

Le point de vue de

Michel Juvet

Analyste financier et membre du comité de direction de Bordier & Cie

Un fonds européen plus grand ne coûterait pas beaucoup à l'Allemagne

Mercredi 29 décembre 2010

L'Allemagne a raison de résister aux opérations de sauvetage d'Etats européens sans condition. Mais elle a tort de s'opposer à l'augmentation du capital du Fonds Européen de Stabilité Financière. Le coût supplémentaire qu'elle supporterait alors sur le financement de sa propre dette serait en effet modeste.

L'Allemagne est membre de la zone euro, et comme les autres, elle en dérive des coûts et des bénéfices économiques. En amont de ses interrogations et de ses jeux politiques internes quant à son rôle dans la zone euro, il est logique qu'elle se demande si sa participation au fonds européen de stabilité financière constitue une charge insupportable pour ses finances publiques ou si les coûts qui en résultent ne sont que marginaux et en tous cas inférieurs aux bénéfices que procure malgré tout la zone euro à ses exportateurs.

Contrairement aux pays périphériques de la zone euro, l'Allemagne a des finances publiques en relativement bon état. Son ratio « dettes publiques / produit intérieur brut », aux alentours de 75%, même si il est nettement plus élevé qu'en Suisse ou en Norvège, se situe clairement en dessous des ratios belge, espagnol, italien, grec ou irlandais.

L'Allemagne peut ainsi emprunter sur les marchés des capitaux à des niveaux de taux

très bas et plus bas que ceux des mauvais élèves de la zone euro. A deux ans d'échéance, elle peut ainsi emprunter en euro à 1%, alors que le meilleur des mauvais élèves (la Belgique) doit payer le double, soit 2%. A 5 ans d'échéance elle paye un intérêt de 2% pendant que la Belgique doit payer 3%, l'Irlande 8% et la Grèce près de 13%.

En augmentant ses contributions au financement du fonds européen, l'Allemagne a peur d'augmenter potentiellement son endettement, de pérorer sa qualité de débiteur et de voir ainsi ses coûts de financement exploser. Le raisonnement est juste, car en apportant ainsi sa garantie implicite à couvrir les remboursements des emprunts contractés par les pays en difficultés, elle augmente potentiellement son endettement. Pourtant un simple exemple montre que cela ne devrait pas être le cas.

Le fonds européen est alimenté en fonds propres par les Etats sur la même clé de répartition que celle utilisée pour les fonds propres de la banque centrale européenne. Aujourd'hui, il est prévu que le fonds emprunte et re-prête au maximum EUR 440 milliards. Autrement dit l'Allemagne apportera une quasi garantie à ces 440 milliards au pro rata de son poids dans le capital du fonds, environ 20%, soit 88 milliards. En cas de défaut de paiement généralisé

l'Allemagne devrait donc rembourser les créanciers du fonds à concurrence de ce montant.

La conséquence simple et immédiate serait de hausser la dette publique allemande, d'environ EUR 1900 milliards à 1988. Toute chose égale, son ratio d'endettement en % du PIB passerait alors de 77% à 80%. Pas de quoi provoquer une panique dans les marchés des capitaux et une hausse substantielle de ses coûts de financement !

**Plus de 3000 milliards
pour que l'Allemagne voie
son ratio de dettes / PIB atteindre 100%**

La question qui se pose alors est de savoir quelle serait la taille maximum du fonds européen qui annulerait théoriquement l'avantage relatif que possède l'Allemagne dans ses coûts de financement par rapport au débiteur théorique moyen « zone euro » et qui logiquement la pousserait à abandonner son effort de solidarité. La Banque Européenne d'Investissement qui présente en termes de constitution des fonds propres les mêmes caractéristiques que la BCE et que le fonds européen (répartition en fonction des poids économiques des Etats) offre un benchmark de comparaison. Lorsque la BEI emprunte sur les marchés des capitaux, elle paie entre 0.5% et 0.75% de plus que l'Allemagne selon les échéances. Voilà donc le surcoût théorique que l'Allemagne paierait si son ratio d'endettement public atteignait celui de la zone euro, soit environ 100%.

De ce calcul on déduit facilement quelle pourrait être la taille maximum du fond européen qui permettrait à l'Allemagne de garder son avantage relatif en termes de taux d'intérêt. Il faudrait ainsi que le fonds européen dépasse des encours de plus de 3000 milliards pour que l'Allemagne de par ses engagements théoriques voie son ratio de dettes / PIB atteindre 100%.

Bien sûr que le ratio « endettement public / PIB » n'explique pas toutes les différences de coût de financement sur les marchés des capitaux. La confiance des créanciers dans la capacité de l'Etat à honorer ses engage-

ments explique une partie également de ces disparités.

L'Allemagne qui bénéficie d'une énorme crédibilité pourrait donc supporter un engagement plus important de ses finances publiques dans le fonds européen, sans s'autodétruire... 3000 milliards est probablement un montant excessif au vu des besoins, mais un geste de l'Allemagne permettrait de rassurer les marchés des capitaux.

Ceci étant dit, l'Allemagne a raison: elle ne doit pas simplement apporter sa garantie, comme on le ferait entre frères dans une famille. La responsabilité des représentants politiques face à leurs citoyens est bien de s'assurer que des conditions strictes d'utilisation et de suivi seront apportées aux prêts effectués. Il semble logique donc que l'Allemagne demande un collatéral contre le prêt accordé : cela reconfortera sa position de créancier et engagera le débiteur à assumer ses dettes et ses restructurations pour ne pas devoir donner les actifs publics gagés. Mais comment les populations concernées accepteront-elles de voir saisir leurs actifs publics en cas d'échec ? Les discours sur le retour de l'empire allemand reviennent sans aucun doute et fragiliseront encore plus la solidarité européenne. Les responsables politiques vont devoir expliquer les enjeux avec doigté.

L'Allemagne, et les autres pays créanciers doivent également comprendre que les taux d'intérêts accolés aux prêts ne doivent pas se situer à des niveaux qui ne font que rendre difficile les réductions d'endettement et les assainissements budgétaires. Aujourd'hui le fonds européen, qualifié de AAA empruntera à des taux compris entre 1 et 3% selon les échéances et devrait reprêter à l'Irlande ou la Grèce à près de 6%. Or avec ces conditions ces pays ne pourront pas abaisser leurs dettes, car ces taux sont supérieurs à leur croissance économique nominale et à la croissance de leurs recettes fiscales. Dans ces conditions, les budgets ne peuvent atteindre les équilibres qu'au prix de coupes substantielles dans les dépenses des Etats.

Enfin, si le principe de la pérennisation du fonds européen est désormais acquis pour 2013, pourquoi ne pas utiliser la structure de la BEI, la transformer en une sorte de Fonds Monétaire Européen, plutôt que de rajouter une nouvelle institution ?

La crise a poussé et énormément aidé l'Europe à inventer de nouveaux mécanismes d'intégration. Il est clair que la lourdeur des institutions européennes n'aide pas à anticiper les problèmes et leurs solutions. L'Europe a montré qu'elle était capable de s'équiper de très bons Canadair pour éteindre les feux financiers dans l'urgence. Mais quand sera-t-elle capable d'avoir une flotte en suffisance, un pilote et des aiguilleurs du ciel qui se coordonnent pour ne pas envoyer systématiquement à la dernière minute et dans toutes les directions l'armada des Canadair ?