

Tant que les épargnants acceptent des rendements sur leur épargne inférieurs aux taux d'intérêt sur les dettes publiques, il n'y a pas de problème de financements des déficits publics

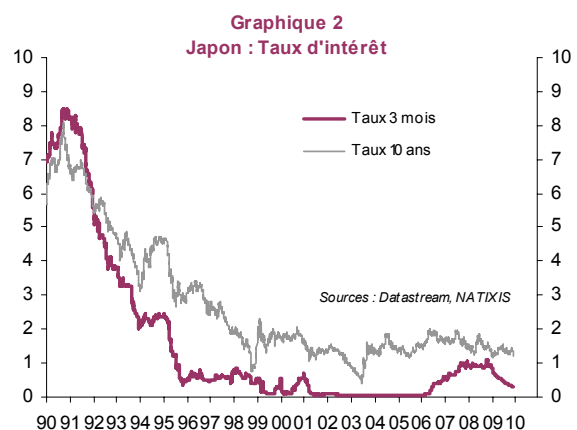
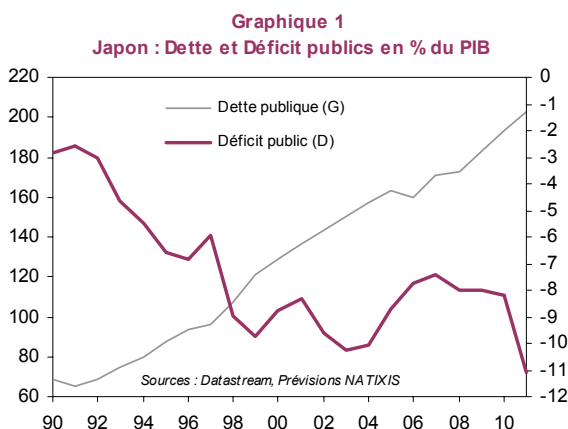
Si les épargnants acceptent des rendements sur leur épargne inférieurs aux taux d'intérêt sur les dettes publiques, les intermédiaires financiers (banques, investisseurs institutionnels) peuvent collecter l'épargne et l'utiliser de manière profitable pour financer les déficits publics. Il n'y a alors pas de limite à l'augmentation des déficits publics et des taux d'endettement publics, comme on l'a vu au Japon.

Dans quelle configuration obtient-on cette situation où les épargnants exigent des rendements inférieurs aux taux d'intérêt sur les obligations publiques ?

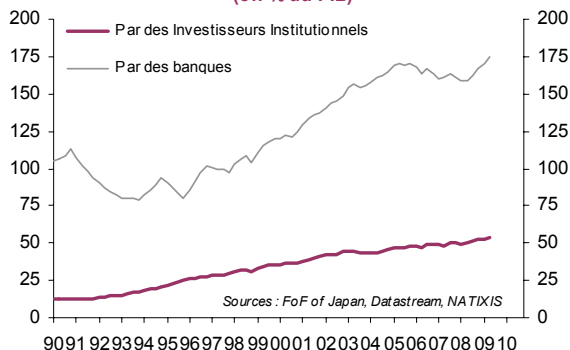
- il ne faut pas qu'ils aient directement accès aux titres publics, et que les actifs auxquels ils ont accès (dépôts à terme, assurance-vie) offrent des rendements plus faibles. S'ils ont directement accès aux titres publics, leur détention de titres publics va augmenter et ils exigeront des taux d'intérêt plus élevés sur les dettes publiques ;
- il faut qu'ils aient suffisamment d'aversion pour le risque pour ne pas être attirés par les actifs aux rendements très élevés (aujourd'hui émergents, matières premières...) au détriment des actifs à rendement faible ;
- il faut qu'ils soient suffisamment naïfs pour abandonner aux intermédiaires financiers les rentes qui viennent de l'écart de rendement entre les titres publics et l'épargne collectée.

1 – Une possibilité de financement sans limite des dettes publiques pour les intermédiaires financiers

On a vu au Japon depuis les années 1990 que le financement de l'énorme dette publique (graphique 1) s'effectuait sans difficulté (sans hausse des taux d'intérêt à long terme, graphique 2) grâce à la hausse continue de la détention de dette publique par les banques et les investisseurs institutionnels (graphique 3).



Graphique 3
Japon : Encours d'obligations détenues (en % du PIB)



Les intermédiaires financiers ont pu assurer ce financement des dettes publiques sur une très longue période de temps parce **qu'ils ont collecté de l'épargne** (dépôts, contrats d'assurance-vie, de retraite **graphique 4**), **qu'ils ont versé une rémunération très faible sur cette épargne** (les taux d'intérêt à court terme sur les dépôts, **graphique 2**, des rendements très faibles sur l'assurance-vie, **tableau 1**), et **que l'activité consistant à utiliser cette épargne pour financer les déficits publics a été rentable**, compte tenu de l'écart entre taux d'intérêt à long terme et à court terme (ou entre taux d'intérêt à long terme et rendement de l'assurance-vie).

Graphique 4
Japon : encours de dépôts et d'assurance (en % du PIB)

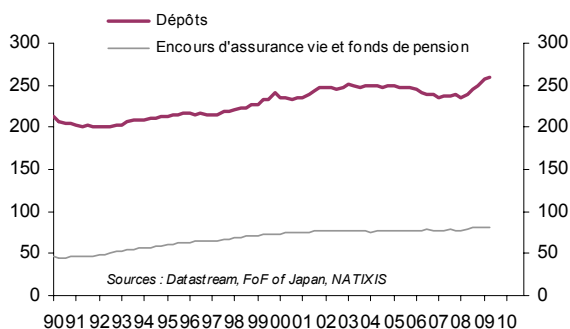


Tableau 1
Rendements sur l'assurance-vie au Japon

Année fiscale	Rendement (%)
1990	6,42
1999	2,31
2000	2,15
2001	1,31
2002	1,15
2003	1,94
2004	2,15
2005	2,42
2006	2,45
2007A*	1,9
2007B**	1,3

Source : The Life Insurance Association of Japan
* : exclut l'assurance postale
** inclut l'assurance postale

On voit donc qu'il est possible de financer des dettes publiques très importantes si les intermédiaires financiers (banques, investisseurs institutionnels) peuvent collecter de l'épargne à un coût faible par rapport aux taux d'intérêt sur les dettes publiques.

2 – Dans quelles conditions les intermédiaires financiers peuvent-ils jouer ce rôle ?

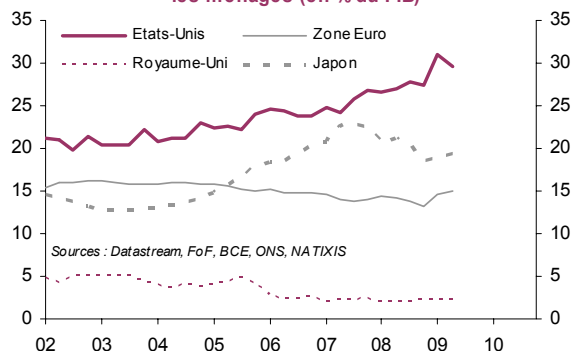
Les intermédiaires financiers peuvent donc jouer ce rôle de financement sans limite des dettes publiques si les rendements qu'obtiennent les épargnants (auprès des banques, des investisseurs institutionnels) sont faibles par rapport aux taux d'intérêt sur les dettes publiques.

Pour que cette situation apparaisse durablement, il est nécessaire :

- a) **que les épargnants n'aient pas accès directement aux dettes publiques.** Si le choix d'investissement est limité à des actifs à rendement faible par rapport aux dettes publiques (dépôts, assurance-vie si ses rendements baissent), la transformation par les intermédiaires financiers est rentable. Mais si les épargnants ont accès aux dettes publiques, le rôle des investisseurs institutionnels disparaît, et les épargnants exigent des rendements plus élevés sur les dettes des États.

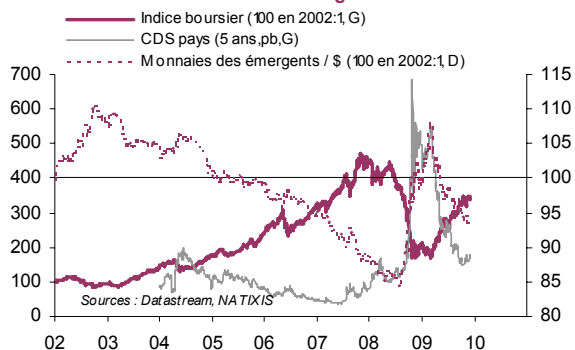
De fait, la détention directe d'obligations est assez faible (**graphique 5**) : il n'y a plus de distribution d'obligations par les réseaux bancaires directement auprès des épargnants.

Graphique 5
Encours d'obligations détenues par les ménages (en % du PIB)

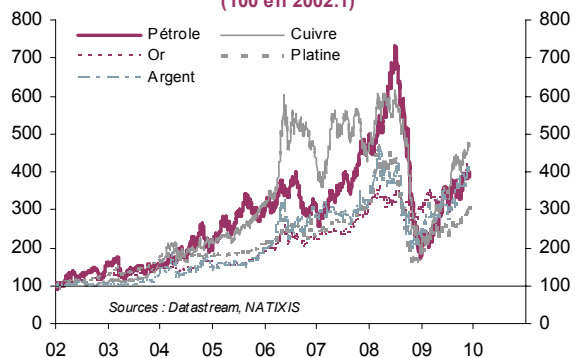


- b) **que les épargnants aient en moyenne suffisamment d'aversion pour le risque pour ne pas se reporter massivement vers des actifs à rendements très élevés :** aujourd'hui titres des émergents (**graphique 6 a**), matières premières (**graphique 6 b**).

Graphique 6 a
Ensemble des émergents : CDS, Indice boursier et taux de change contre dollar



Graphique 6 b
Prix spot des matières premières en dollars (100 en 2002:1)



Si ce report devient important par arbitrage, l'exigence de rendement (sur les dépôts, l'assurance-vie) des épargnants va s'élever.

- c) Il faut que les épargnants soient suffisamment naïfs pour abandonner aux intermédiaires financiers les rentes qui viennent de l'écart de taux d'intérêt entre les dettes publiques et les ressources de ces intermédiaires financiers.