NATIXIS

FLASH MARCHÉS
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

22 juin 2011 – N° 478

Les pays émergents et exportateurs de pétrole vont-ils continuer à acheter les dettes publiques des pays de l'OCDE ?

La situation des finances publiques des pays de l'OCDE peut inquiéter : aux Etats-Unis, dans la Zone Euro (prise dans son ensemble), aux Royaume-Uni, au Japon, les taux d'endettement public vont se stabiliser (s'ils se stabilisent) à des niveaux très élevés.

Il n'est pas certain que tous ces pays auront le courage de maintenir les excédents budgétaires primaires nécessaires pour stabiliser les taux d'endettement publics à ce niveau élevé.

Les pays émergents et exportateurs de pétrole peuvent alors craindre soit que certains pays fassent défaut, soit que l'inflation et les taux d'intérêt réels négatifs soient utilisés pour réduire les taux d'endettement, d'où une dépréciation forte des monnaies des pays de l'OCDE par rapport à celle des émergents.

Nous essayons d'imaginer ce qui se passerait si les pays émergents et exportateurs de pétrole arrêteraient d'investir dans les dettes publiques des pays de l'OCDE :

- ***quels seraient les pays de l'OCDE les plus pénalisés ?***
- ***passeraient-ils des dettes publiques aux dettes privées, aux actions ?***
- ***comment se financeraient alors les Etats dans les pays de l'OCDE ?***
- ***quel serait l'effet sur les marchés financiers ?***

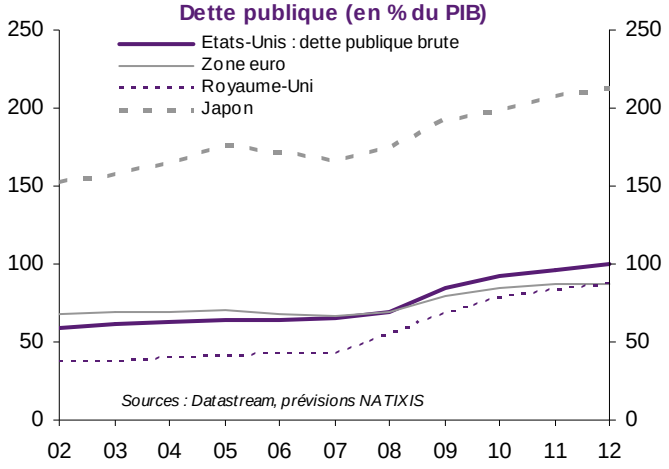
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

L'inquiétude sur les finances publiques de beaucoup de pays de l'OCDE

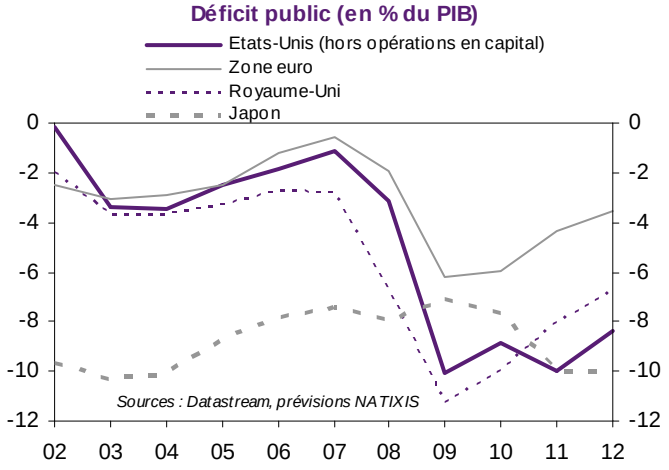
Nous regardons les situations des **Etats-Unis, de la Zone Euro prise dans son ensemble** (sans distinguer entre les pays du Nord et du Sud) les investisseurs des pays émergents regardent surtout la situation de l'euro), du **Royaume-Uni, du Japon**.

Le **graphique 1a** montre l'évolution des taux d'endettement public, le **graphique 1b** celle des déficits publics.

Graphique 1a
Dette publique (en % du PIB)

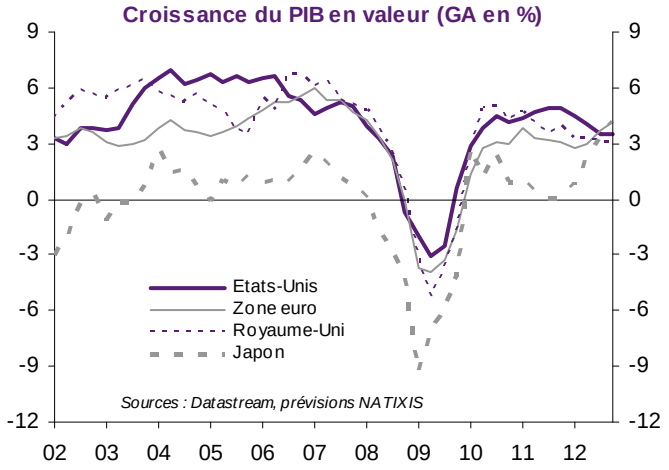


Graphique 1b
Déficit public (en % du PIB)



Les investisseurs des pays émergents et exportateurs de pétrole peuvent d'abord se demander **à quel niveau le taux d'endettement public va être stabilisé, et s'il va être stabilisé**. Le déficit public qui stabilise le taux d'endettement public est le produit du taux d'endettement public par la croissance en valeur tendancielle (**graphique 2**).

Graphique 2
Croissance du PIB en valeur (GA en %)



Le taux d'endettement public continue donc à augmenter aujourd'hui tant que le déficit public est supérieur à :

- 4,0 points de PIB aux Etats-Unis
- 2,7 points de PIB dans la Zone Euro
- 3,2 points de PIB au Royaume-Uni
- 4,4 points de PIB au Japon

Si on adopte les prévisions des gouvernements (**tableau 1**) **on peut donc espérer une stabilisation du taux d'endettement public** :

- aux **Etats-Unis**, à 102% du PIB en 2014 ;
- dans la **Zone Euro**, à 90% du PIB en 2013 ;
- au **Royaume-Uni**, à 95% du PIB en 2014 ;
- au **Japon**, dans un futur prévisible.

Tableau 1
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics (2008-2015)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Etats-Unis	-6,3	-9,9	-8,9	-10,9	7,0	4,6	3,6	3,2
Zone euro*	-2,0	-6,3	-6,1	-4,3	-3,2	-2,4	-1,6	-
Royaume-Uni	-6,8	-11,4	-9,8	-7,9	-6,2	-4,1	-2,6	-
Japon	-8,0	-8,9	-9,3	-10,2	-10,2	-	-	-

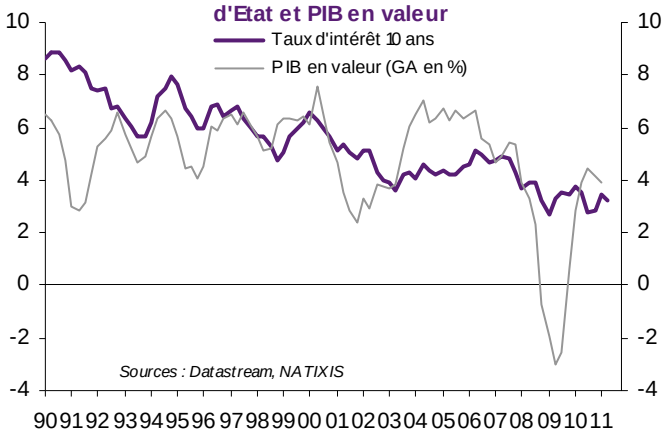
(*) Pondération des Pays de la Zone euro
Sources : sources nationales, NATIXIS

La seconde question que peuvent se poser les investisseurs des pays émergents et exportateurs de pétrole est **celle de la capacité des pays à mettre en place durablement l'excédent budgétaire primaire qui stabilise le taux d'endettement public.**

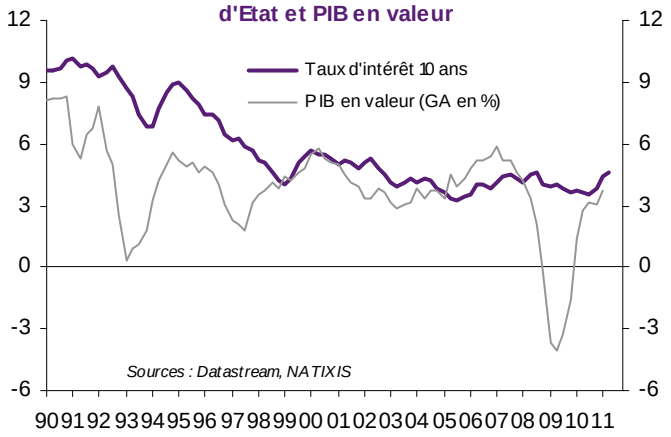
Cet excédent primaire est égal **au produit du taux d'endettement public par l'écart entre taux d'intérêt à long terme et tendance de croissance.**

Dans le long terme, les taux d'intérêt à long terme (**graphiques 3a/b/c/d**) sont légèrement supérieurs (2 à 3 points) au taux de croissance nominale.

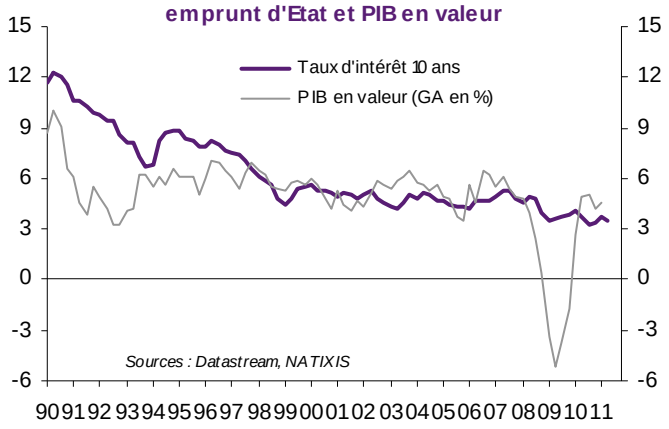
Graphique 3a
Etats-Unis : taux d'intérêt à 10 ans sur emprunt d'Etat et PIB en valeur



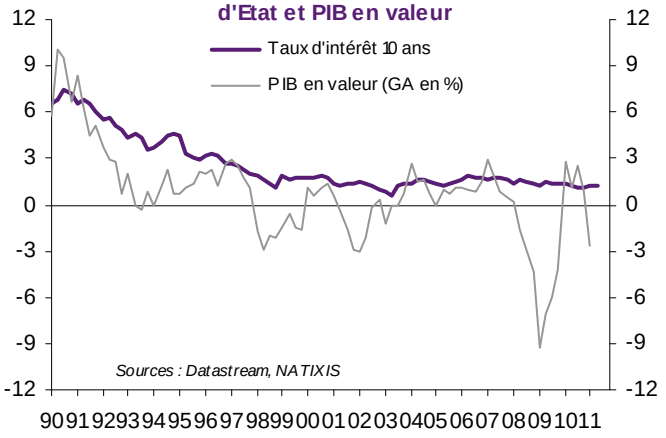
Graphique 3b
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur emprunt d'Etat et PIB en valeur



Graphique 3c
Royaume-Uni : taux d'intérêt à 10 ans sur emprunt d'Etat et PIB en valeur



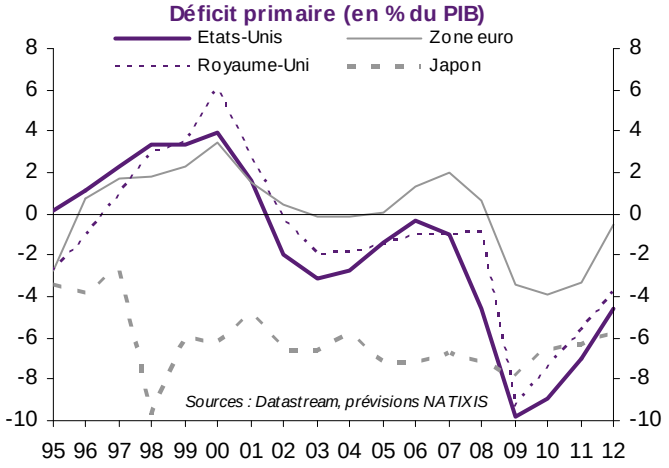
Graphique 3d
Japon : taux d'intérêt à 10 ans sur emprunt d'Etat et PIB en valeur



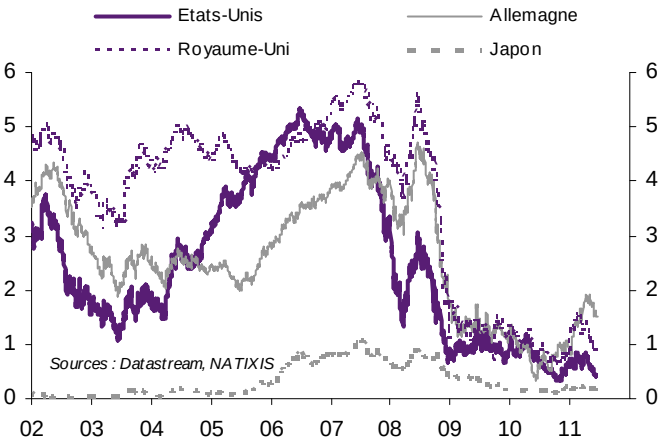
Ceci conduit à **un excédent budgétaire primaire nécessaire de** :

- 2 points du PIB aux Etats-Unis, contre 7 aujourd'hui (**graphique 4**) ;
- 2,7 points du PIB dans la Zone Euro, contre 3,5 aujourd'hui (**graphique 5**) ;
- 2,5 points du PIB au Royaume-Uni, contre 5,7 aujourd'hui ;
- 4,4 points du PIB aux Japon, contre 6,3 aujourd'hui.

Graphique 4
Déficit primaire (en % du PIB)



Graphique 5
Taux d'intérêt à 2 ans



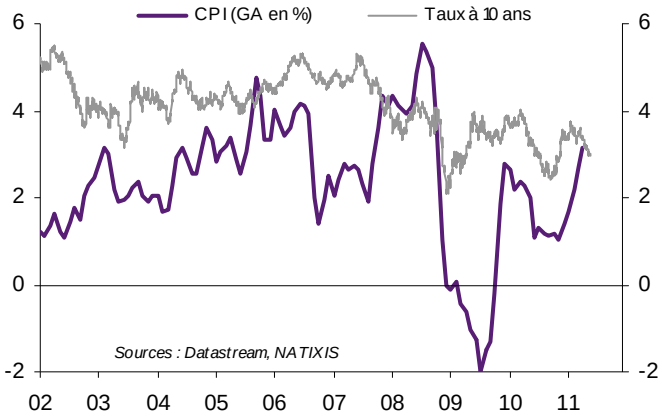
On voit donc que les investisseurs des pays émergents et exportateurs de pétrole peuvent alors douter qu'il y ait stabilisation budgétaire dans les pays de l'OCDE, surtout aux Etats-Unis et au Japon.

Ils peuvent alors craindre :

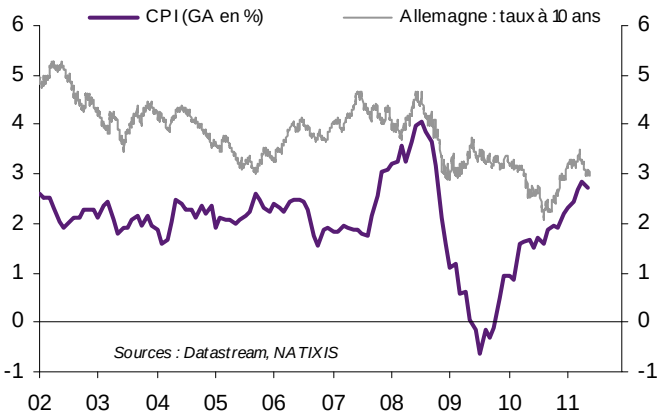
- **soit un défaut de certains pays** ;

- **soit le maintien d'une politique monétaire durablement expansionniste** (aux Etats-Unis et au Japon ce sera surement le cas **graphique 5**, voir plus haut) visant à obtenir **une hausse de l'inflation, des taux d'intérêt réels négatifs** (**graphiques 6a/b/c/d**) ou au moins inférieurs au taux de croissance réelle, d'où le désendettement, mais aussi **la dépréciation du change de pays de l'OCDE vis-à-vis des monnaies des pays émergents.**

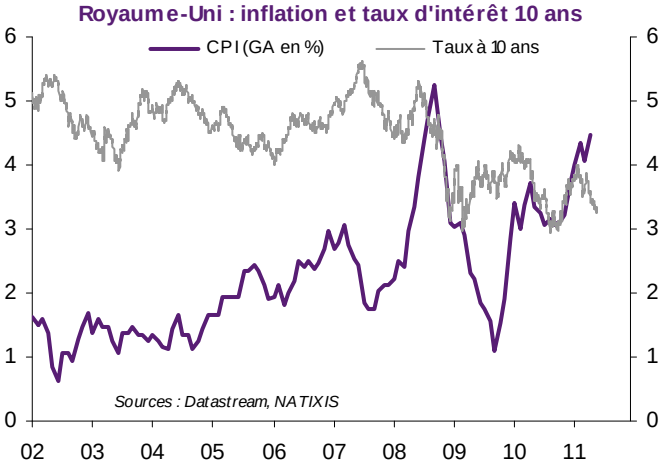
Graphique 6a
Etats-Unis : inflation et taux d'intérêt à 10 ans



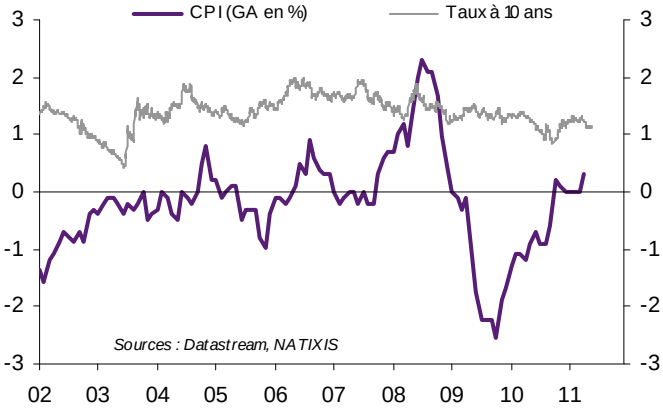
Graphique 6b
Zone euro : inflation et taux d'intérêt à 10 ans



Graphique 6c
Royaume-Uni : inflation et taux d'intérêt 10 ans

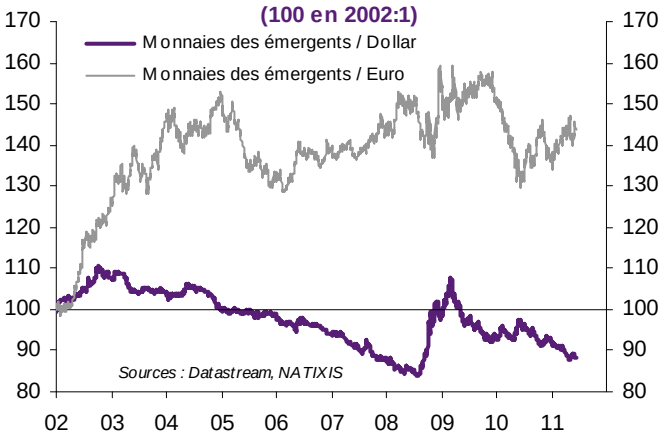


Graphique 6d
Japon : inflation et taux d'intérêt à 10 ans

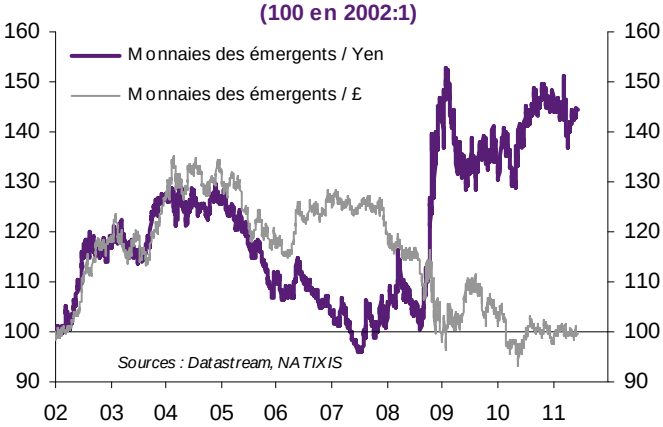


Aujourd'hui, les monnaies des émergents s'apprécient par rapport (**graphiques 7a/b**), au dollar, à l'euro moins nettement, à la livre, mais pas par rapport au yen.

Graphique 7a
Ensemble des émergents : taux de change (100 en 2002:1)



Graphique 7b
Ensemble des émergents : taux de change (100 en 2002:1)



Que se passerait-il alors si les pays émergents et exportateurs de pétrole arrêtaient d'investir dans les dettes publiques des pays de l'OCDE ?

Nous supposons alors que, avec le risque de défaut et de dépréciation du change des pays de l'OCDE, **les investisseurs des pays émergents et exportateurs de pétrole arrêtent d'investir dans les dettes publiques des pays de l'OCDE.**

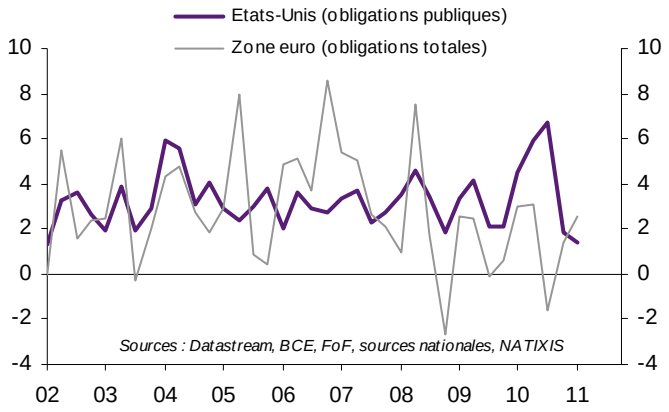
Ceci pose plusieurs questions :

1 – Quels seraient les pays de l'OCDE les plus pénalisés ?

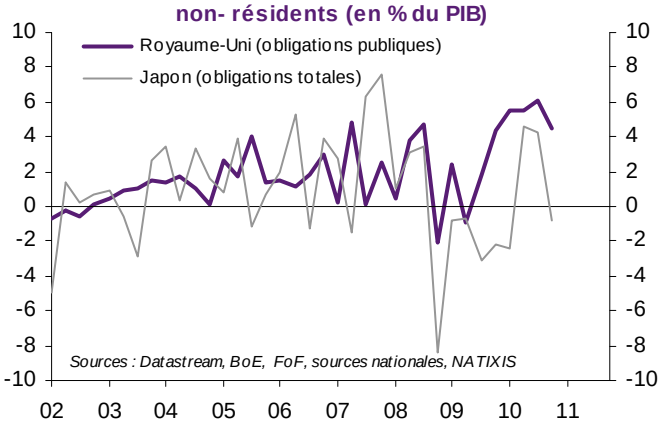
Les **graphiques 8a/b montrent la taille des achats nets d'obligations par les non-résidents.**

Cette taille **est particulièrement élevée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.**

Graphique 8a
Achats nets d'obligations par les non- résidents (en % du PIB)



Graphique 8b
Achats nets d'obligations par les non- résidents (en % du PIB)



2 – Les investisseurs des pays émergents et exportateurs de pétrole passeraient-ils des dettes publiques aux dettes privées et aux actions des pays de l'OCDE ?

Il est probable que les investisseurs des pays émergents vont essayer de **se diversifier des actifs publics vers les actifs privés des pays de l'OCDE.**

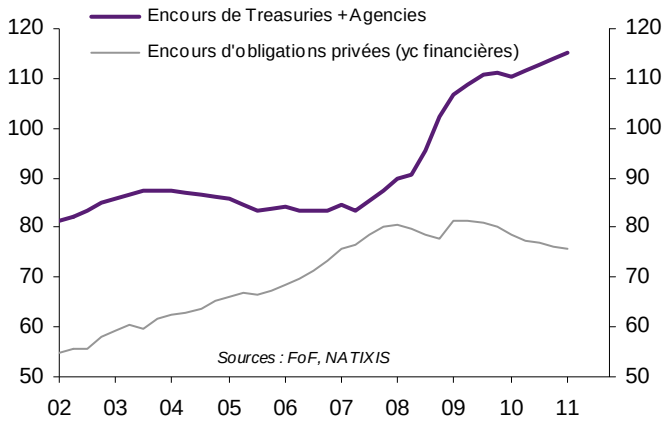
Mais cette substitution ne peut pas être complète :

- les marchés de dette privée sont trop petits (**graphiques 9a/b/c/d**), aux **Etats-Unis et au Japon, pas en Europe** ;

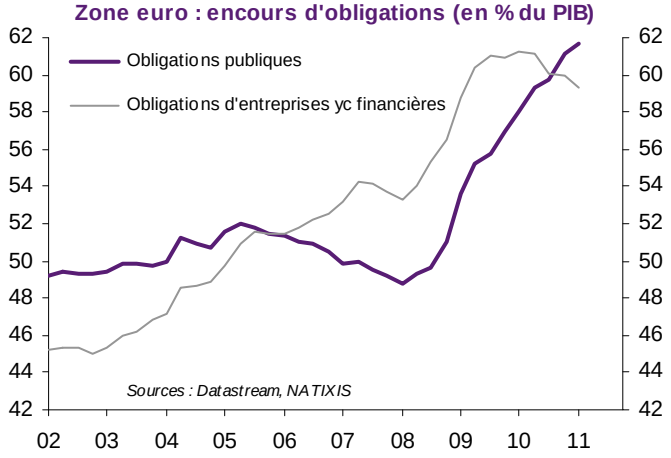
- **le risque de défaut sur la dette publique et le risque de change découragent aussi les achats de titres privés** (**graphiques 10a/b**).

Les achats d'obligation d'entreprise et d'action des pays de l'OCDE par les non résidents sont faibles, sauf en ce qui concerne les actions de la Zone Euro (**graphique 10c**).

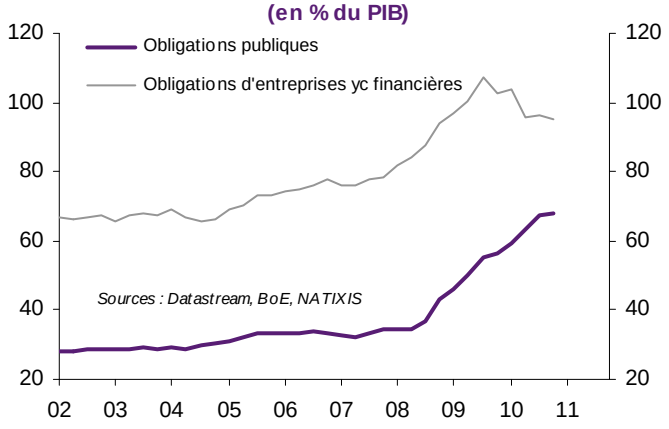
Graphique 9a
Etats-Unis : encours d'obligations (en % du PIB)



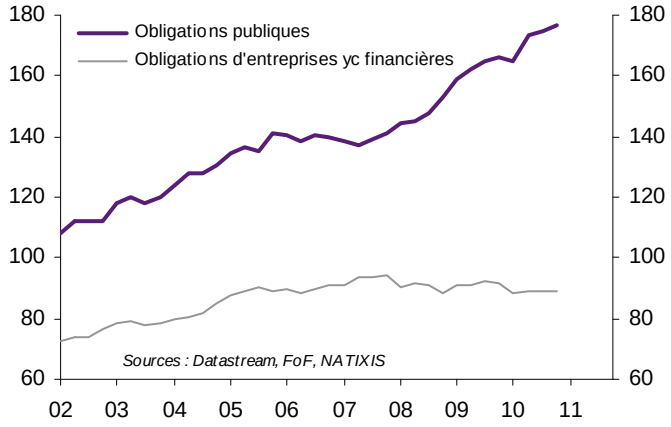
Graphique 9b
Zone euro : encours d'obligations (en % du PIB)



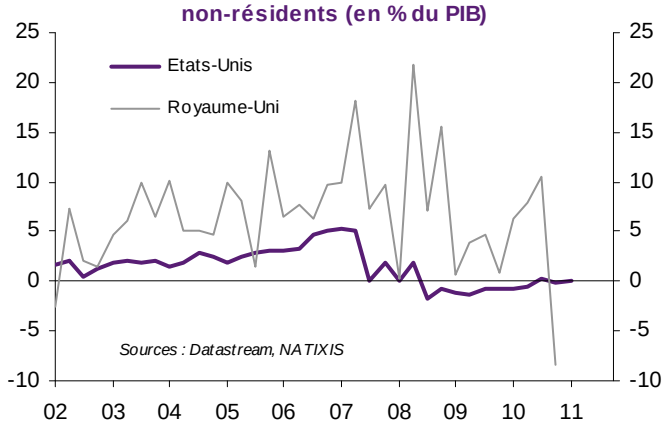
Graphique 9c
Royaume-Uni : encours d'obligations (en % du PIB)



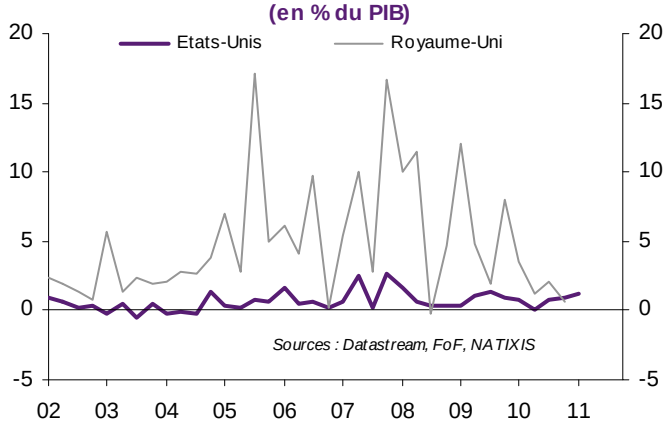
Graphique 9d
Japon : encours d'obligations (en % du PIB)



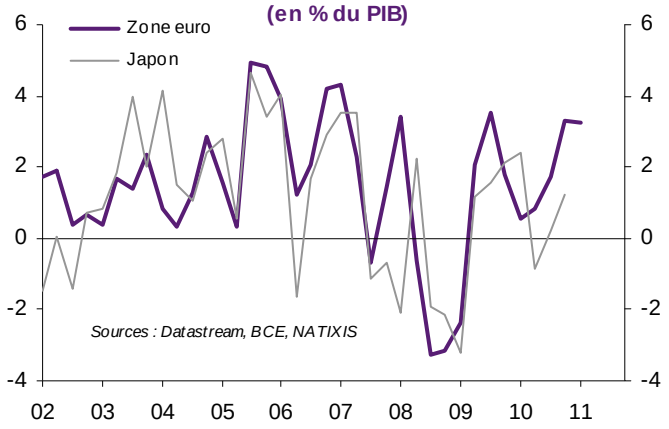
Graphique 10a
Achats nets d'obligations d'entreprises par les non-résidents (en % du PIB)



Graphique 10b
Achat d'actions par les non-résidents (en % du PIB)



Graphique 10c
Achat d'actions par les non-résidents
(en % du PIB)



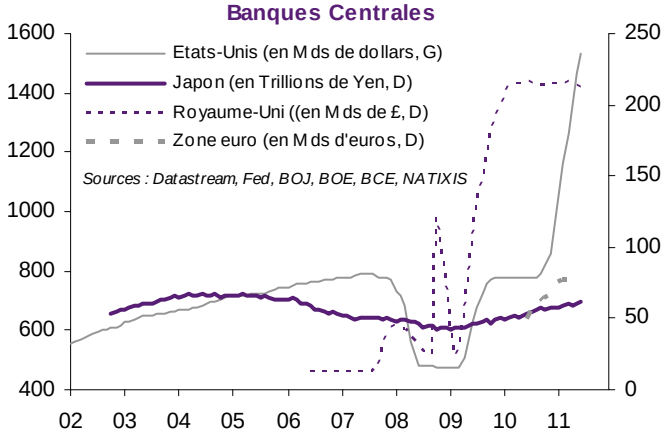
3 - Comment les Etats vont-ils alors se financer dans les pays de l'OCDE ?

La seule solution sera :

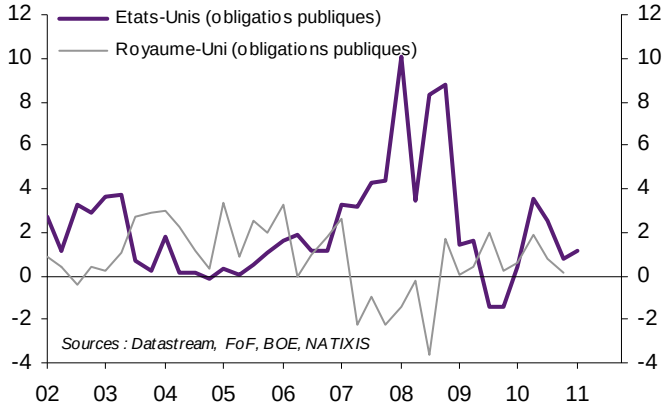
- **soit le retour à la monétisation des dettes publiques par les banques centrales** (reprise du QE2…, **graphique 11**) ;

- soit, là où les achats de non résidents étaient important (Etats-Unis et Royaume-Uni), **une très forte hausse des achats de titres publics par les investisseurs institutionnels domestiques** (**graphiques 12a/b**).

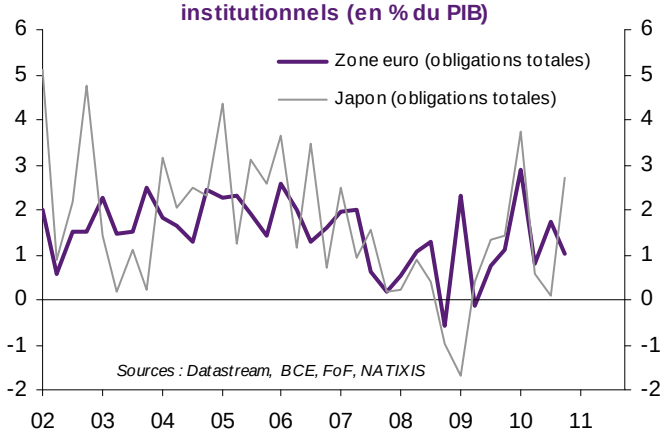
Graphique 11
Encours de dettes publiques détenues par les Banques Centrales



Graphique 12a
Achats nets d'obligations par les investisseurs institutionnels (en % du PIB)



Graphique 12b
Achats nets d'obligations par les investisseurs institutionnels (en % du PIB)



4 – Conséquences sur les marchés financiers

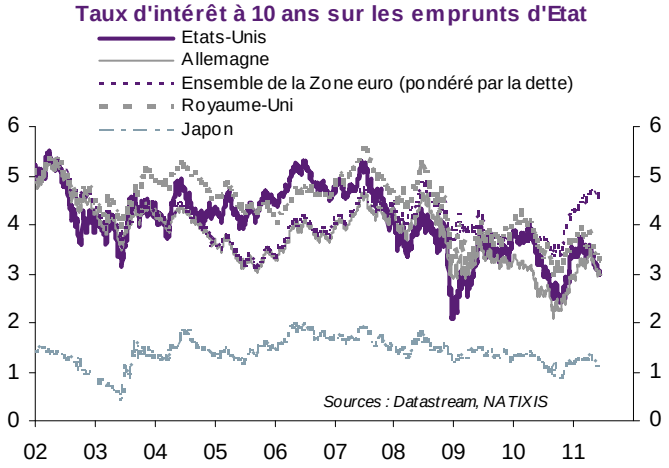
Elles sont assez simples à imaginer :

- **dans les pays** (Etats-Unis, Royaume-Uni) **où les achats de titres publics par les non résidents étaient importants, forte hausse des taux d'intérêt à long terme** (**graphique 13**) **sauf s'il y a monétisation des dettes publiques** ;

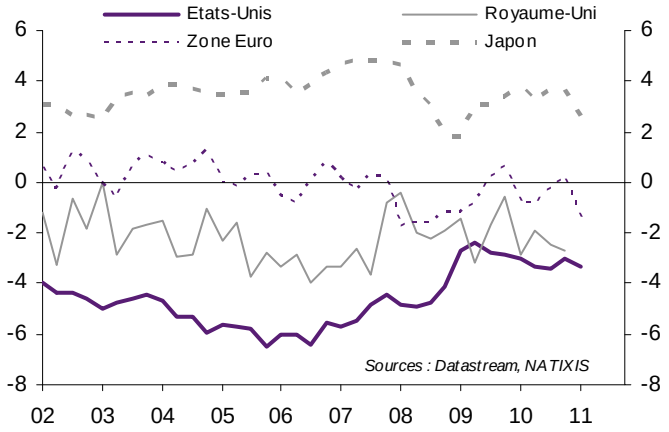
- **dans les pays** (Etats-Unis, Royaume-Uni) **où les achats de titres publics par les non-résidents finançaient aussi le déficit extérieur** (**graphique 14**), **forte dépréciation du taux de change** ;

- **la dépréciation du change aussi s'il y a monétisation de la dette publique** en réaction à l'arrêt des achats des non résidents.

Graphique 13
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 14
Balance courante (en % du PIB)



Synthèse : où les effets les plus négatifs apparaitraient-ils ?

Les pays où le risque d'arrêt du financement du déficit public par les investisseurs des pays émergents et exportateurs de pétrole est le plus important sont ceux :

- où ce financement est aujourd'hui de grande taille (Etats-Unis, Royaume-Uni) ;
- où la situation des finances publiques est la plus mauvaise en perspective (Etats-Unis, Japon) ;
- où les non résidents financent à la fois le déficit public et le déficit extérieur (Etats-Unis, Royaume-Uni).

Nous ne croyons pas que les investisseurs des pays émergents se reporteraient pour des montants importants, des dettes publiques aux actifs privés.

Au total, les pays les plus affectés seraient les Etats-Unis et le Royaume-Uni.