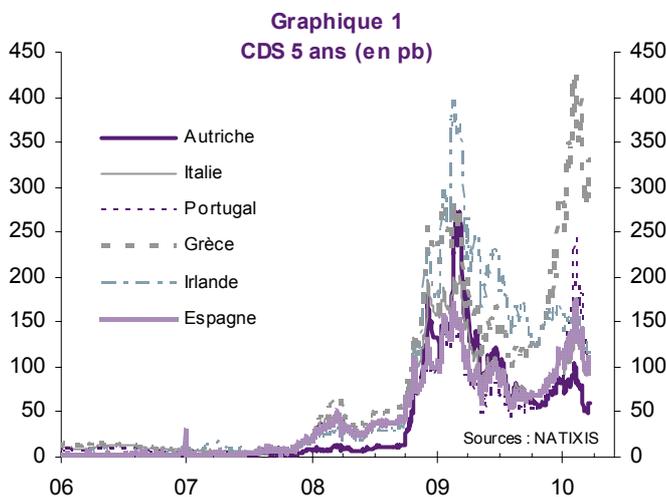
## Qui détient les dettes publiques européennes ?

Les marchés estiment aujourd'hui que la probabilité de défaut sur certaines dettes souveraines européennes n'est pas nulle (**graphique 1**) et les agences menacent d'en abaisser encore la notation crédit (**graphique 2**).

Il se pose donc la question d'identifier les détenteurs des titres de dettes souveraines européennes, qui pourraient accuser des pertes.

Malheureusement, les statistiques nationales ne livrent aucune réponse exhaustive. Les agences nationales d'émission ne publient pas d'informations substantielles sur les acheteurs de titres de dette ; les banques centrales ne renseignent au mieux que sur la détention domestique (ménages, assurances sociales, etc.), jamais en détail sur la détention de la dette publique par les non-résidents. Or, et à l'exclusion du Japon, peu de dettes souveraines sont financées exclusivement par l'épargne domestique. Le rapport d'Eurostat sur les dettes publiques ne va pas au-delà et est très incomplet.<sup>1</sup>

Nous tentons donc ici une estimation de la détention des titres de dette publique par types d'agents non résidents, en mobilisant les statistiques internationales.



### La méthode d'estimation

Deux étapes statistiques sont nécessaires :

- Nous cherchons d'abord, pays par pays, quelle est la part de titres publics parmi les titres de dette détenus par les non-résidents (**tableau 1**). Cette information est lue dans la base statistique conjointe de la banque mondiale, du FMI, de la BIS et de l'OCDE sur les dettes extérieures.<sup>2</sup>

**Tableau 1: Part des titres de dette publique dans la dette extérieure (Mds USD, MM6M)**

Pays	Dette extérieure totale (titres)	dont titres publics	%
Allemagne	2,535	1,195	47.1
R.U.	2,194	361	16.5
France	2,194	1,146	52.2
Italie	1,524	1,067	70.0
Espagne	1,108	312	28.1
Pays-Bas	1,013	345	34.1
Irlande	750	93	12.4
Grèce	288	276	95.6
Portugal	210	127	60.7

Source: JEDH

<sup>1</sup> [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Structure\\_of\\_government\\_debt](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Structure_of_government_debt)

<sup>2</sup> [http://www.jedh.org/jedh\\_instrument.html](http://www.jedh.org/jedh_instrument.html)

- Nous regardons ensuite quels agents non-résidents détiennent la dette extérieure dans la base CPIS du FMI.<sup>3</sup> Cette base décrit les positions d'investissement de portefeuille (c'est-à-dire les stocks et non les flux) par pays. Bien évidemment, les montants d'instruments de dette détenus par les non-résidents ne sont pas identiques dans les bases JEDH et CPIS.<sup>4</sup> Mais nous vérifions que la congruence entre les deux bases est suffisamment haute pour pouvoir les croiser (**tableau 2**). Plus précisément, nous lisons la table 8.2 pour la décomposition géographique et la table 3.2 pour la décomposition sectorielle des portefeuilles. Malheureusement, la décomposition sectorielle n'est pas homogène pour tous les pays rapporteurs. Dans le meilleur des cas, les portefeuilles sont différenciés en six types d'agents (autorités monétaires, banques, compagnies d'assurance, fonds, gouvernement et secteur non financier).

**Tableau 2 - Montant des titres de dette extérieure**  
(Mds USD, à fin 2008)

Pays	Base statistique JEDH	Base statistique CPIS	Degré de congruence entre les deux bases (en %)
Allemagne	2,507	2,185	87.1
R.U.	1,970	1,818	92.3
France	2,035	1,499	73.7
Italie	1,443	1,148	79.6
Espagne	1,088	938	86.2
Pays-Bas	979	1,311	133.9
Irlande	757	760	100.4
Grèce	267	228	85.3
Portugal	193	179	92.6

Sources: JEDH, FMI

Le travail consiste ensuite à recomposer les portefeuilles en actifs étrangers pour les pays et secteurs considérés, en appliquant à ces positions la part de dette publique estimée par la base JEDH.

Cette méthode est d'autant plus fiable que la part de dette publique dans la dette extérieure est élevée (cas de la Grèce, de l'Italie, du Portugal). Elle reste une estimation en cas contraire (cas du R.U., de l'Irlande et de l'Espagne).

Les résultats de cette investigation doivent donc être utilisés avec prudence. Ils sont donnés dans les deux tableaux suivants (**tableaux 3 et 4**).

<sup>3</sup> <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/geo.htm>

<sup>4</sup> La base JEDH somme des statistiques nationales de dettes alors que la seconde compile des statistiques d'actifs.

Tableau 3: Détention géographique et sectorielle des titres de dette publique en 2008<sup>1)</sup> (Mds USD cours au T4-08)

Emis par:	Allemagne	R.U.	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Irlande	Grèce	Portugal
<b>Détenu par:</b>									
<b>France</b>	<b>140.4</b>	<b>31.2</b>	-	<b>175.1</b>	<b>57.6</b>	<b>77.8</b>	<b>13.0</b>	<b>54.6</b>	<b>32.6</b>
Autorités monétaires	5.2	0.1	-	14.0	2.7	2.1	0.6	7.4	3.8
Banques	65.8	10.6	-	73.2	16.4	14.7	4.1	20.2	8.6
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	65.9	19.1	-	83.7	37.1	57.2	7.9	25.1	19.6
Gouvernement	1.6	0.2	-	1.6	0.6	0.8	0.1	1.0	0.3
Secteur non financier <sup>3)</sup>	2.1	1.2	-	2.5	0.9	3.0	0.3	0.9	0.4
<b>Allemagne</b>	-	<b>21.6</b>	<b>87.8</b>	<b>115.1</b>	<b>58.4</b>	<b>54.9</b>	<b>16.5</b>	<b>30.9</b>	<b>20.0</b>
Banques <sup>4)</sup>	-	10.7	43.5	78.1	40.0	23.8	9.4	23.5	16.0
Non-banques <sup>4)</sup>	-	10.9	44.3	37.0	18.4	31.1	7.2	7.3	4.0
<b>Italie</b>	<b>46.5</b>	<b>8.5</b>	<b>46.8</b>	-	<b>8.2</b>	<b>23.8</b>	<b>4.8</b>	<b>21.8</b>	<b>5.5</b>
Autorités monétaires	7.2	0.0	5.7	-	0.9	0.4	0.0	0.0	0.0
Banques	5.1	1.8	5.2	-	1.5	1.9	2.8	6.0	2.2
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	24.3	4.0	28.4	-	5.5	13.0	2.1	15.0	3.1
Gouvernement	0.3	0.2	0.4	-	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0
Secteur non financier <sup>3)</sup>	9.6	2.6	7.2	-	0.3	8.4	0.0	0.7	0.2
<b>Pays-Bas</b>	<b>56.1</b>	<b>8.0</b>	<b>60.0</b>	<b>54.2</b>	<b>16.2</b>	-	<b>3.1</b>	<b>16.9</b>	<b>4.5</b>
Autorités monétaires	4.6	0.0	3.5	2.0	0.2	-	0.1	0.6	0.3
Banques	14.6	1.3	6.6	10.0	6.9	-	0.7	6.3	2.1
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	36.5	6.5	49.3	42.1	9.1	-	2.3	9.8	2.1
Secteur non financier <sup>3)</sup>	0.4	0.3	0.5	0.0	0.0	-	0.0	0.3	0.0
<b>Royaume-Uni</b>	<b>67.6</b>	-	<b>59.1</b>	<b>62.2</b>	<b>18.5</b>	<b>40.2</b>	<b>12.9</b>	<b>10.3</b>	<b>4.4</b>
Banques	36.8	-	31.5	45.4	13.9	22.3	9.4	6.6	3.9
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	29.7	-	26.5	16.3	4.0	17.6	3.4	3.5	0.4
Secteur non financier <sup>3)</sup>	1.0	-	1.1	0.5	0.6	0.4	0.2	0.2	0.1
<b>Suisse</b>	<b>36.0</b>	<b>5.1</b>	<b>32.3</b>	<b>5.8</b>	<b>4.8</b>	<b>18.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>1.2</b>
<b>Irlande</b>	<b>36.9</b>	<b>42.8</b>	<b>35.1</b>	<b>83.1</b>	<b>17.2</b>	<b>14.5</b>	-	<b>9.5</b>	<b>7.6</b>
<b>Belgique</b>	<b>19.3</b>	<b>5.0</b>	<b>31.1</b>	<b>44.2</b>	<b>10.7</b>	<b>30.8</b>	<b>4.4</b>	<b>18.7</b>	<b>7.7</b>
<b>Luxembourg</b>	<b>93.5</b>	<b>16.8</b>	<b>83.8</b>	<b>77.1</b>	<b>19.0</b>	<b>32.7</b>	<b>6.6</b>	<b>16.5</b>	<b>6.7</b>
<b>Etats-Unis</b>	<b>42.9</b>	<b>44.6</b>	<b>35.4</b>	<b>10.3</b>	<b>8.4</b>	<b>31.6</b>	<b>5.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.3</b>
<b>Japon</b>	<b>78.6</b>	<b>19.8</b>	<b>61.3</b>	<b>40.4</b>	<b>5.3</b>	<b>23.8</b>	<b>4.6</b>	<b>6.8</b>	<b>1.3</b>
Banques	20.0	5.0	12.0	2.9	0.4	6.3	2.5	0.0	0.0
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	48.8	10.4	43.8	35.9	4.9	9.3	1.0	6.4	1.3
Gouvernement	0.4	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Secteur non financier <sup>3)</sup>	9.3	4.4	5.6	1.3	0.1	8.1	1.1	0.3	0.0
<b>Titres de dette publique détenus par les 11 pays listés</b>	<b>617.7</b>	<b>203.6</b>	<b>532.9</b>	<b>667.5</b>	<b>224.4</b>	<b>348.2</b>	<b>72.8</b>	<b>189.3</b>	<b>91.8</b>
<b>Titres de dette publique détenus par les non résidents</b>	<b>1,138.5</b>	<b>322.2</b>	<b>1,055.8</b>	<b>982.0</b>	<b>284.3</b>	<b>347.4</b>	<b>80.3</b>	<b>253.0</b>	<b>121.2</b>
<b>Titres de dette publiques émis (total)</b>	<b>1,549.7</b>	<b>927.8</b>	<b>1,490.5</b>	<b>1,867.1</b>	<b>446.9</b>	<b>404.6</b>	<b>97.7</b>	<b>324.4</b>	<b>122.7</b>

1) Estimations NATIXIS à partir de la base JEDH

Sources: CPIS, JEDH, Natixis

2) Assurances, fonds et autres

3) Entreprises non financières et ménages

4) Estimation NATIXIS à partir de la Bundesbank

5) Selon la base JEDH

Tableau 4: Détention géographique et sectorielle des titres de dette publique en 2008<sup>1)</sup> (en % de la dette de marché émise)

Emis par:	Allemagne	R.U.	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Irlande	Grèce	Portugal
<b>Détenus par:</b>									
<b>France</b>	<b>9.1</b>	<b>3.4</b>	-	<b>9.4</b>	<b>12.9</b>	<b>19.2</b>	<b>13.3</b>	<b>16.8</b>	<b>26.6</b>
Autorités monétaires	0.3	0.0	-	0.8	0.6	0.5	0.6	2.3	3.1
Banques	4.2	1.1	-	3.9	3.7	3.6	4.1	6.2	7.0
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	4.3	2.1	-	4.5	8.3	14.1	8.1	7.8	15.9
Gouvernement	0.1	0.0	-	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.2
Secteur non financier <sup>3)</sup>	0.1	0.1	-	0.1	0.2	0.7	0.3	0.3	0.3
<b>Allemagne</b>	-	<b>2.3</b>	<b>5.9</b>	<b>6.2</b>	<b>13.1</b>	<b>13.6</b>	<b>16.9</b>	<b>9.5</b>	<b>16.3</b>
Banques <sup>4)</sup>	-	1.2	2.9	4.2	9.0	5.9	9.6	7.2	13.0
Non-banques <sup>4)</sup>	-	1.2	3.0	2.0	4.1	7.7	7.3	2.3	3.3
<b>Italie</b>	<b>3.0</b>	<b>0.9</b>	<b>3.1</b>	-	<b>1.8</b>	<b>5.9</b>	<b>4.9</b>	<b>6.7</b>	<b>4.5</b>
Autorités monétaires	0.5	0.0	0.4	-	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Banques	0.3	0.2	0.3	-	0.3	0.5	2.8	1.9	1.8
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	1.6	0.4	1.9	-	1.2	3.2	2.1	4.6	2.5
Gouvernement	0.0	0.0	0.0	-	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Secteur non financier <sup>3)</sup>	0.6	0.3	0.5	-	0.1	2.1	0.0	0.2	0.1
<b>Pays-Bas</b>	<b>3.6</b>	<b>0.9</b>	<b>4.0</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>	-	<b>3.2</b>	<b>5.2</b>	<b>3.7</b>
Autorités monétaires	0.3	0.0	0.2	0.1	0.1	-	0.1	0.2	0.3
Banques	0.9	0.1	0.4	0.5	1.5	-	0.7	1.9	1.7
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	2.4	0.7	3.3	2.3	2.0	-	2.4	3.0	1.7
Secteur non financier <sup>3)</sup>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	0.0	0.1	0.0
<b>Royaume-Uni</b>	<b>4.4</b>	-	<b>4.0</b>	<b>3.3</b>	<b>4.1</b>	<b>9.9</b>	<b>13.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>
Banques	2.4	-	2.1	2.4	3.1	5.5	9.6	2.0	3.2
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	1.9	-	1.8	0.9	0.9	4.3	3.4	1.1	0.3
Secteur non financier <sup>3)</sup>	0.1	-	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
<b>Suisse</b>	<b>2.3</b>	<b>0.6</b>	<b>2.2</b>	<b>0.3</b>	<b>1.1</b>	<b>4.5</b>	<b>1.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>
<b>Irlande</b>	<b>2.4</b>	<b>4.6</b>	<b>2.4</b>	<b>4.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>	-	<b>2.9</b>	<b>6.2</b>
<b>Belgique</b>	<b>1.2</b>	<b>0.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>7.6</b>	<b>4.5</b>	<b>5.8</b>	<b>6.3</b>
<b>Luxembourg</b>	<b>6.0</b>	<b>1.8</b>	<b>5.6</b>	<b>4.1</b>	<b>4.2</b>	<b>8.1</b>	<b>6.7</b>	<b>5.1</b>	<b>5.4</b>
<b>Etats-Unis</b>	<b>2.8</b>	<b>4.8</b>	<b>2.4</b>	<b>0.6</b>	<b>1.9</b>	<b>7.8</b>	<b>5.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>
<b>Japon</b>	<b>5.1</b>	<b>2.1</b>	<b>4.1</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>5.9</b>	<b>4.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.1</b>
Banques	1.3	0.5	0.8	0.2	0.1	1.6	2.6	0.0	0.0
Autres institutions financières <sup>2)</sup>	3.1	1.1	2.9	1.9	1.1	2.3	1.0	2.0	1.1
Gouvernement	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Secteur non financier <sup>3)</sup>	0.6	0.5	0.4	0.1	0.0	2.0	1.2	0.1	0.0
<b>Titres de dette publique détenus par les 11 pays listés</b>	<b>39.9</b>	<b>21.9</b>	<b>35.8</b>	<b>35.7</b>	<b>50.2</b>	<b>86.0</b>	<b>74.5</b>	<b>58.4</b>	<b>74.8</b>
<b>Titres de dette publique détenus par les non résidents</b>	<b>73.5</b>	<b>34.7</b>	<b>70.8</b>	<b>52.6</b>	<b>63.6</b>	<b>86.0</b>	<b>82.2</b>	<b>78.0</b>	<b>98.7</b>

1) Estimations NATIXIS à partir de la base JEDH

Sources: CPIS, JEDH, Natixis

2) Assurances, fonds et autres

3) Entreprises non financières et ménages

4) Estimation NATIXIS à partir de la Bundesbank

5) Selon la base JEDH

Nos tableaux montrent ainsi, à titre d'exemples relevés parmi les plus fortes participations, que :

- Les fonds et assureurs français détiennent 16% des titres publics du Portugal, les banques allemandes en ont 13%.
- Les fonds et assureurs français détiennent 8% des titres de dette publique grecque, les banques allemandes 7,2%, les banques françaises 6,2%.
- Les banques anglaises détiennent 9,6% des titres de dette publique irlandaises, les assureurs et fonds français 8%.
- Les banques allemandes détiennent 9% des titres de dette espagnole.
- Le Luxembourg détient 6% des titres publics allemands, le Japon 5%.
- 43% des titres des Pays-Bas sont concentrés dans les portefeuilles français, allemands et britanniques.

Le lecteur passionné parcourra le tableau dans son intégralité.