

# FLASH MARCHÉS

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

10 octobre 2011 – N°752

### **Les Treasuries et les Eurobonds : quand les Eurobonds apparaîtront, la fin du financement facile des Etats-Unis**

*On sait que l'existence d'Eurobonds aurait aujourd'hui évité la crise des dettes souveraines de la zone euro ; le passage aux Eurobonds sera cependant un long processus parlementaire, puisqu'il s'agit d'une forme de fédéralisme, nécessitant un contrôle strict des budgets des Etats de la zone euro.*

*Mais, si les Eurobonds existaient aujourd'hui, leur qualité serait très nettement meilleure que celles des Treasuries, leur taille suffisante pour être un substitut aux Treasuries : ce qui dirigerait un supplément d'épargne mondiale vers les titres en euros, et rendrait difficile le financement des déficits à nouveau jumeaux des Etats-Unis. Les Eurobonds, le pire ennemie des Etats-Unis ?*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

**Patrick ARTUS**

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

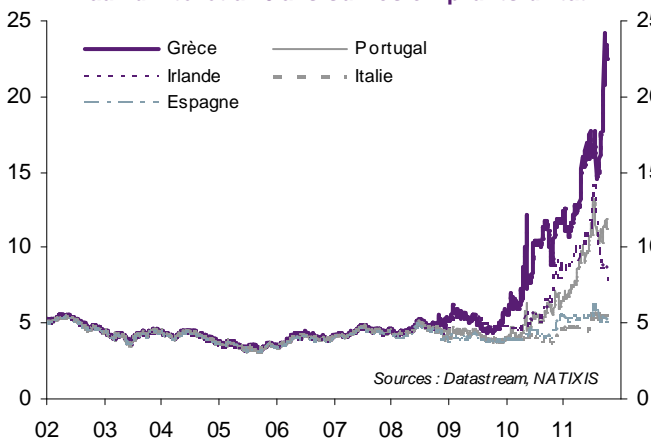
S'il y avait aujourd'hui des Eurobonds, il n'y aurait pas de crise des dettes souveraines dans la zone euro

La crise des dettes souveraines vient de la multiplicité des émetteurs souverains de la zone euro.

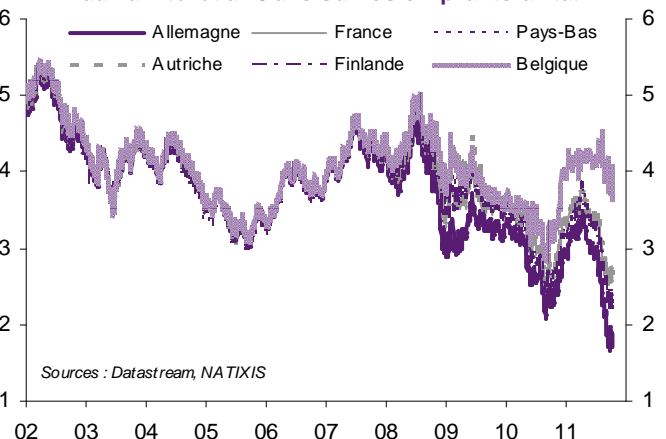
Elle permet aux investisseurs de choisir quelles dettes ils vont acheter et quelles dettes ils vont refuser d'acheter.

On voit aujourd'hui le refus des investisseurs d'investir en dette grecque, portugaise, irlandaise (même s'il y a pour l'Irlande une forte amélioration), italienne, espagnole (graphique 1 a) et la concentration sur les dettes publiques des pays du Nord de la zone euro (graphique 1 b).

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



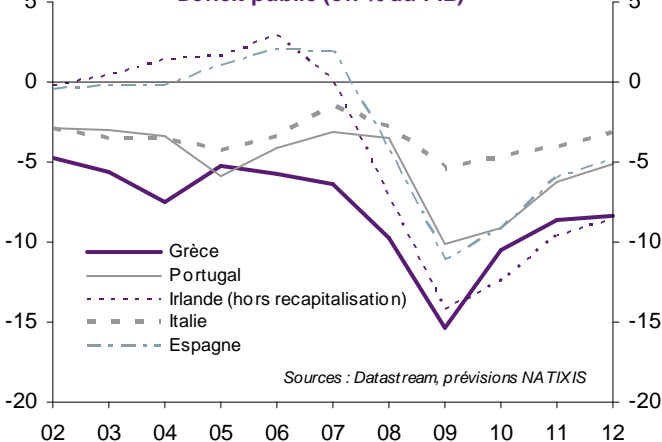
Graphique 1 b  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



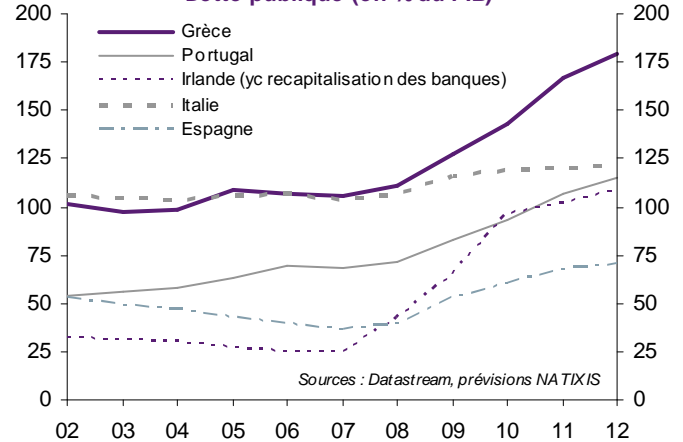
Ceci vient des déficits publics ou des dettes publiques des pays périphériques (graphiques 2 a – b), de leurs déficits extérieurs, en Irlande, il a disparu (graphique 2 c), des perspectives de faible croissance dans ces pays (graphique 2 d).

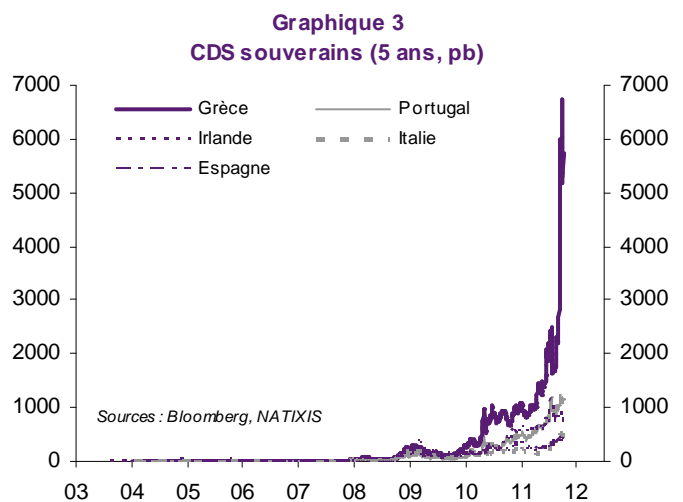
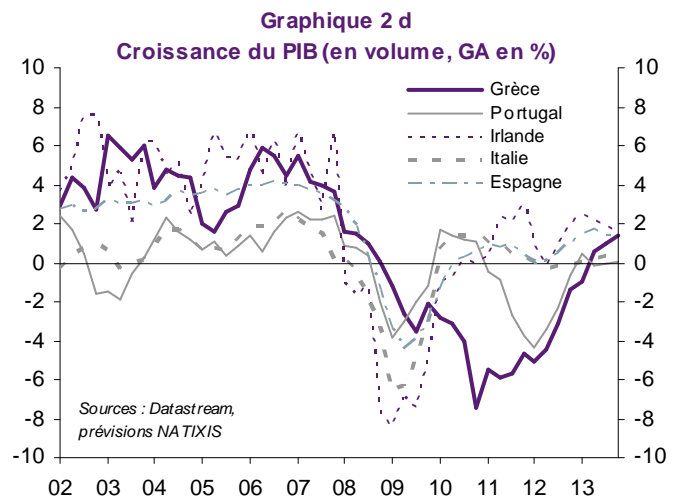
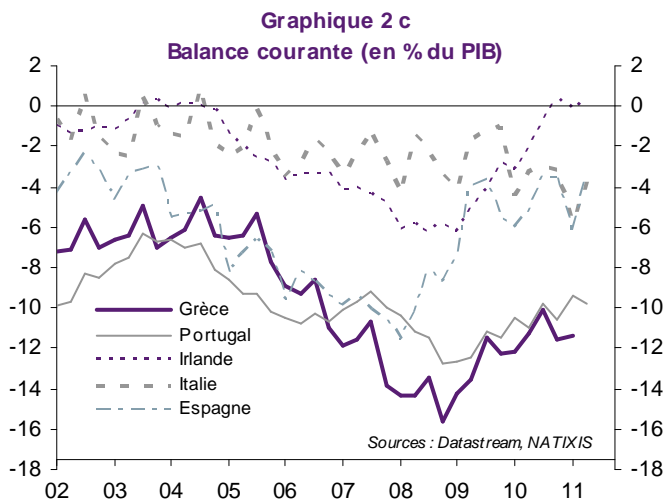
La multiplicité des émetteurs souverains permet aux « spéculateurs » d'arbitrer un pays de la zone euro contre un autre, en particulier sur le marché des CDS (graphique 3).

Graphique 2 a  
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 2 b  
Dettes publiques (en % du PIB)





**S'il y avait aujourd'hui des Eurobonds**, c'est-à-dire des émissions en commun de tous les pays de la zone euro, **les investisseurs en euros financeraient automatiquement tous les pays, et les spéculateurs ne pourraient pas arbitrer une dette souveraine contre une autre : il n'y aurait pas de crise dans la zone euro.**

**Mais il faudra attendre longtemps pour avoir des Eurobonds**

Certains suggèrent la mise en place rapide d'Eurobonds pour sortir de la crise. **Mais il faudra très longtemps pour parvenir à la substitution d'Eurobonds aux dettes publiques nationales.**

Puisqu'il s'agit d'émissions en commun des pays de la zone euro :

- il faut **lever la clause de « no bail out »** des traités européens ;
- il faut mettre en place **une Agence du Trésor de la zone euro** ;
- surtout, il faut **limiter la souveraineté budgétaire des Parlements nationaux**, c'est-à-dire changer les constitutions des pays.

Il n'est pas possible en effet qu'un pays mène une politique de déficits publics excessifs, et les fasse financer en Eurobonds :

- il faut aussi **superviser étroitement l'ensemble des politiques économiques des pays**, afin de maintenir la qualité des émetteurs d'Eurobonds.

**Mais quand les Eurobonds apparaîtront, ils seront de meilleure qualité que les Treasuries**

**Il faudra donc de nombreuses années avant que des Eurobonds soient émis.**

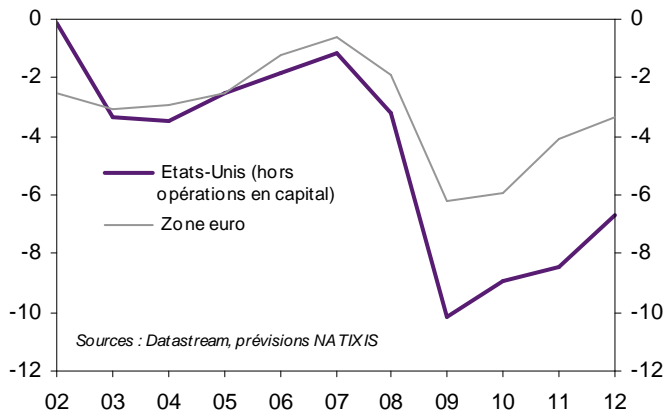
**Si on utilise le modèle de rating quantitatif de S & P, on voit qu'aujourd'hui, sur base uniquement quantitative (situation économique et financière des pays) :**

- le rating souverain des Etats-Unis est AA (AA+ pour le rating public) ;
- le rating des Eurobonds serait AA+.

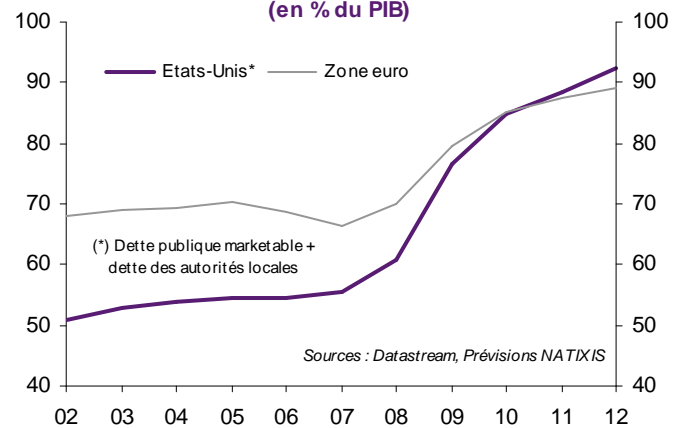
Ceci se comprend quand on compare les Etats-Unis et la zone euro :

- déficit public plus faible dans la zone euro (graphique 4 a) ;
- taux d'endettement public plus faible dans la zone euro (graphique 4 b), aux Etats-Unis, nous calculons le taux d'endettement public au sens de Maastricht) ;
- absence de déficit extérieur chronique dans la zone euro (graphique 4 c) et industrie de plus grande taille dans la zone euro (graphique 4 d) ;
- absence de dette extérieure dans la zone euro (graphique 4 e) ;
- croissance par habitant similaire dans les deux pays (graphique 4 f) et capacité à créer des emplois plus forte dans la zone euro (graphique 4 g).

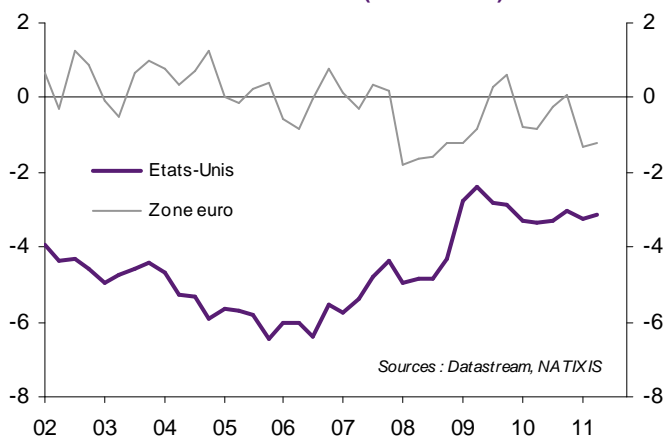
**Graphique 4 a**  
Déficit public (en % du PIB)



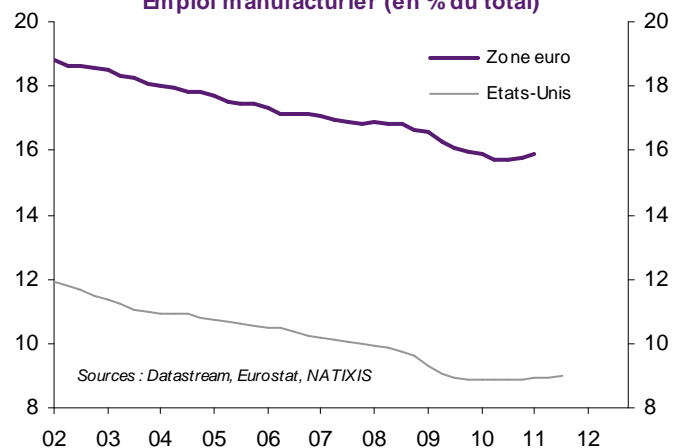
**Graphique 4 b**  
Dette publique au sens de Maastricht (en % du PIB)



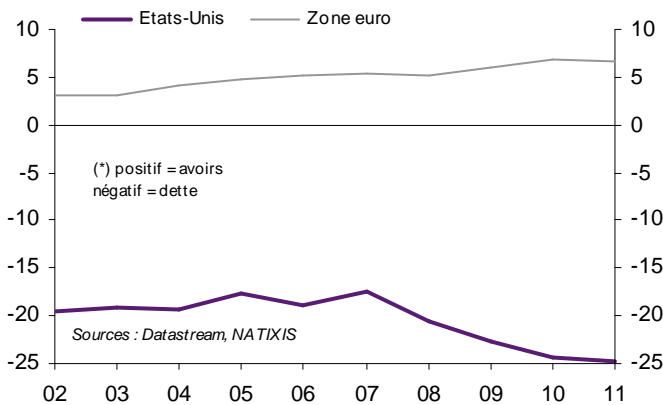
**Graphique 4 c**  
Balance courante (en % du PIB)



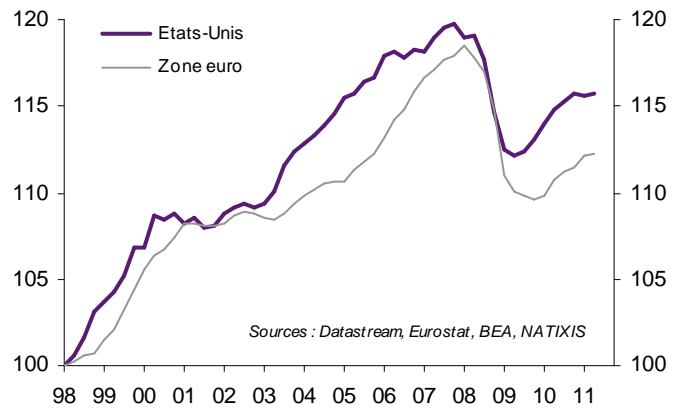
**Graphique 4 d**  
Emploi manufacturier (en % du total)



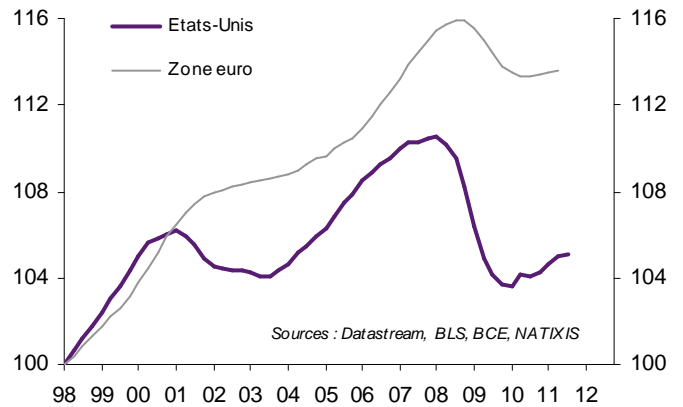
**Graphique 4 e**  
**Dettes nette extérieure\* (en % du PIB)**



**Graphique 4 f**  
**PIB en volume par habitant (100 en 1998 : 1)**



**Graphique 4 g**  
**Emploi total (100 en 1998 : 1)**



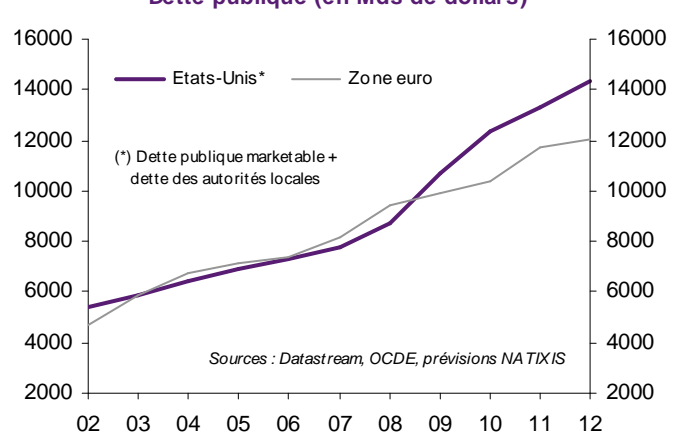
On peut donc supposer que **si des Eurobonds existaient** aujourd'hui, leur taux d'intérêt serait inférieur à celui des Treasuries (graphique 5) car ils seraient plus attractifs pour les investisseurs que les Treasuries.

Initialement, le marché des Eurobonds débutant, la liquidité serait plus faible que sur le marché des Treasuries, mais ceci se corrigerait progressivement, avec une taille forte des dettes publiques de l'ensemble de la zone euro (graphique 6).

**Graphique 5**  
**Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat**



**Graphique 6**  
**Dettes publique (en Mds de dollars)**



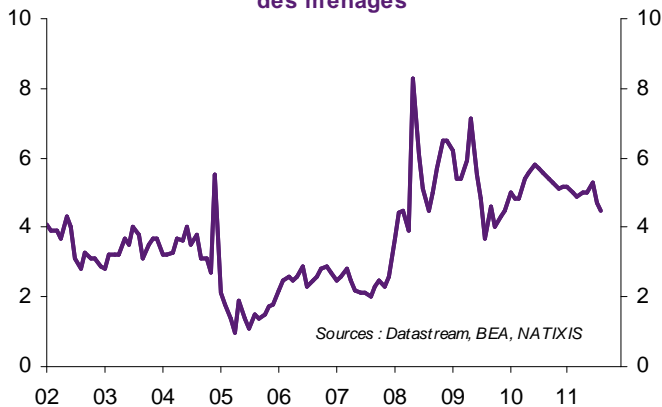
### Synthèse : les Eurobonds, une grave menace pour les Etats-Unis ?

Les Etats-Unis ont un déficit extérieur chronique (graphique 4 c) et un déficit public très élevé (graphique 4 d). Il n'y aura pas rapidement de correction :

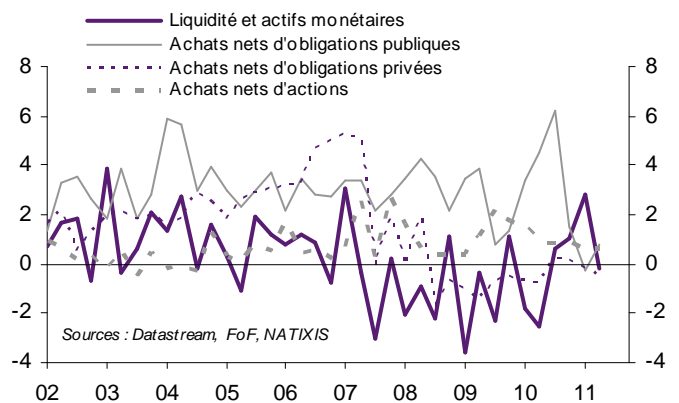
- la politique monétaire va rester très expansionniste et le taux d'épargne des ménages ne remonte plus (graphique 7) ;
- la politique budgétaire va rester très (encore plus) expansionniste, au moins jusqu'en 2014.

Comment se financent aujourd'hui ces déficits des Etats-Unis ? (graphiques 8 a – b – c).

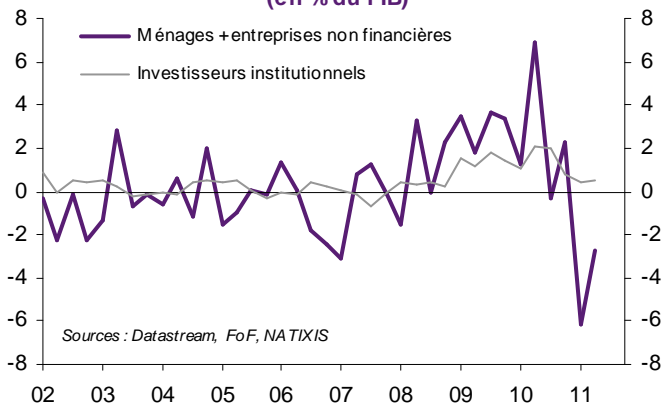
**Graphique 7**  
Etats-Unis : taux d'épargne nette mensuel des ménages



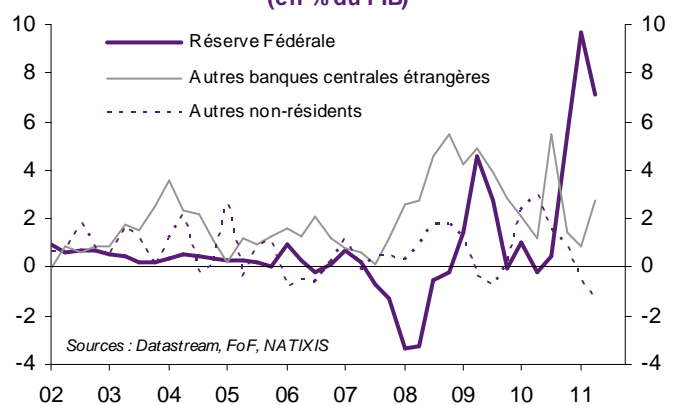
**Graphique 8 a**  
Etats-Unis : achats nets d'actifs par les non-résidents (en % du PIB)



**Graphique 8 b**  
Etats-Unis : achats nets de Treasuries (en % du PIB)



**Graphique 8 c**  
Etats-Unis : achats nets de Treasuries par... (en % du PIB)



Mais si les Eurobonds apparaissent, les investisseurs non résidents (banques centrales ou investisseurs privés), accroîtraient le poids des Eurobonds dans leurs portefeuilles au détriment des Treasuries.

Le financement des déficits des Etats-Unis serait menacé. L'administration américaine doit normalement détester l'idée des Eurobonds.