

Combien de temps les banques des pays de l'OCDE vont-elles financer les déficits publics ?

On observe qu'aujourd'hui les banques jouent un rôle majeur dans le financement des déficits publics dans les pays de l'OCDE, à l'exception des Etats-Unis (zone euro, Royaume-Uni, Japon). Si on cumule les achats obligataires des banques à ceux des non-résidents (Banques Centrales essentiellement) et des investisseurs institutionnels, on obtient un sur-financement des déficits publics en Europe et au Japon, qui explique la baisse des taux d'intérêt à long terme ; aux Etats-Unis, l'apport des banques centrales est plus important que celui des banques.

Pour savoir quand les courbes des taux d'intérêt commenceront à réagir à la hausse des dettes publiques, il est donc important de savoir quand les banques arrêteront d'acheter des obligations (publiques).

On peut envisager :

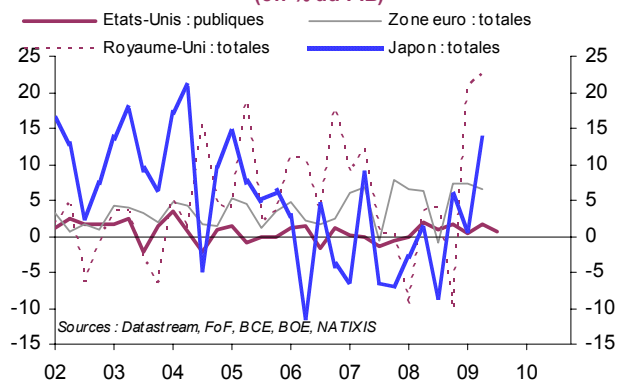
- une hausse des taux d'intérêt à court terme suffisante pour décourager les opérations de carry-trade des banques et liée normalement au retour de pressions inflationnistes ;
- l'arrêt de la hausse de la position de transformation des banques, due à la limitation du risque de taux d'intérêt pris soit par les banques elles-mêmes, soit par l'intervention des régulateurs ;
- la reprise du crédit, qui impliquerait que les banques substituent dans leur bilan des prêts aux ménages et aux entreprises (si leur rendement corrigé du risque est plus élevé) aux obligations.

1- Le rôle majeur des banques dans le financement des déficits publics dans les pays de l'OCDE

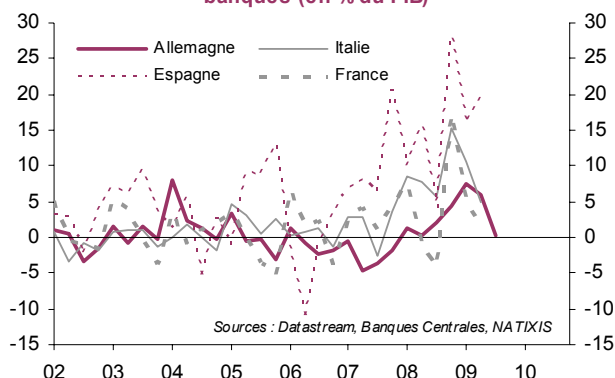
Les graphiques 1a-b montrent les achats nets d'obligations par les banques, les graphiques 2a-b les encours d'obligations détenus par les banques. Dans la période récente, les achats d'obligations par les banques sont très importants au Royaume-Uni, au Japon, dans la zone euro ; à l'intérieur de la zone euro, en Espagne, mais aussi en Allemagne, en Italie, à un moindre degré en France.

L'encours d'obligation détenu par les banques est très important au Japon, au Royaume-Uni, en Espagne, mais il devient assez important aussi dans les autres pays de la zone euro.

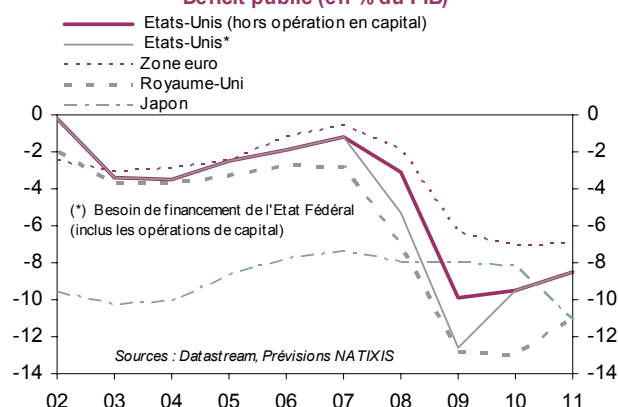
Graphique 1a
Achats nets d'obligations par les banques
(en % du PIB)



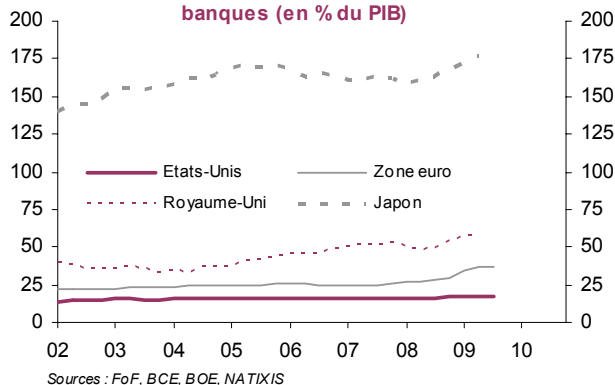
Graphique 1b
Achats nets d'obligations totales par les banques (en % du PIB)



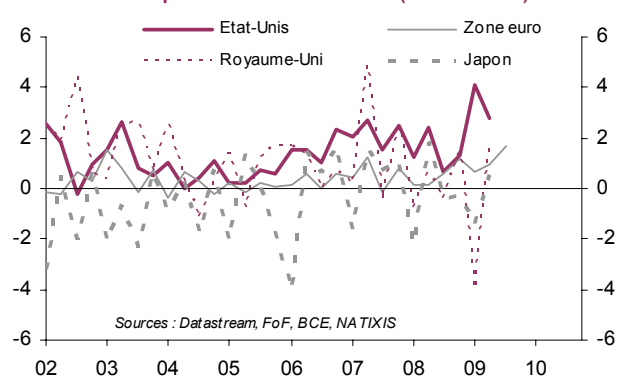
Graphique 3
Déficit public (en % du PIB)



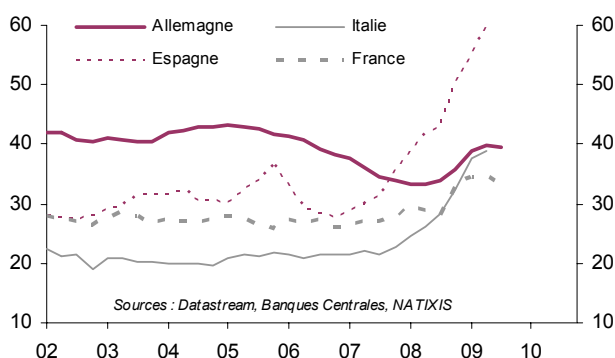
Graphique 2a
Encours d'obligations totales détenues par les banques (en % du PIB)



Graphique 4
Emissions nettes d'obligations par les entreprises non financières (en % du PIB)

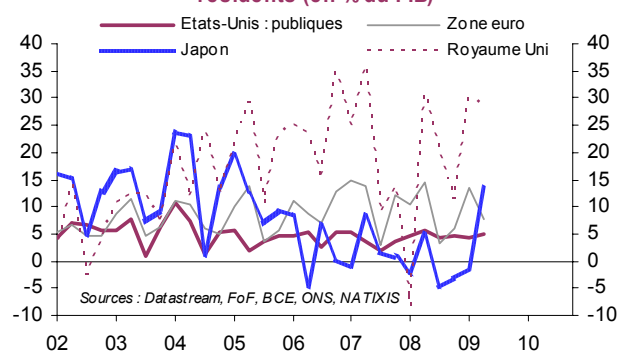


Graphique 2b
Encours d'obligations totales détenues par les banques (en % du PIB)



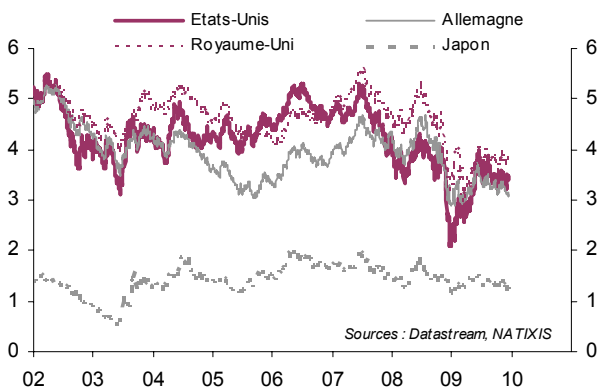
On peut ajouter les achats d'obligations des banques, des non-résidents (il s'agit essentiellement des Banques Centrales), des investisseurs institutionnels (graphique 5), et on voit alors qu'ils sur-financent les émissions obligataires en Europe et au Japon : ceci explique la baisse des taux d'intérêt à long terme malgré les déficits publics (graphique 6).

Graphique 5
Achats nets d'obligations par les banques + les investisseurs institutionnels + les non résidents (en % du PIB)

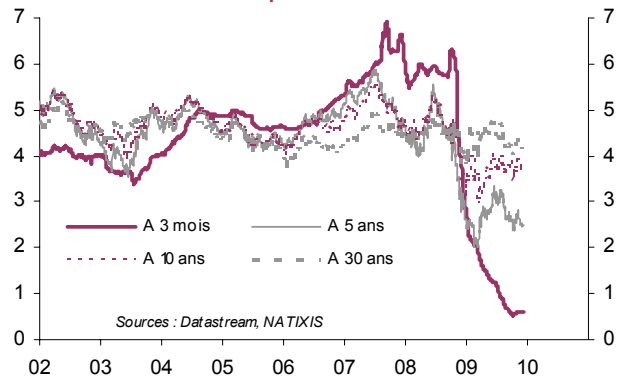


Quand on compare les achats nets d'obligations par les banques aux déficits publics (graphique 3) et aux émissions nettes d'obligations par les entreprises non financières (graphique 4), on voit que les achats d'obligations par les banques (aux Etats-Unis nous regardons directement les achats d'obligations publiques) représentent 80 % des émissions d'obligations dans la zone euro, plus que les émissions d'obligations au Royaume-Uni et au Japon, une faible fraction seulement aux Etats-Unis.

Graphique 6
Taux d'intérêt à 10 ans sur Emprunts d'Etats



Graphique 7b
Royaume-Uni : taux d'intérêt sur Emprunts d'Etat



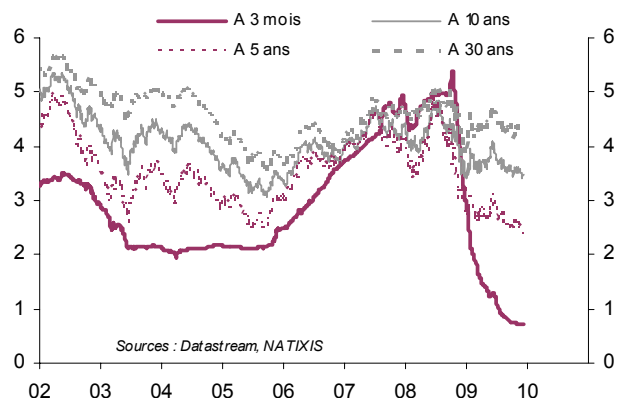
Pour savoir combien de temps les taux d'intérêt à long terme vont continuer à ne pas réagir aux déficits publics, il faut donc savoir combien de temps les banques vont continuer à acheter des obligations.

2- Les facteurs qui peuvent arrêter les achats d'obligations par les banques

Nous envisageons 3 facteurs possibles :

- la remontée des taux d'intérêt à court terme ;
- l'arrêt volontaire ou contraint de la hausse de la position de transformation des banques ;
- la reprise du crédit bancaire.

Graphique 7c
Zone euro : taux d'intérêt sur Emprunts d'Etat

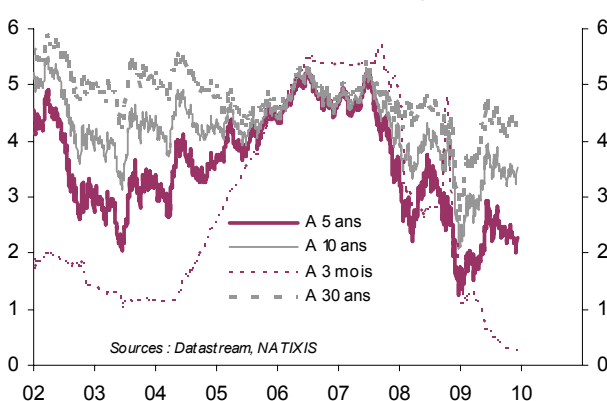


1- Remontée des taux d'intérêt à court terme

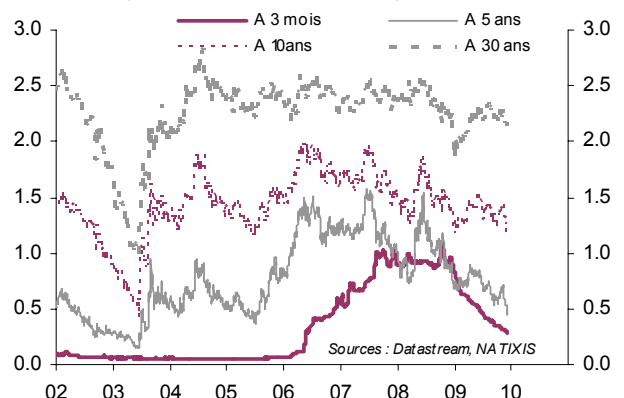
Les banques accumulent des portefeuilles d'obligations pour profiter de la pente de la courbe des taux (des positions de carry-trade sur la courbe, graphique 7a-b-c-d).

Les obligations achetées doivent être de maturité assez longue pour que ces carry-trades soient très rentables, les taux d'intérêt à 5 ans par exemple étant encore très bas.

Graphique 7a
Etats-Unis : taux d'intérêt sur Emprunts d'Etat

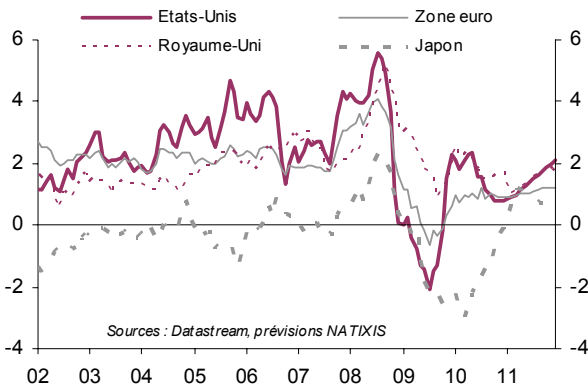


Graphique 7d
Japon : taux d'intérêt sur Emprunts d'Etat

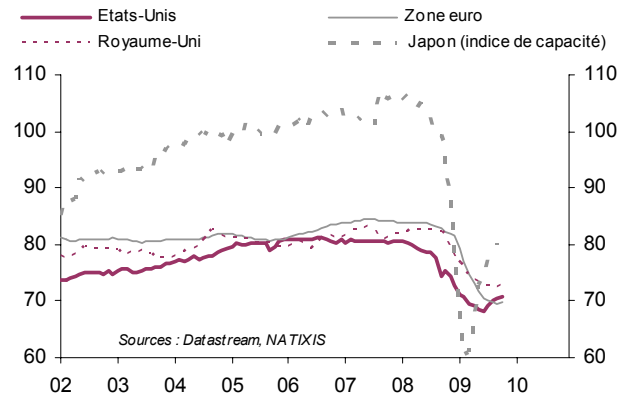


Une remontée significative des taux d'intérêt à court terme ferait disparaître la profitabilité de ces carry-trades. Elle viendrait normalement du retour de pressions inflationnistes, ce qui ne se produira très probablement pas pendant plusieurs années (graphique 8a) avec le niveau élevé du chômage qui déprime les salaires (graphiques 8b-c), la sous-utilisation mondiale des capacités pour des raisons cycliques (chute de la demande dans les pays de l'OCDE, graphique 8d), pour des raisons structurelles (fort investissement et faible taux d'emploi dans les pays émergents, graphique 8e).

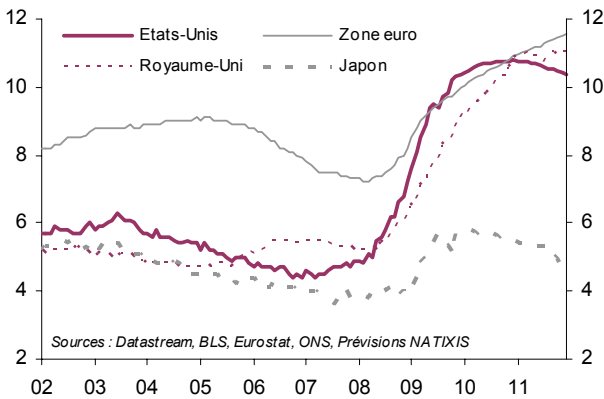
Graphique 8a
Inflation (CPI, GA en %)



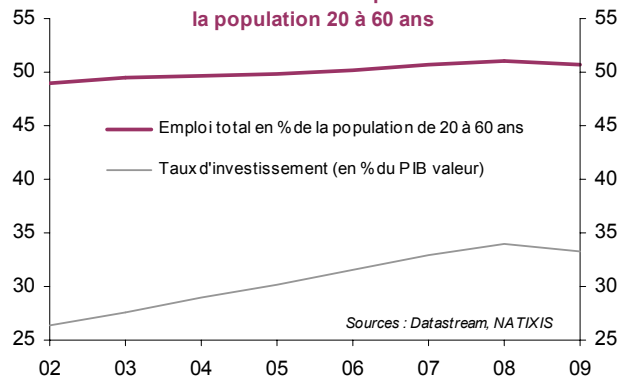
Graphique 8d
Taux d'utilisation des capacités (en %)



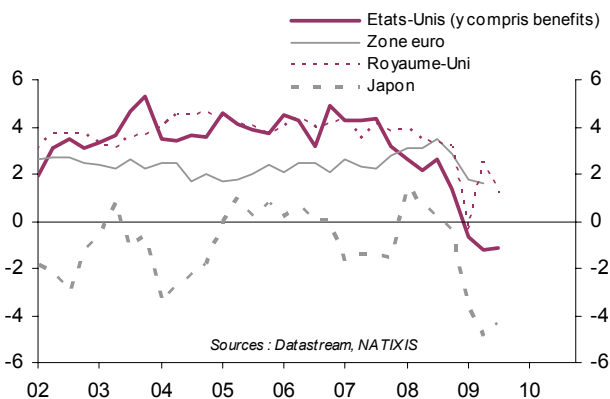
Graphique 8b
Taux de chômage (en %)



Graphique 8e
Ensemble des émergents y compris Russie+OPEP :
taux d'investissement et emploi total en % de la population 20 à 60 ans



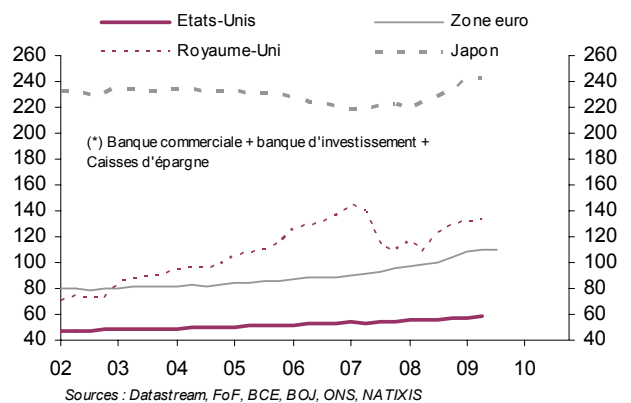
Graphique 8c
 Salaire nominal par tête (GA en %)



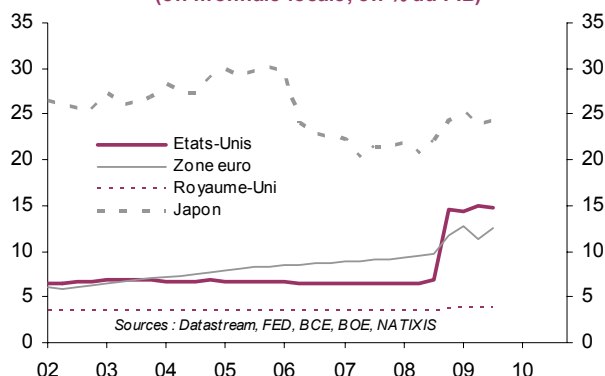
2- Arrêt de la hausse de la position de transformation des banques

Pour acheter des obligations, les banques utilisent des ressources à court terme : dépôts (graphique 9a), refinancements auprès des Banques Centrales (graphique 9b).

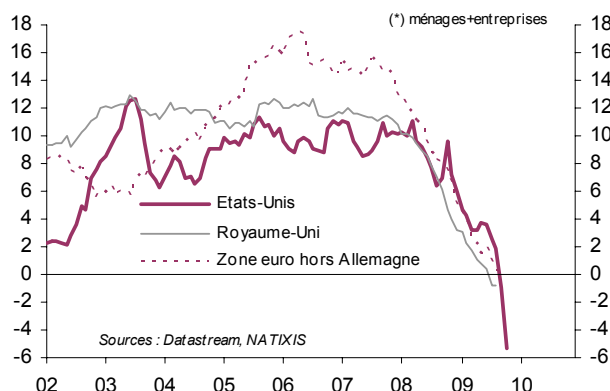
Graphique 9a
Dépôts bancaires (en % PIB)



Graphique 9b
Base monétaire
(en monnaie locale, en % du PIB)



Graphique 11a
Crédit bancaire au secteur privé* (GA en %)

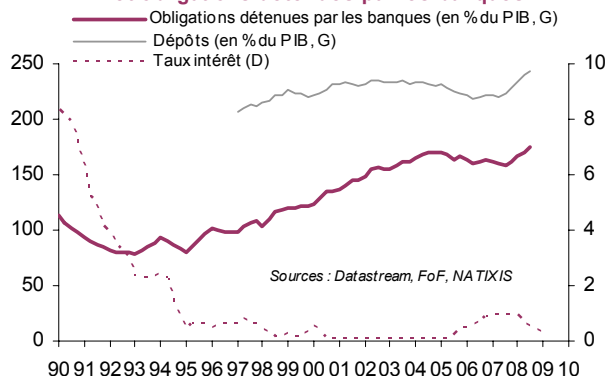


Ceci génère donc une position de transformation (de risque de taux) croissante, qui peut être interrompue :

- soit si les banques limitent elles-mêmes leur risque de taux d'intérêt ;
- soit si les régulateurs des banques imposent aux banques qu'elles réduisent leur risque de taux d'intérêt ou qu'elles détiennent des fonds propres supplémentaires liés au risque de taux d'intérêt ou au levier d'endettement.

L'exemple du Japon (graphique 10) montre que ceci peut ne jamais se produire, dans un environnement où les taux d'intérêt à court terme restent très bas.

Graphique 10
Japon : taux d'intérêt, dépôts bancaires et obligations détenues par les banques

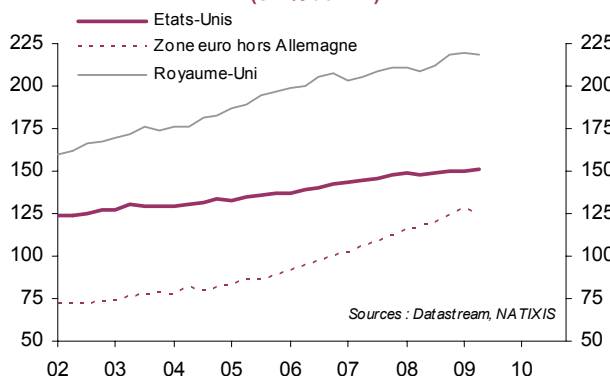


Il est possible aussi que le régulateur permette aux banques de reconstituer leurs profits grâce aux carry-trades pour qu'elles accroissent leurs fonds propres.

3 – Reprise du crédit bancaire

La chute du crédit bancaire (graphique 11a) est une des causes centrales de la crise, aux Etats-Unis, dans la zone euro hors Allemagne, au Royaume-Uni, due à l'excès antérieur d'endettement (graphique 11b).

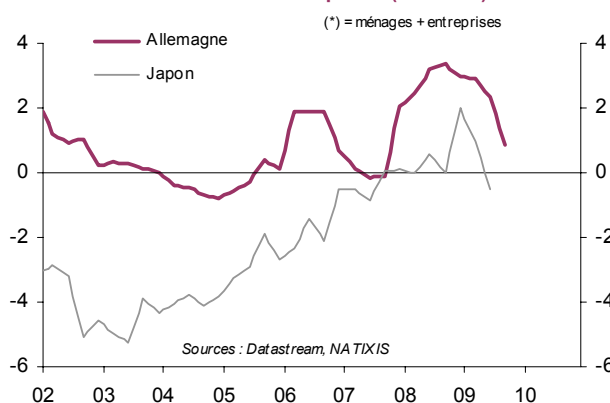
Graphique 11b
Dettes des ménages + entreprises
(en % du PIB)



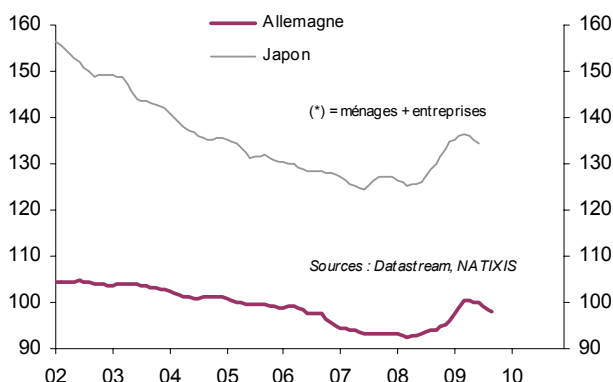
En Allemagne et au Japon, le désendettement se poursuit depuis la fin des années 1990 (graphiques 12a-b).

Tant que le désendettement dure, les banques sont incitées à utiliser leurs ressources liquides pour acheter des obligations, en l'absence d'autre usage de la liquidité.

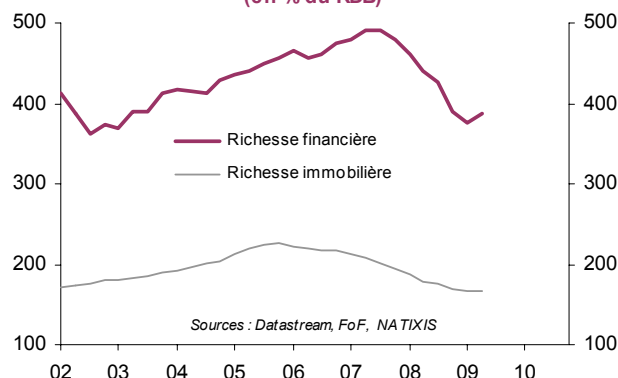
Graphique 12a
Crédit au secteur privé* (GA en %)



Graphique 12b
Dettes au secteur privé* (en % du PIB)



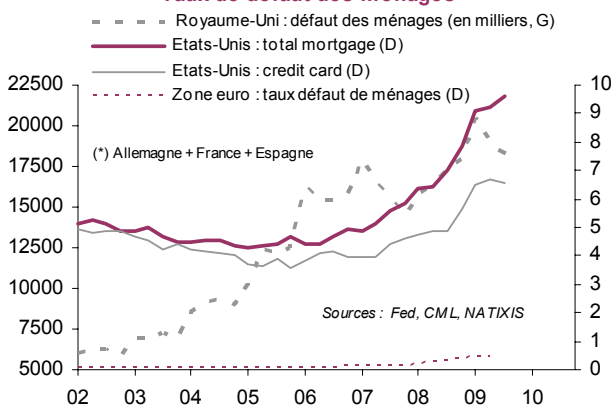
Graphique 14a
Etats-Unis : richesse des ménages (en % du RDB)



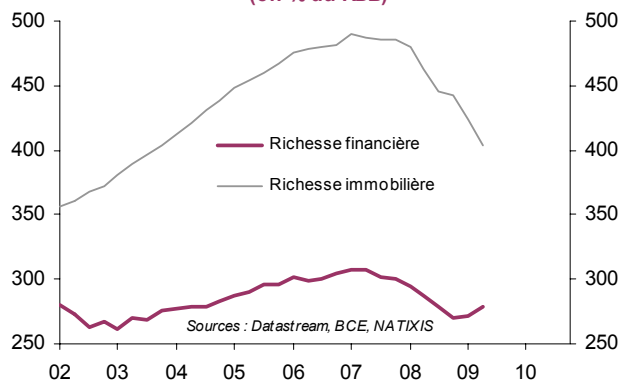
Nous pensons que le désendettement va durer, avec :

- le niveau excessif d'endettement atteint avant la crise, révélé par la hausse des défauts (graphiques 13a-b) ;
- la perte de richesse due à la crise (graphiques 14a-b-c-d).

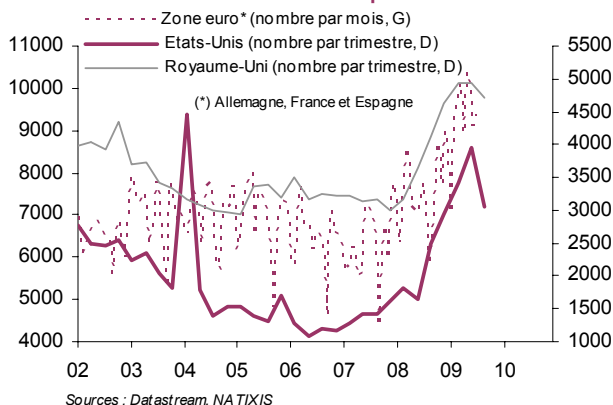
Graphique 13a
Taux de défaut des ménages



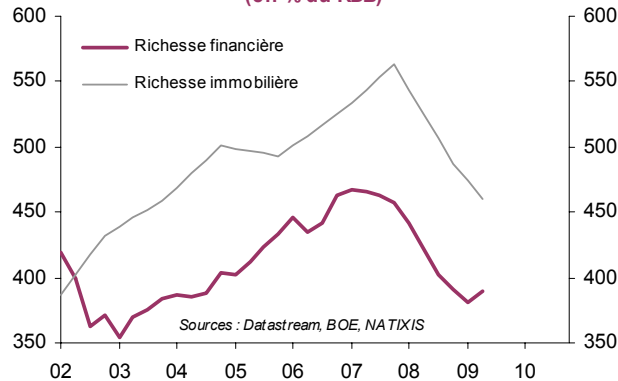
Graphique 14b
Zone euro : richesse des ménages (en % du RDB)



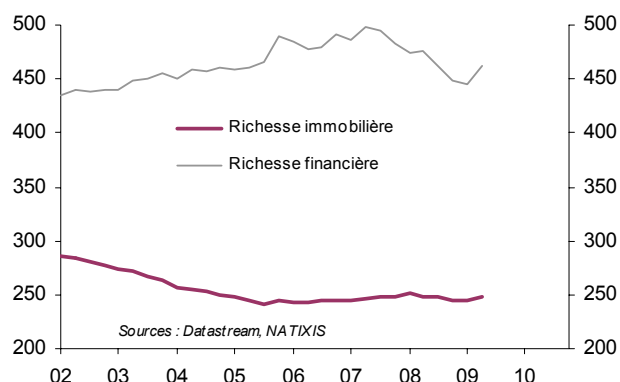
Graphique 13b
Faillites des entreprises



Graphique 14c
Royaume-Uni : richesse des ménages (en % du RDB)



Graphique 14d
Japon : richesse des ménages (en % du RDB)



3- Vers le maintien durable de l'équilibre présent ?

Tant que les banques constituent des portefeuilles importants d'obligations, le financement des déficits publics est facile, se faisant à des taux d'intérêt à long terme faibles.

Mais il nous semble que cet équilibre, où les gouvernements n'ont pas d'incitation à réduire les déficits publics, peut-être durable :

- les conditions économiques plaident en faveur du maintien de taux d'intérêt à court terme très faibles ;
- il est possible que les banques ou les régulateurs veuillent limiter l'exposition au risque de taux d'intérêt, mais ce n'est pas ce qu'on a observé au Japon, de plus le régulateur est aussi tenté de favoriser la profitabilité des banques (grâce à la pente de la courbe des taux d'intérêt) pour qu'elles accroissent leurs fonds propres ;
- le redémarrage du crédit bancaire, qui conduirait les banques à substituer du crédit aux obligations à l'actif de leur bilan, devrait être tardif.