

Quand les obligations d'Etat sont détenues par les Etats

Cécile Prudhomme, *Le Monde*, 23 juin 2011

Jusqu'à quand les investisseurs accepteront-ils de financer les dépenses des Etats européens en achetant la dette que ces derniers émettent sur les marchés ? Telle est l'une des interrogations soulevées par la crise de la dette souveraine dans la zone euro.

Mais la question ne se pose pas dans les mêmes termes pour tous les pays. D'abord, parce qu'ils n'ont pas tous connu les mêmes dérivés. Ensuite, parce qu'ils n'ont pas placé leur dette dans les mêmes régions du monde. «La dette des pays du Sud (Espagne, Portugal...) est de 93% à 98% aux mains des investisseurs de l'Union européenne, exception faite de l'Italie, où la moitié est détenue par les ménages, rapporte Patrick Artus, responsable de la recherche chez Natixis. Tandis que la dette française, allemande et néerlandaise est en grande majorité détenue par des investisseurs internationaux. »

Difficile toutefois de tirer des conclusions sur la provenance des capitaux car on ne connaît pas toujours la vraie nature des investisseurs finaux : « Un investisseur saoudien, qui détient de la dette française car il a investi dans un fonds d'investissement à Londres, est comptabilisé comme un investisseur britannique, souligne M. Artus. D'ailleurs, les trois plus gros détenteurs de la dette française sont le Luxembourg, les îles Caïmans et le Royaume-Uni. »

Historiquement néanmoins, les dettes d'Etat de la zone euro sont détenues pour une large part par les investisseurs privés. Les compagnies d'assurances, les fonds d'épargne, les caisses de retraite, achetaient, avant la crise, de la dette espagnole, française ou italienne. Des titres qui chaque année leur rapportaient un certain rendement, et pour lesquels ils n'avaient aucun doute d'être remboursés. Selon leur goût pour le risque, ces investisseurs professionnels arbitraient entre obligations d'Etat et actions.

Cœur de l'Europe

Mais à mesure que la crise s'est aggravée, certains investisseurs privés ont cessé d'acheter des dettes souveraines sans distinction. Autant celles du cœur de l'Europe (France, Allemagne) restent prisées. Autant d'autres, comme les dettes grecque, portugaise, irlandaise, ne peuvent plus être achetées dans les mêmes proportions.

Depuis quelques années, aux côtés des investisseurs privés, on assiste à une montée en puissance des créanciers de la sphère publique, dont les banques centrales pour leurs réserves de change. 61% des émissions nettes de dette française à plus de deux ans ont été épongées par des banques centrales en 2010 (45 % en 2009).

Avec la crise, les pays européens, au travers des mécanismes d'aide financière à la Grèce, au Portugal et à l'Irlande, sont également devenus des détenteurs de la dette européenne - même si elle n'est pas négociable sur les marchés financiers, contrairement à celle détenue par les autres acteurs. La Banque centrale européenne, qui a mis en place un processus de soutien à la dette irlandaise, grecque et portugaise depuis mai 2010, détient à ce jour 76 milliards d'euros de dette d'Etat (dont 50 milliards en dette grecque, selon les estimations des banques).