

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

18 août 2011 – N° 607

On ne pourra pas éviter les Eurobonds

La crise des dettes publiques de la zone euro s'est apaisée avec le retour des achats de titres publics par la BCE.

Mais :

- *on ne peut pas s'attendre à ce que la BCE monétise perpétuellement les déficits publics de l'Espagne et de l'Italie ;*
- *l'EFSF n'a pas la taille suffisante pour prêter à l'Espagne et à l'Italie ;*
- *la multiplicité des émetteurs souverains de la zone euro est la cause fondamentale de la crise ; elle permet aux investisseurs d'acheter les dettes de certains pays et pas des autres ; aux « spéculateurs » d'arbitrer les pays les uns contre les autres.*

Lorsque la BCE décidera d'arrêter à nouveau son programme d'achats, la crise redémarrera, ce qui forcera tous les pays de la zone euro à accepter l'idée des Eurobonds (émissions communes des pays) ; ce qui impliquera aussi de réfléchir aux moyens d'éviter les comportements de passager clandestin en matière budgétaire, s'il y a émissions communes. Le refus présent des Eurobonds par l'Allemagne et la France n'est pas tenable.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

La BCE ne va pas éternellement financer l'Espagne et l'Italie

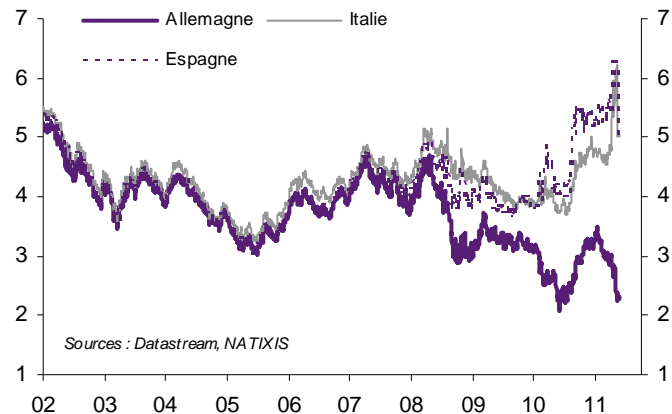
La reprise en août 2011 des achats de titres publics par la BCE (tableau 1) a apporté une stabilisation des marchés financiers avec en particulier la baisse des taux d'intérêt à long terme de l'Espagne et de l'Italie (graphique 1).

Tableau 1
Encours de dettes publiques de la zone euro détenu par la BCE (Mds d'euros)

Date	Encours d'obligations publiques
14/05/2010	16,30
21/05/2010	26,70
28/05/2010	35,50
04/06/2010	40,40
11/06/2010	47,10
18/06/2010	51,10
25/06/2010	55,30
02/07/2010	59,00
09/07/2010	59,80
16/07/2010	60,10
23/07/2010	60,25
30/07/2010	61,05
06/08/2010	61,14
13/08/2010	61,15
20/08/2010	61,45
27/08/2010	61,59
03/09/2010	61,74
10/09/2010	61,98
17/09/2010	62,30
24/09/2010	62,40
01/10/2010	63,38
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
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
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
05/08/2011	73,96
12/08/2011	95,96

Sources : BCE, NATIXIS

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



Mais il paraît impossible de croire que la BCE va accepter de monétiser durablement les déficits publics de l'Espagne et de l'Italie, pour de nombreuses raisons :

- ceci l'amènerait à détenir des quantités très importantes des dettes publiques de l'Espagne et de l'Italie, compte tenu de la taille de ces dettes (**graphique 2**), du besoin de financement de ces deux pays (**tableau 2**), de ce que les achats de la BCE incitent les investisseurs privés à vendre leurs portefeuilles de dettes espagnole ou italienne ;
- la BCE n'aime pas mettre des actifs risqués dans son bilan ;
- si les achats de dette publique deviennent de grande taille, il devient difficile de les stériliser, et la création monétaire accélère ;
- la BCE craint l'aléa de moralité (perte de l'incitation à réduire les déficits publics) que peut entraîner des achats durables de titres publics des pays (d'où les conditions très dures demandées à l'Italie).

Graphique 2
Dettes publiques (en Mds d'euros)

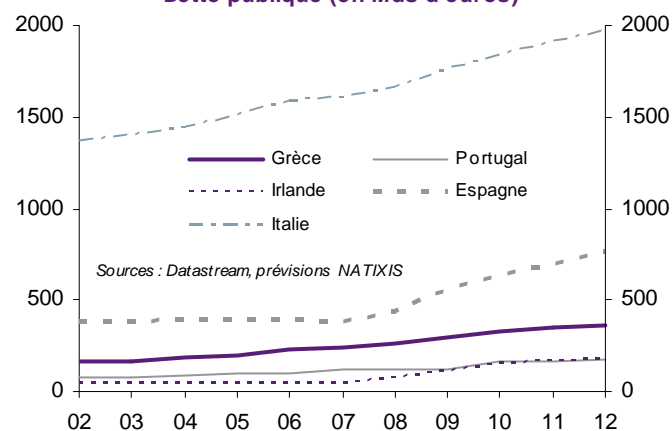


Tableau 2
Programme d'émission brute de dette publique (en Mds d'euros)

	2010	2011	2012
Portugal	21,7	19	0
Italie	245,0	225	230
Espagne	94,5	94	86
Grèce*	18,4	32	2
Irlande	20,0	0	3

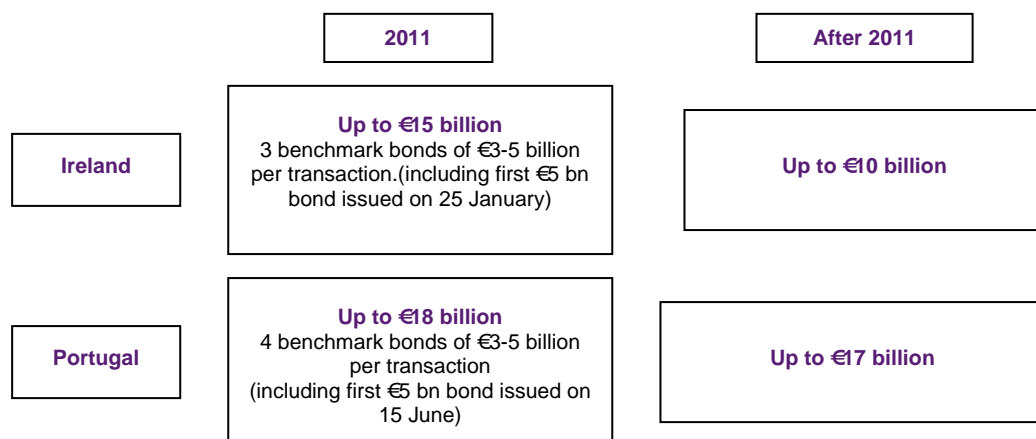
(*) Emissions dans le cadre du programme d'échange de dette avec le secteur privé
Sources : Bloomberg, prévisions Natixis

Partons donc de l'hypothèse que la BCE va arrêter assez rapidement ses achats de dette publique espagnole et italienne.

L'EFSF n'est pas armé
pour financer
l'Espagne et l'Italie

L'EFSF a une capacité de prêt théorique de 440 Mds d'euros, mais est limité dans ses actions par sa capacité à émettre sur les marchés pour se financer (tableau 3).

Tableau 3
EFSF issuance calendar for Ireland and Portugal

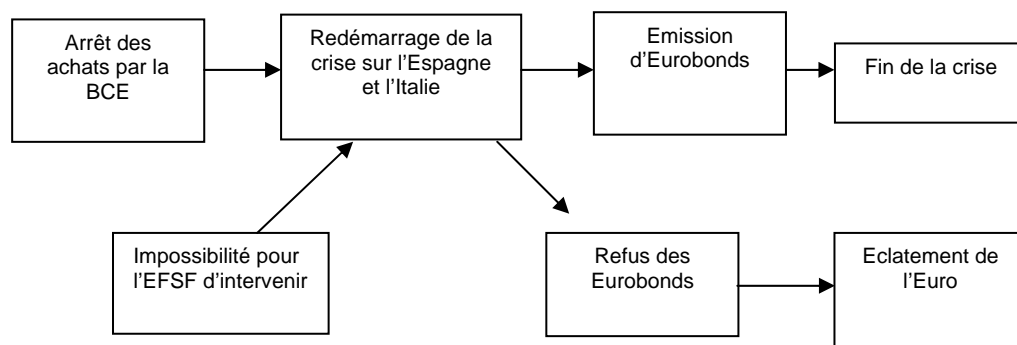


Il ne peut donc, de ce fait, n'intervenir que pour prêter aux trois petits pays (Grèce, Irlande, Portugal) et n'a aucune ressource disponible pour l'Italie ou l'Espagne.

Que va-t-il alors se
passer ?

Notre vue du futur de la crise des dettes souveraines de la zone euro est donné dans le schéma ci-dessous.

Schéma
Perspectives pour la crise des dettes souveraines



Si les déficits publics de l'Espagne et de l'Italie ne sont plus financés par la BCE, puisqu'ils ne peuvent pas l'être par l'EFSF, la crise redémarrera comme avant août 2011 (graphique 1) et l'Italie et/ou l'Espagne ne pourront plus se financer sur les marchés.

La seule solution sera alors le passage très rapide à des émissions communes (Eurobonds).

C'est bien la multiplicité des émetteurs souverains dans la zone euro qui fabrique la crise et la divergence des taux d'intérêt (graphique 1) :

- les investisseurs institutionnels doivent acheter des euros, mais ils peuvent n'acheter que l'Allemagne, la France, les Pays-Bas et la Finlande, avec des Eurobonds, ils seraient forcés de financer tous les pays ;
- les « spéculateurs » peuvent arbitrer un pays contre un autre, sans prendre de position nette sur l'euro.

Nous avons montré par ailleurs :

- que les Eurobonds auraient un **rating initial de AA+**, ce qui permettrait aujourd'hui d'émettre à environ 3 % à 10 ans ;
- que **le problème de passager clandestin** (d'aléa de moralité) **peut être réglé par un système de bonus – malus** sur les taux d'intérêt faits aux pays en fonction de la situation de leurs finances publiques.

Synthèse : le refus des Eurobonds n'est pas tenable

Dès que la BCE sera « fatiguée » d'acheter des titres publics, la crise des dettes souveraines de la zone euro recommencera.

Si l'Allemagne (et d'autres pays du Nord de la zone euro) **persistent dans leur refus des Eurobonds, que peuvent faire l'Espagne et l'Italie si ils ne peuvent plus émettre sur les marchés financiers ?**

- ils ne peuvent pas être aidés par l'EFSF ;
- ils ne peuvent pas se financer seulement à 3 – 6 mois ;
- ils ne peuvent pas forcer les résidents à acheter toutes les émissions du Trésor (**tableau 4**), alors que la part des non-résidents est supérieure à 50 %.

La seule solution serait de sortir de l'euro et de monétiser les déficits publics sur une base nationale.

Tableau 4
Part des non-résidents dans la détention de la dette publique en 2010 (en % du total)

	Finlande	Autriche	Belgique	France	Italie	Espagne	Allemagne	Pays-Bas	Irlande*	Grèce*	Portugal*
Part de la dette publique détenue par les non-résidents	80,0	85,0	57,6	70,0	52,0	55,0	72,0	75,0	97,6	79,0	86,5

(*) marketable debt

Sources : Datastream, NATIXIS