

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

01 juin 2011 – N° 411

Si la crise des dettes périphériques de la zone euro s'étend à l'Espagne et à l'Italie, que faudra-t-il faire ?

Les évolutions récentes semblent montrer un début de contagion de la crise des pays périphériques (Grèce, Irlande, Portugal) à l'Espagne et à l'Italie. Que faudrait-il faire si effectivement ces deux pays éprouvaient dans le futur des difficultés de financement de leurs déficits publics ?

- *le dispositif de prêt garanti (EFSF-ESM), complété par les prêts du FMI ne serait plus utilisable compte tenu de la taille des besoins de financement de l'Espagne et de l'Italie ;*
- *un défaut (hair cut) sur les dettes de ces pays conduirait à l'effondrement du système financier de la zone euro, compte tenu de la détention de dette espagnole, italienne par les banques et les investisseurs institutionnels européens ;*
- *la seule solution serait une monétisation des dettes publiques de l'Espagne et de l'Italie par des achats massifs de ces dettes par la BCE, ce qu'elle refuse aujourd'hui ; l'exemple du QE2 aux Etats-Unis montre que cette politique est efficace : elle fait baisser les taux d'intérêt de marché sur les dettes. Elle ne fait pas faire de pertes à la Banque Centrale si les achats sont faits à des prix de marché anormalement bas. Le risque inflationniste est nul compte tenu de l'état des économies (chômage, baisse des coûts salariaux) et de la stérilisation de la liquidité ainsi créée.*

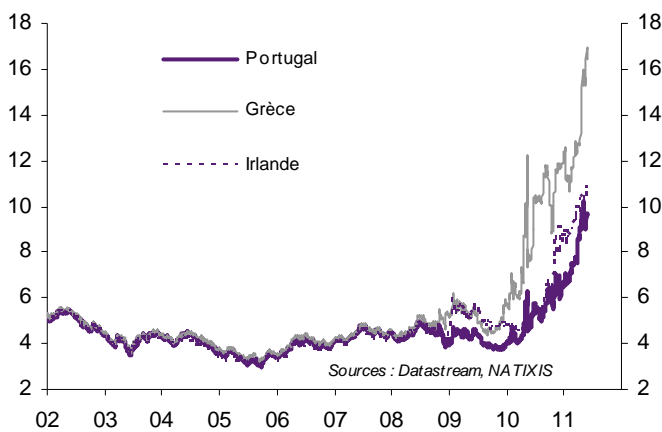
RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :
Patrick ARTUS

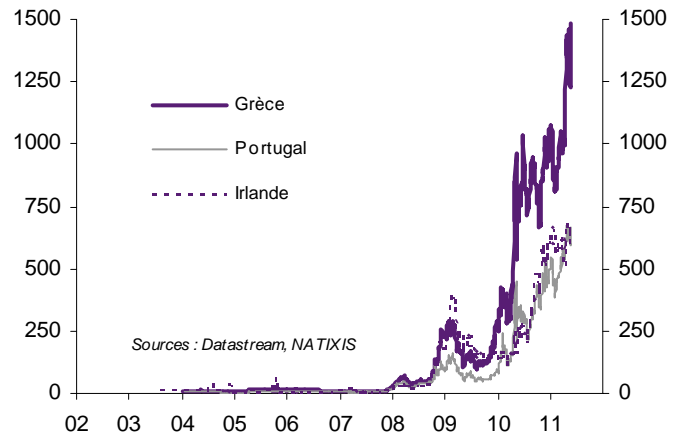
Vers une contagion à l'Espagne et à l'Italie ?

Il semble que la crise des dettes périphériques (Grèce, Portugal, Irlande, graphiques 1a-b) pourrait s'étendre à l'Espagne et à l'Italie (graphiques 2a-b) avec :

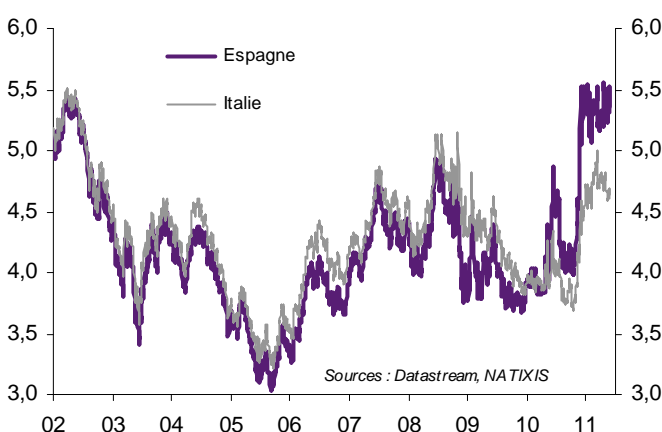
Graphique 1a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



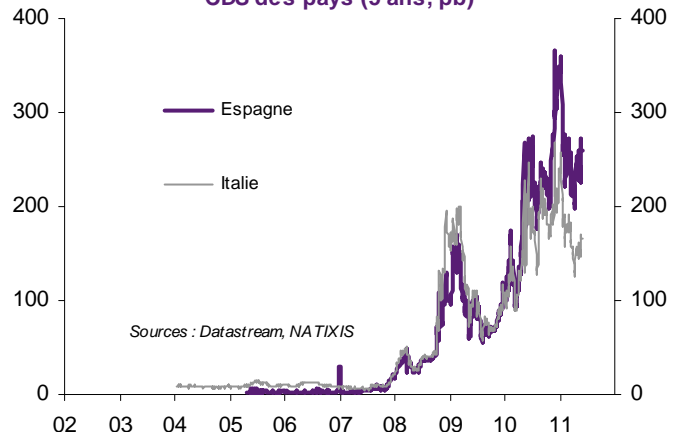
Graphique 1b
CDS des pays (5 ans, pb)



Graphique 2a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

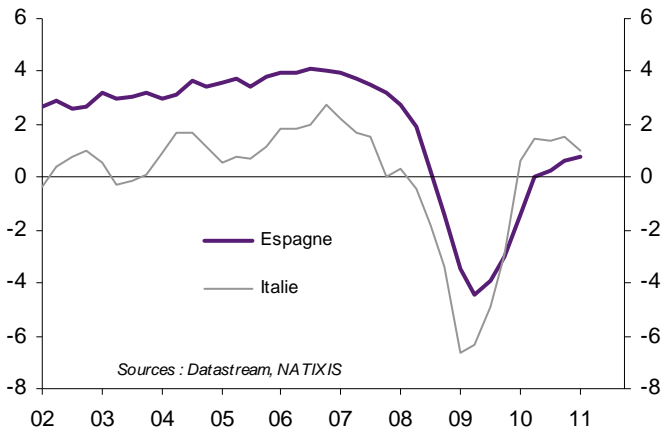


Graphique 2b
CDS des pays (5 ans, pb)

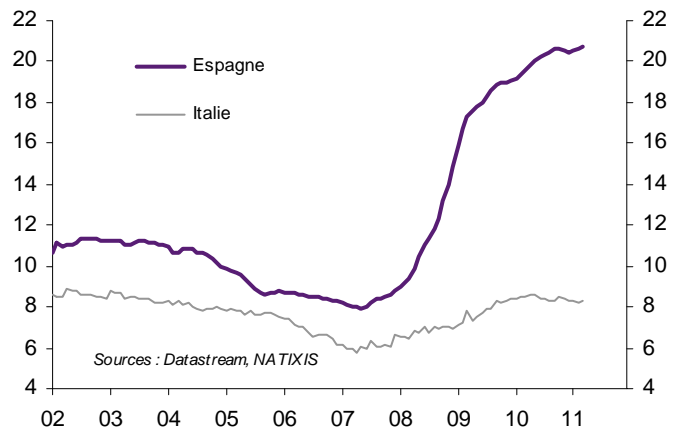


- les difficultés politiques des gouvernements des deux pays ;
- la faiblesse de leurs économies (graphiques 3a-b) ;
- le niveau élevé de l'endettement public en Italie (graphique 4a) ; et la réaction des agences de rating ; la difficulté dans le futur à réduire le déficit public en Espagne (graphique 4b) avec la croissance faible et les protestations de plus en plus forte de l'opinion ;
- la crise bancaire en Espagne due aux pertes sur les crédits aux promoteurs immobiliers (graphique 5) ; en Italie, le taux de défaut des ménages en nette augmentation ;
- les hésitations de l'Europe vis-à-vis de la résolution de la crise en Grèce, Irlande, Portugal : déclarations contradictoires concernant la restructuration, l'implication des prêteurs privés, les conditions mises aux prêts dans le futur...

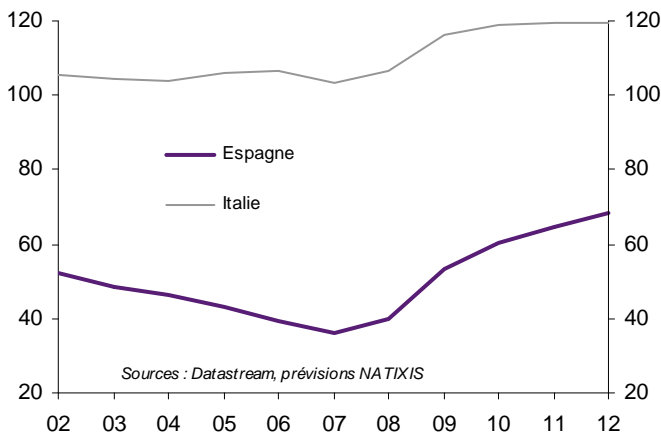
Graphique 3a
PIB en volume (GA en %)



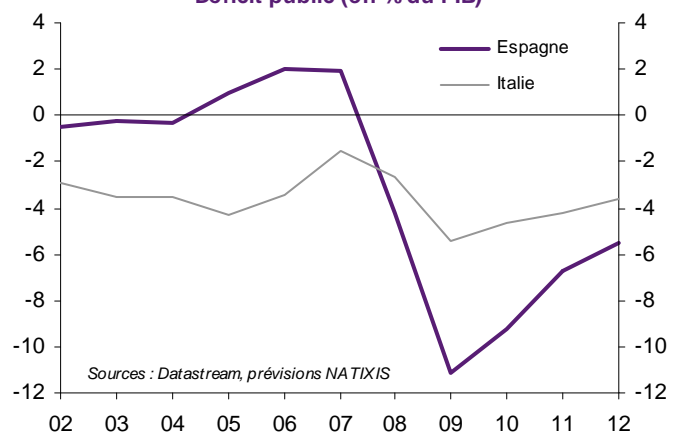
Graphique 3b
Taux de chômage



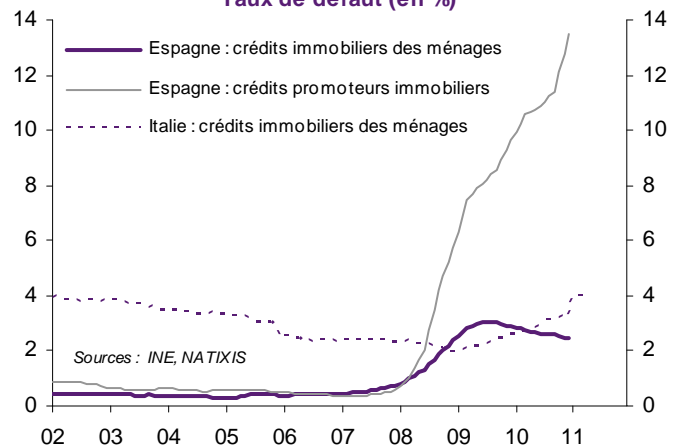
Graphique 4a
Dette publique (en % du PIB)



Graphique 4b
Déficit public (en % du PIB)



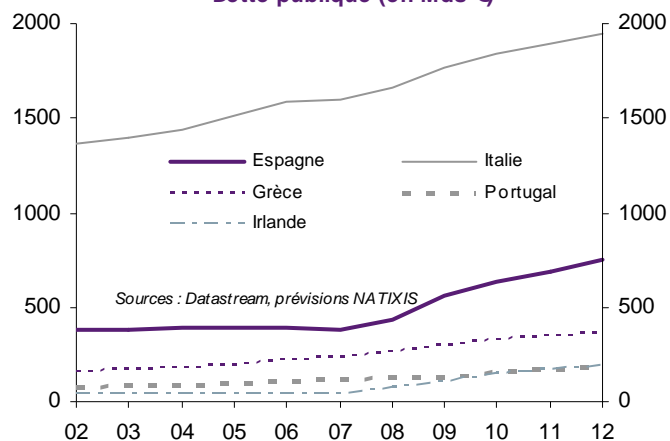
Graphique 5
Taux de défaut (en %)



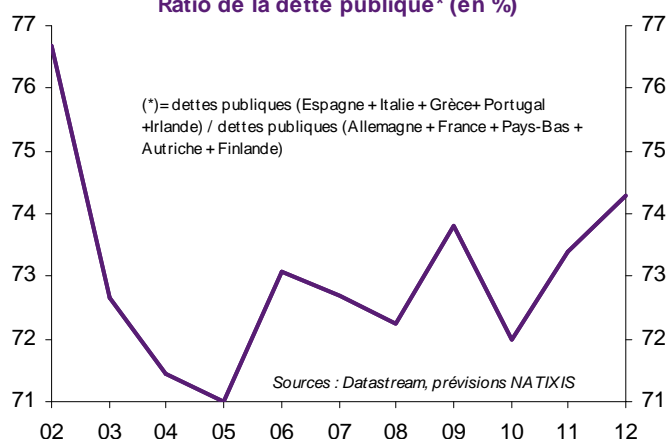
Que faire s'il y avait effectivement contagion à l'Espagne et à l'Italie ?

(1) Le mécanisme présent de soutien (EFSF-ESM, FMI) ne pourra plus être utilisé. L'EFSF a en effet une capacité de prêt de 500 Mds euros, qui est adaptée au sauvetage des « petits » pays (Grèce, Irlande, Portugal), mais pas à celui des grands pays dont le niveau de dette publique est beaucoup trop élevé (graphique 6).

Graphique 6
Dettes publiques (en Mds €)



Graphique 7
Ratio de la dette publique* (en %)



S'il fallait que les pays du « cœur » de la zone euro garantissent la totalité des dettes publiques de l'Espagne, de l'Italie, de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande, il en suivrait pour ces pays du cœur une forte dégradation de leur qualité de crédit (graphique 7).

(2) Un haircut conduirait à l'effondrement du secteur financier de la zone euro.

Les tableaux 1a-b montrent la détention de dettes publiques des pays de la zone euro en difficulté par les banques et par l'ensemble des agents économiques.

Tableau 1a
Détention par les banques de la dette totale des pays (Mds d'euros, 2010 Q4)

Banque de...	Autriche	Belgique	Danemark	France	Allemagne	Grèce	Irlande	Italie
Pays								
Espagne	5	15	2	107	137	0	10	22
Italie	17	18	0	293	122	0	10	-
Grèce	2	1	0	40	26	-	1	3
Irlande	2	34	13	28	89	0	-	11
Portugal	1	1	0	20	27	0	2	3

Banque de...	Japon	Pays Bas	Portugal	Espagne	Suède	Suisse	Royaume-Uni	Etats-Unis
Pays								
Espagne	17	58	20	-	3	11	84	31
Italie	30	34	2	23	1	11	50	27
Grèce	1	3	8	1	0	2	10	6
Irlande	20	14	17	8	4	11	115	49
Portugal	2	4	-	65	0	2	18	4

Source: BRI

Tableau 1b
Détention géographique et sectorielle des titres de dette publique en 2009) (Mds USD cours au T4-09)

Investment in :	Italie	Espagne	Irlande	Grèce	Portugal
Investment from :					
France	224,9	69,2	17,4	76,3	43,9
Autorités monétaires	0,0	3,2	0,0	0,0	0,0
Banques	93,3	19,7	5,5	36,9	17,4
Autres institutions financières 2)	125,5	44,5	11,5	37,6	25,6
Gouvernement	3,3	0,7	0,1	1,2	0,4
Secteur non financier 3)	2,8	1,1	0,3	0,5	0,4
Allemagne	125,8	71,4	21,4	36,6	22,8
Banques 4)	77,2	45,7	13,5	19,8	14,9
Non-banques 4)	48,6	25,8	7,9	16,8	7,9
Italie	-	11,8	7,5	16,5	6,8
Autorités monétaires	-	1,7	0,0	0,3	0,1
Banques	-	2,1	3,7	4,4	2,8
Autres institutions financières 2)	-	7,6	3,0	11,2	3,8
Gouvernement	-	0,0	0,1	0,0	0,0
Secteur non financier 3)	-	0,4	0,6	0,6	0,2
Pays-Bas	63,9	20,7	3,8	19,0	6,1
Autorités monétaires	2,5	0,8	0,1	0,8	0,3
Banques	13,1	8,4	0,8	5,6	3,2
Autres institutions financières 2)	48,3	11,4	2,8	12,6	2,6
Secteur non financier 3)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Royaume-Uni	79,8	22,9	18,8	1,6	5,2
Banques	-	-	-	-	-
Autres institutions financières 2)	-	-	-	-	-
Secteur non financier 3)	-	-	-	-	-
Suisse	3,2	1,9	2,2	2,8	1,0
Irlande	89,7	21,1	7,6	10,4	7,4
Belgique	47,8	16,1	4,9	17,4	7,6
Luxembourg	105,6	26,0	6,8	16,7	8,4
Etats-Unis	13,9	8,8	6,2	1,7	0,5
Japon	50,2	9,9	6,4	7,8	4,2
Banques	5,0	1,4	3,1	0,0	0,4
Autres institutions financières 2)	43,5	8,4	1,4	7,5	3,7
Gouvernement	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Secteur non financier 3)	1,4	0,2	1,9	0,3	0,1
Titres de dette publique détenus par les 11 pays énumérés	804,8	279,8	95,4	206,8	113,9
Titres de dette publique détenus par les non résidents	1135,7	394,7	108,3	304,8	138,6
Titres de dette publique émis (total)	2 416,7	651,3	111,0	385,7	160,3

1) Estimations NATIXIS à partir de la base JEDH

2) Assurances, fonds et autres

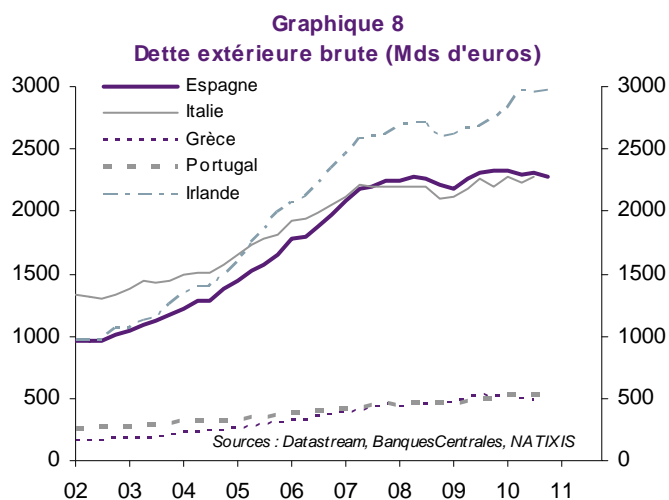
3) Entreprises non financières et ménages

4) Estimation NATIXIS à partir de la Bundesbank

5) Selon la base JEDH

Sources : Datastream, NATIXIS

Le **graphique 8** montre la taille des dettes extérieures brutes des pays (la taille énorme pour l'Irlande vient des fonds d'investissement localisés en Irlande).



Une restructuration (un haircut) sur l'ensemble des dettes publiques des pays en difficulté, incluant l'Espagne et l'Italie, aurait donc un effet dramatique sur les intermédiaires financiers de la zone euro.

Un haircut de 30 % coûterait plus de 1000 Mds €, ce qu'il faut comparer aux fonds propres des banques (**tableau 2**) et à l'actif des investisseurs institutionnels (**graphique 9**).

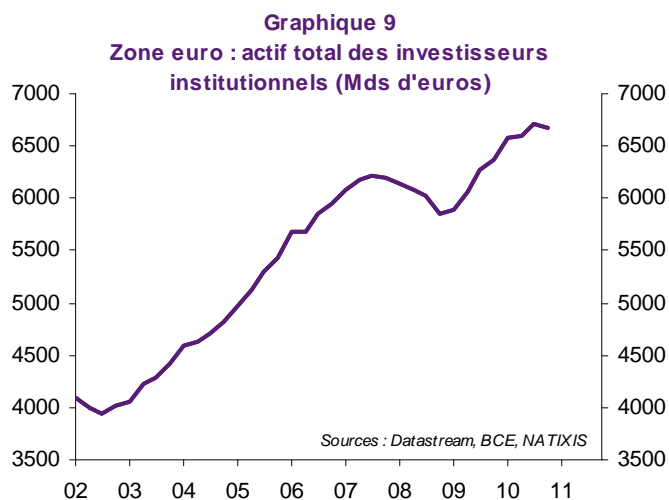


Tableau 2
Fonds propres des banques (Mds d'euros)

	au 31/12/2007	au 31/12/2008	au 31/12/2009	au 31/12/2010
France	157,47	162,47	196,61	201,58
Allemagne	147,02	134,49	154,22	169,48
Pays-Bas*	54,25	56,10	56,24	65,41
Espagne	105,65	107,30	125,58	137,47
Italie	165,47	164,85	178,21	184,37
Grèce	23,84	20,92	30,55	27,96
Portugal	11,76	12,07	15,94	14,48
Irlande	17,20	15,79	16,84	10,91

(*) yc bancassurance

Sources : Datastream, NATIXIS

(3) La seule solution serait une monétisation massive des dettes.

Si une restructuration des dettes publiques conduit à une catastrophe financière, lorsque l'Espagne et l'Italie sont aussi en difficulté, et si les mécanismes de soutien mis en place (EFSF, FMI) n'ont plus dans ce cas la taille nécessaire, il ne reste qu'une possibilité : monétiser massivement les dettes publiques concernées en les faisant acheter par la BCE.

La BCE n'a acheté pour l'instant que des quantités très faibles des dettes souveraines de la zone euro (tableau 3).

Tableau 3
Titres détenus par la BCE à des fins de politique monétaire (Mds d'€)

Date	Encours d'obligations publiques	Date	Encours d'obligations publiques
14/05/2010	16,30	07/01/2011	74,14
21/05/2010	26,70	14/01/2011	76,38
28/05/2010	35,50	21/01/2011	76,43
04/06/2010	40,40	28/01/2011	76,43
11/06/2010	47,10	04/02/2011	76,43
18/06/2010	51,10	11/02/2011	76,43
25/06/2010	55,30	18/02/2011	77,11
02/07/2010	59,00	25/02/2011	77,46
09/07/2010	59,80	04/03/2011	77,46
16/07/2010	60,10	11/03/2011	77,46
23/07/2010	60,25	18/03/2011	77,23
30/07/2010	61,05	25/03/2011	76,60
06/08/2010	61,14	01/04/2011	76,84
13/08/2010	61,15	08/04/2011	76,78
20/08/2010	61,45	15/04/2011	75,87
27/08/2010	61,59	22/04/2011	75,86
03/09/2010	61,74	29/04/2011	75,79
10/09/2010	61,98	06/05/2011	76,13
17/09/2010	62,30	13/05/2011	76,00
24/09/2010	62,40	20/05/2011	75,00
01/10/2010	63,38	27/05/2011	74,91
08/10/2010	63,39		
15/10/2010	63,39		
22/10/2010	63,39		
29/10/2010	63,39		
05/11/2010	64,10		
12/11/2010	65,17		
19/11/2010	65,88		
26/11/2010	67,23		
03/12/2010	69,20		
10/12/2010	71,86		
17/12/2010	72,47		
24/12/2010	73,60		
31/12/2010	73,94		

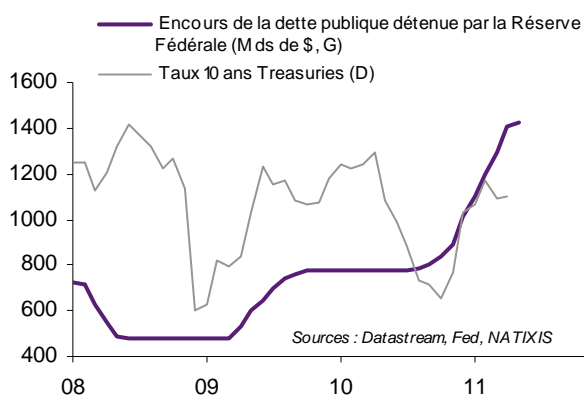
Sources : BCE, NATIXIS

Mais l'exemple de la Réserve Fédérale avec le QE2 montre :

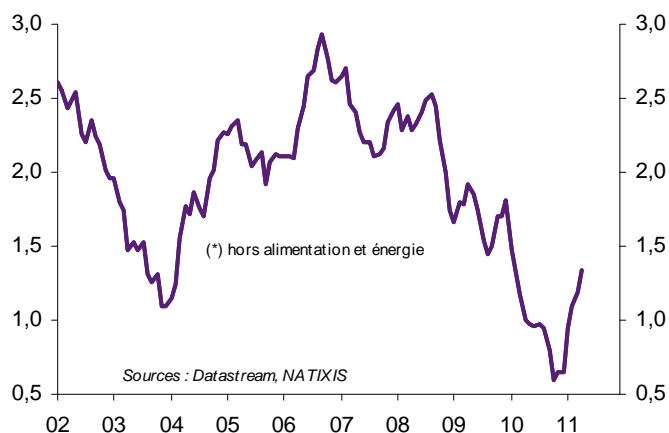
- que les achats de dette publique font baisser les taux d'intérêt à long terme (graphique 10), ce qui serait très utile dans la zone euro (graphiques 1a et 2a plus haut) ;

- que la Banque Centrale ne fait pas de pertes sur ces achats, au contraire, si elle les réalise aux prix très bas de marché ;
- qu'il n'y a pas de risque inflationniste (graphique 11), d'une part en raison de la faiblesse de l'économie : chômage élevé, baisse des coûts salariaux unitaires (graphique 12a) ; d'autre part parce qu'une partie importante de la liquidité créée est stérilisée en étant stockée sous la forme de réserves excédentaires des banques (graphique 12b).

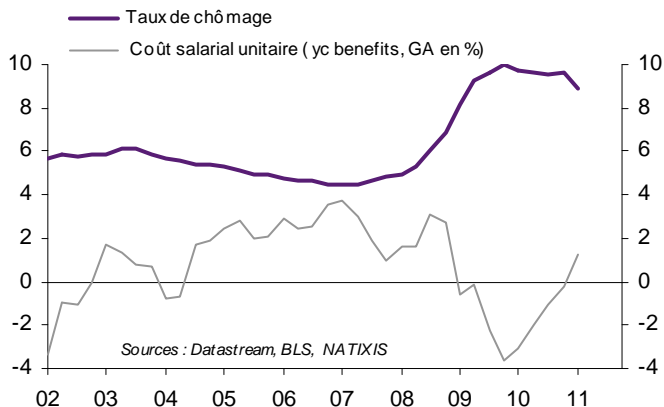
Graphique 10
Etats-Unis : taux d'intérêt et encours de treasuries détenue par la Réserve fédérale



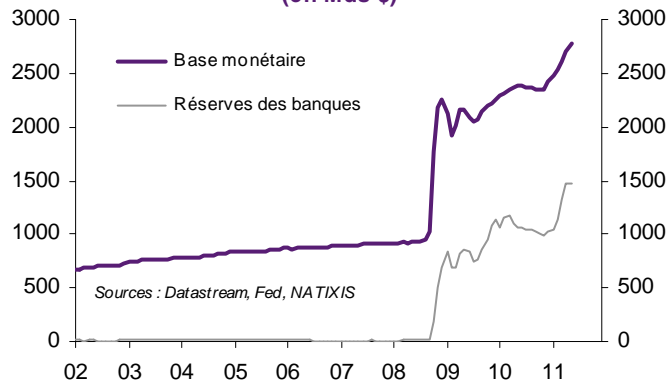
Graphique 11
Etats-Unis : inflation (core CPI*, GA en %)



Graphique 12a
Etats-Unis : taux de chômage et coût salarial unitaire



Graphique 12b
Etats-Unis : base monétaire et réserves des banques auprès de la Réserve Fédérale (en Mds \$)



Synthèse : il faudrait bien alors que la BCE intervienne

Si la crise des dettes souveraines de la zone euro s'étendait à l'Espagne et à l'Italie, puisque :

- les mécanismes de soutien mis en place (EFSF, FMI) deviendraient insuffisants ;
- il y aurait, en cas de restructuration des dettes, un risque de crise financière catastrophique,

il faudrait bien que la BCE fasse ce qu'elle déteste, c'est-à-dire achète de grandes quantités des dettes publiques des pays de la zone euro en difficulté. Les risques (inflation, pertes pour la BCE) seraient extrêmement faibles en réalité.