



Par Sophie MAMETZ,
Economiste



Endettement public en zone euro : qui en sont les détenteurs ?

Les dettes souveraines deviennent de plus en plus un déterminant de l'ensemble des marchés financiers. Les crises récentes qui ont fortement mis à contribution les Etats pour éviter des crises financières apocalyptiques et pour relancer l'économie ont aussi amené les Etats à des niveaux d'endettement exceptionnels.

Les agences de notation réagissent en mettant des notations sous surveillance, comme Standard & Poor's pour les Etats-Unis ou Moody's pour l'Italie, ou abaissent les notes pour les cas les plus graves comme la Grèce, l'Irlande ou le Portugal.

“ Quel bilan peut-on faire aujourd'hui quant à la situation des finances publiques dans les économies matures ? ”

Les Etats-Unis, certains pays de la zone euro (Grèce, Portugal, Irlande, Italie, Espagne, France), le Royaume-Uni et le Japon connaissent toujours des difficultés en matière de finances publiques : leur déficit reste important (et continue à augmenter pour certains pays) et ne permet pas de réduire l'endettement. En 2010, l'endettement américain avoisine les 100% du PIB, 200% au Japon, 140% en Grèce, 120% en Italie, 100% au Portugal et en Irlande et 60% en Espagne. Le déficit public atteint 9,5% du PIB aux Etats-Unis et 7,5% du PIB en moyenne en zone euro. Mais comment des taux d'endettement aussi différents peuvent-ils être supportables ou pas par les pays ?

Le point très inquiétant aujourd'hui est que **l'endettement reste élevé** et que **les perspectives de croissance sont faibles pour certains pays**. Cette conjonction d'éléments conduit à une « insoutenabilité » de la dette publique, générant une forte volatilité sur les marchés. La question de la soutenabilité de la dette publique se pose pour des pays tels que la Grèce et le Portugal, où l'on anticipe un nouveau recul de la croissance en 2011 (respectivement de -2,9% et -2,1% selon l'OCDE). L'activité économique n'est toutefois pas le seul facteur de soutenabilité d'une dette. La richesse, la capacité d'épargne domestique (comme au Japon) et la capacité fiscale sont également primordiaux pour évaluer la qualité de la dette.

“ La dette...de qui ? ”

Dans un contexte de fort endettement, il est également important de savoir **qui détient la dette**. En zone euro par exemple, la France est le premier détenteur de dettes grecque (19,8%) et portugaise (27,4%) tandis que l'Allemagne est le premier détenteur de dettes irlandaise (19,3%) et espagnole (11%). Par type d'agent, les principaux détenteurs de dettes grecque, portugaise, irlandaise et espagnole sont les banques commerciales, les assurances et fonds de pension. Dans le cas de la Grèce dont le premier détenteur est la France, les principaux agents sont les banques commerciales (48%) et les assurances et fonds de pension (49%) ; le gouvernement français n'en détenant que 2% et le secteur non financier (entreprises et ménages) n'en détenant que 1%. Les détenteurs sont à la fois des banques face à leurs fonds propres et des épargnants par l'intermédiaire des assurances ou des supports financiers.

La configuration actuelle montre donc que l'endettement public reste important voire continue d'augmenter et que, sur les dernières années, les institutions financières ont été d'importants investisseurs en titres de dettes. Or, **le risque systémique est d'autant plus important que la corrélation est forte entre risque souverain et risque bancaire**. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle Moody's a placé la note de trois banques françaises sous surveillance (comme vu précédemment, les banques, qui plus est françaises, sont le plus exposées à la Grèce).

“ Limiter le risque ”

L'Europe se doit aujourd'hui d'éviter que le **risque systémique** augmente et se propage à d'autres pays de la zone. Pour ce faire, il s'agit de limiter le risque bancaire, principal vecteur de diffusion, tout en limitant le risque d'endettement.

⇒ **Limiter le risque bancaire**, c'est-à-dire limiter de lourdes pertes pour les banques et la forte augmentation de leurs besoins en fonds propres, en les incitant à détenir moins d'obligataire. Dans le cas européen, on peut alors se demander qui serait acheteur des obligations vendues par les banques. Actuellement, seule la BCE pourrait être cet acheteur mais ce n'est pas son rôle ou sa mission et se refuse pour le moment à toute monétisation de la dette publique. Cette piste pour limiter le risque systémique ne semble donc pas valide en l'état actuel des choses, à moins qu'il y ait contagion de la crise des dettes souveraines à d'autres pays de la zone euro tels que l'Italie et l'Espagne, et un besoin de soutien d'urgence.

⇒ **Limiter le risque souverain**. Différents moyens existent pour réduire les taux d'endettement publics (nous excluons ici le cas d'un défaut partiel).

Premièrement, les Banques Centrales peuvent décider de laisser « filer » l'inflation. Cela réduirait les taux d'intérêt réels et la charge d'intérêt payé sur la dette. Toutefois, cela diminuerait dans le même temps la richesse réelle des rentiers. L'Etat pourrait ainsi réduire son endettement mais en ferait supporter la charge aux détenteurs d'obligations. Ce premier moyen n'est pas envisageable en zone euro (la Banque Centrale Européenne a un objectif d'inflation), ni au Japon où le contexte reste déflationniste. Cela est parfaitement envisageable dans le cas des Etats-Unis et du Royaume-Uni.

Deuxièmement, une hausse de la pression fiscale est aussi un moyen de réduire le recours à la dette. Si l'on choisit d'augmenter la pression fiscale, il faut définir sur quels acteurs. Si les hauts revenus et les revenus en capital sont ciblés, alors les porteurs de dettes seront évidemment touchés, comme dans le cas précédent. Les marges de manœuvre sont toutefois plus limitées en zone euro qu'aux Etats-Unis où la pression fiscale est respectivement de 45% contre 33%. Eviter le risque systémique n'est pas aisé.

Début juillet, de nouvelles mesures d'austérité sont en tout cas attendues de la part de la Grèce afin de réduire son endettement. C'est une condition fixée par les européens et le Fonds Monétaire International pour l'obtention de la prochaine tranche de financement et un second plan d'aide (comparable au premier plan de 110 milliards d'euros). Des indications claires sont également attendues sur la mise en œuvre des mesures de privatisation en Grèce.