

liards de dollars, de l'échec de l'effacement partiel, intervention des banques centrales, cocktail de croissance et d'inflation –, celle-ci risque de peser longtemps sur les politiques publiques et le paysage politique.

### Quels Etats s'endettent le plus?

Dans cette crise, le pays qui dépense le plus pour maintenir son économie à flot face à la pandémie est les Etats-Unis : le plan de soutien américain frôle 2 000 milliards de dollars, soit presque 10 % du PIB. « Sans précédent », estime le FMI. En comparaison, la zone euro est plus parcimonieuse : ses plans de soutien dépassent à peine les 3 % du PIB en moyenne. L'Allemagne a mis les plus gros moyens, à 4,4 %. Le plan français atteint 4,1 % du PIB. En Italie ou en Espagne, dont les marges de manœuvre budgétaires sont plus limitées, ils sont de 1,4 % du PIB seulement.

Pour financer ces plans, les Etats vont devoir d'autant plus s'endetter que les recettes fiscales vont chuter en raison de la récession. Les déficits publics vont s'envoler, à 15 % du PIB pour les Etats-Unis, 9 % pour la France et 7,5 % pour la zone euro. Selon Generali, rien que dans l'union monétaire, les gouvernements vont émettre pour 1120 milliards d'euros d'obligations cette année, soit un tiers de plus que la moyenne des années précédentes. Si ce montant est encore très incertain, il représentera quoi qu'il en soit un niveau historique.

### Qui achète ces obligations souveraines? Traditionnellement,

**« IL N'EXISTE AUCUN SEUIL ABSOLU À PARTIR DUQUEL UNE DETTE DEVIENT SOUDAINEMENT PROBLÉMATIQUE OU INSOUTENABLE »**

FRANÇOIS ECALLE  
ancien conseiller maître  
de la Cour des comptes

Chaigneau, directeur de la recherche chez Generali : « Les rachats de la BCE vont dépasser les émissions nettes d'obligations (émissions brutes moins remboursement). »

### Les banques centrales peuvent-elles racheter des obligations sans limite?

Avant même la pandémie, la BCE possédait 20 % des dettes publiques de la zone euro (18 % pour la France). D'ici à la fin de l'année, cette part va s'envoler. Mais jusqu'où? Y a-t-il une limite? A l'extrême, une banque centrale finit par provoquer de l'hyperinflation si elle émet trop d'argent pour financer la dette publique. Mais ce scénario à la Zimbabwe paraît aujourd'hui très lointain et peu probable. Quand la Réserve fédérale (Fed), la banque d'Angleterre et la BCE se sont lancées dans les achats d'obligations, il y a une décennie, beaucoup craignaient un retour de l'inflation, mais celui-ci ne s'est pas matérialisé. En Europe, c'est même la déflation qui menace.

### Est-ce un problème d'afficher un endettement public trop élevé?

La réponse est délicate, et pour cause : « Il n'existe aucun seuil absolu à partir duquel une dette devient soudainement problématique ou insoutenable », résume François Ecalte, ancien conseiller maître de la Cour des comptes. Ainsi le Japon n'a aucun mal à se financer en dépit d'un endettement frôlant les 250 % du PIB. Mais l'Espagne, elle, fut attaquée par les spéculateurs en 2010 alors que le sien était de 67 % du PIB seulement.

En fait, tout dépend de la capacité de l'Etat à rembourser. « Et celle-ci dépend d'une grande variété de critères, tels que son niveau de croissance, sa capacité à lever l'impôt, la stabilité de son système politique ou encore son degré de dépendance aux financements extérieurs », détaille Mathieu Plane, économiste à l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE). Lorsque, en fonction de ces éléments, les créanciers commencent à douter, ils exigent des taux d'intérêt plus

surés les investisseurs.

Avec une dette qui devrait bonifier de 135 % à 150 % du PIB cette année, la Péninsule est de nouveau au centre des inquiétudes. Pour le moment, les taux bas et les rachats de la BCE assurent sa soutenabilité. Mais l'équation reste délicate : dans les années à venir, le poids des remboursements limitera la capacité de Rome à investir dans les projets susceptibles de gonfler sa croissance future – et donc, de l'aider à se financer.

### Peut-on annuler de la dette publique?

Depuis le début de la pandémie, les tabous économiques, tels que la règle européenne limitant le déficit public à 3 % du PIB, sautent les uns après les autres. Pourquoi ne pas faire preuve du même pragmatisme avec la dette? Plus facile à dire qu'à faire... Prenons l'exemple de la France, dont les obligations sont détenues à hauteur de 54 % par des investisseurs non résidents, comme des fonds de pension. Effacer les titres qu'ils détiennent serait courir le risque qu'ils refusent, à l'avenir, de prêter de nouveau à notre Etat – ou alors, à des taux prohibitifs.

Que dire des 25 % de dettes détenues par les banques et assureurs tricolores? Les annuler pourrait déstabiliser ces établissements, au risque qu'ils réduisent leurs prêts aux entreprises et aux ménages, qui détiennent d'ailleurs, eux aussi, une partie de ces dettes dans leurs assurances-vie.

Reste les 20 % environ du fardeau français détenus par la BCE, par l'intermédiaire de la Banque de France. En théorie, les effacer serait indolore, soulignent nombre d'économistes tels que Laurence Scialom, professeure à l'université Paris-Nanterre. Mais les obstacles politiques ne manquent pas : « Cela reste interdit par les traités européens et surtout, les pays du Nord ne l'accepteraient jamais, souffle un fin connaisseur des arcanes européennes. Une telle mesure pourrait conduire à la rupture de la zone euro, alors qu'il existe d'autres façons, plus subtiles, d'alléger les dettes. »

risque de Covid-19, voire des bonds « perpétuels », jamais remboursés, que la BCE conserverait dans ses coffres. En zone euro, l'émission d'obligations communes – coronabonds ou eurobonds – permettrait également de soulager un peu les Etats du Sud, aux finances publiques plus fragiles.

Que faire lorsqu'un Etat est incapable d'honorer une échéance? Dans ce cas, la restructuration, comme celle mise en œuvre pour la Grèce en 2012, est difficilement évitable : allongement de la durée des prêts, réductions des montants dus aux investisseurs privés, aides d'urgence des autres Etats... Des mesures exigeant de longues et douloureuses négociations avec les créanciers, parfois assorties de conditions draconiennes.

### Comment soulager les pays pauvres surendettés?

La composition de la dette des pays pauvres diffère de celle des pays industrialisés : elle est en effet détenue en bonne partie par des créanciers publics, à savoir d'autres Etats qui leur ont accordé des prêts, ou bien des institutions internationales telles que le Fonds monétaire international (FMI) ou la Banque mondiale.

Face à l'ampleur de la crise, les ministres des finances du G20 ont accordé, le 15 avril, une suspension temporaire des remboursements de 77 Etats à bas revenus, à hauteur de 14 milliards de dollars. « On peut imaginer qu'ils parviendront à s'entendre pour effacer une partie de ces dettes, mais il n'est pas sûr que cela suffise », ajoute Olivier Blanchard, ancien chef économiste du Fonds monétaire international.

Car près de la moitié des obligations de ces pays est détenue par des créanciers privés, comme des fonds d'investissement, bien plus difficiles à convaincre. Après le défaut de l'Argentine en 2001, le fonds vautour Elliott a ainsi harcelé Buenos Aires pendant plus de quinze ans pour obtenir le remboursement de son dû... ■

E. A. (LONDRES,  
CORRESPONDANCE)  
ET MARIE CHARREL