

# FLASH MARCHÉS

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

24 juin 2011 – N° 485

### Les banques vont-elles sauver les Etats ?

*La période durant laquelle les banques centrales ont « sauvé » les Etats des pays de l'OCDE en monétisant les dettes publiques s'achève avec la fin du QE2. Mais les déficits publics restent très importants ; qui va financer les Etats si les banques centrales ne le font plus ?*

*Les investisseurs institutionnels vont certainement y contribuer, surtout dans la zone euro et au Royaume-Uni avec les nouvelles règles prudentielles, mais pour des montants obligatoirement trop faibles. Dans tous les pays, il faudra que les banques investissent massivement en titres publics pour que les déficits publics puissent être financés. Vont-elles le faire, et vont-elles accepter de le faire à des taux d'intérêt aussi bas qu'aujourd'hui ?*

*Il faudrait pour cela (comme c'est le cas au Japon) :*

- *que les taux directeurs des banques centrales restent très bas ;*
- *que les banques disposent de liquidités excédentaires, ou que les épargnants de base acceptent des rendements extrêmement faibles sur leur épargne liquide ;*
- *que les banques acceptent de couvrir un énorme risque de taux d'intérêt (de duration).*

*Mais peut-être ces conditions seront-elles remplies aux Etats-Unis, au Royaume-Uni) ; il est peu probable qu'elles le soient dans la zone euro.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

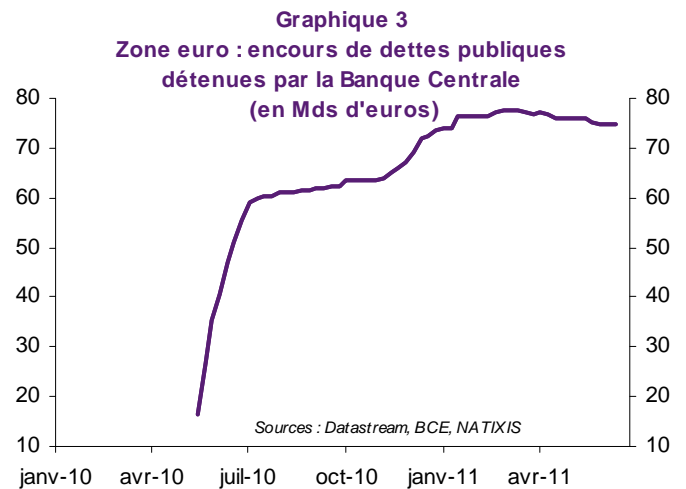
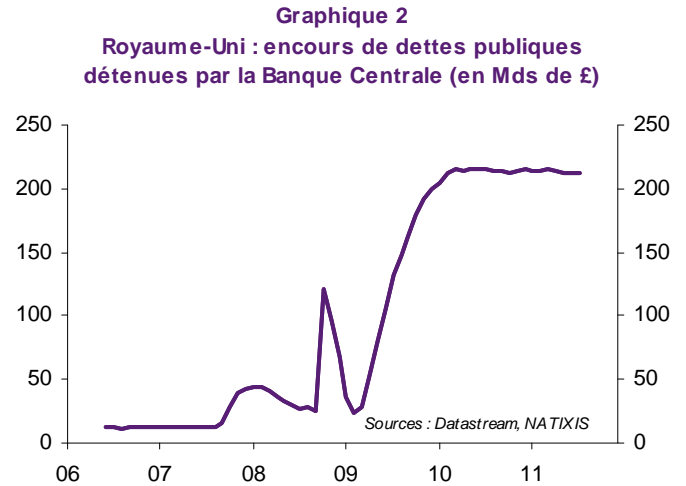
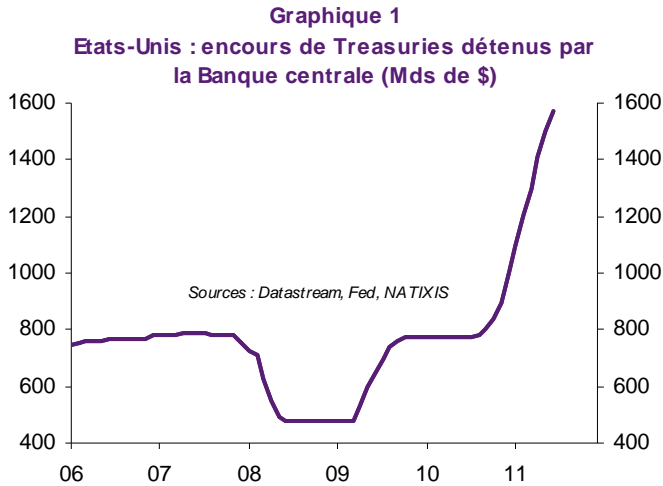
Rédacteur :

*Patrick ARTUS*

## Fin du financement des Etats par les banques centrales

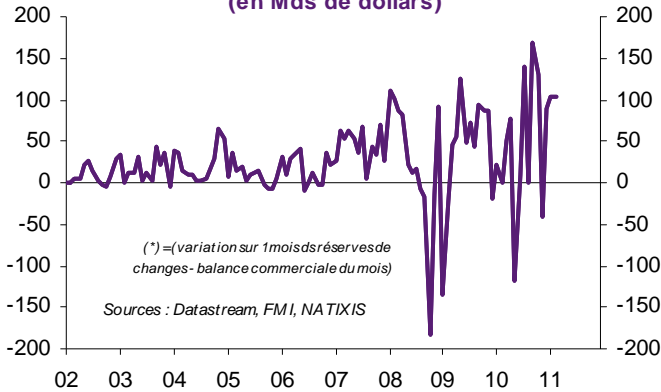
Pendant la crise, les banques centrales ont sauvé les Etats des pays de l'OCDE en monétisant les dettes publiques :

- programme de QE2 aux Etats-Unis (graphique 1) ;
- programme de gilts au Royaume-Uni (graphique 2) ;
- achats (il est vrai limité) de titres publics de la zone euro par la BCE (graphique 3).

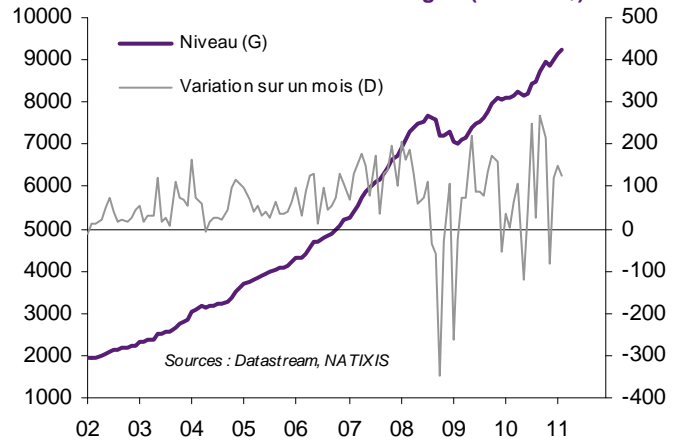


**Le QE2**, en créant un excès de liquidité aux Etats-Unis, d'où des flux de capitaux importants vers les pays émergents (**graphique 4a**) et le recyclage de ces capitaux vers les Etats-Unis et l'Europe pour les banques centrales des pays émergents (**graphique 4b**) a aussi stimulé l'achat de titres publics de l'OCDE par les émergents et exportateurs de pétrole, particulièrement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (**graphique 4c**).

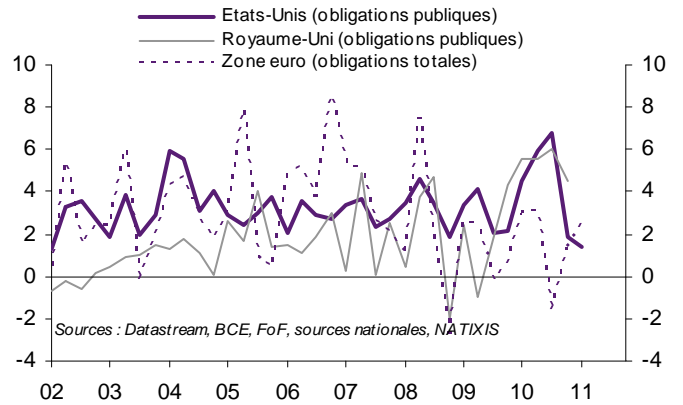
**Graphique 4a**  
Ensemble des émergents hors Russie  
et OPEP : flux de capitaux\* nets mensuels  
(en Mds de dollars)



**Graphique 4b**  
Monde : réserves de changes (Mds de \$)



**Graphique 4c**  
Achats nets d'obligations par  
les non-résidents (en % du PIB)

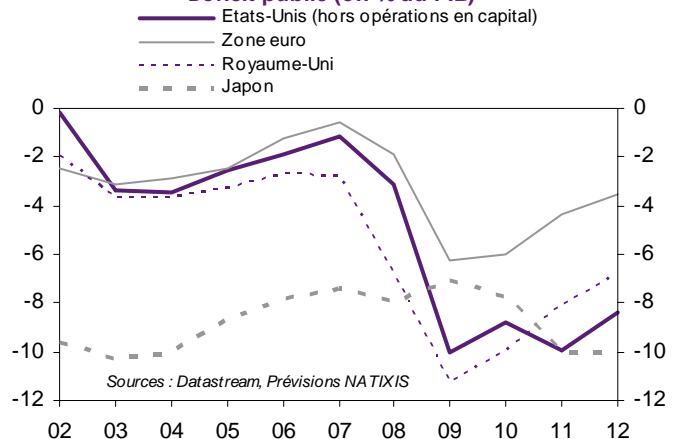


L'arrêt du QE2, la fin du programme d'achats de titres publics par les banques centrales au Royaume-Uni et dans la zone euro, marquent donc la fin du financement des déficits publics par les banques centrales.

**Qui va alors financer les Etats ?**

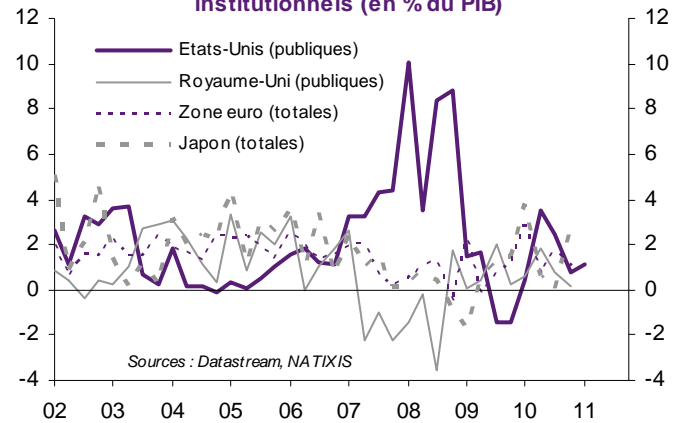
Si les banques centrales ne financent plus les Etats, les déficits publics persistants (**graphique 5**) devront être financés soit par les investisseurs institutionnels, soit par les banques.

**Graphique 5**  
Déficit public (en % du PIB)



Les investisseurs institutionnels sont acheteurs de titres publics (**graphique 6**), et, en Europe, les nouvelles règles prudentielles (solvabilité 2) vont les pousser dans ce sens.

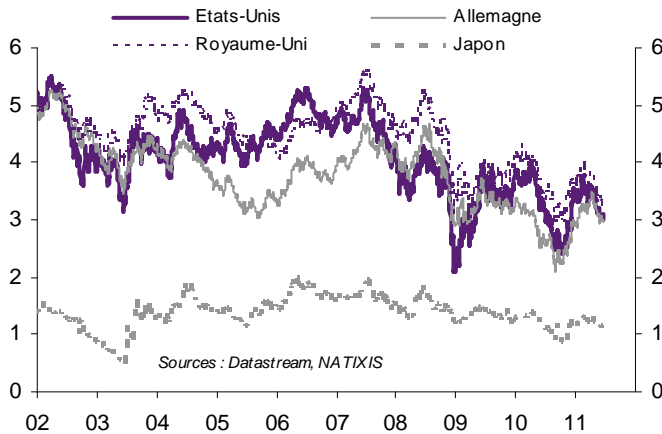
**Graphique 6**  
Achats nets d'obligations par les investisseurs institutionnels (en % du PIB)



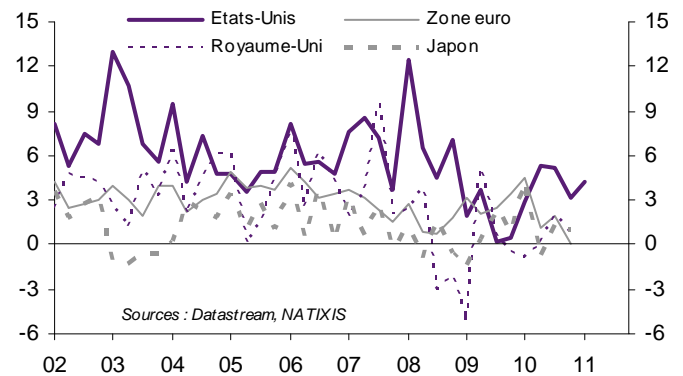
Mais les investisseurs institutionnels seuls ne peuvent pas financer les déficits publics :

- les rendements offerts sont trop faibles (**graphique 7**) ;
- leurs ressources investissables sont trop faibles (**graphique 8**) : le total de leurs achats nets d'actifs est partout de beaucoup inférieur au déficit public.

**Graphique 7**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État

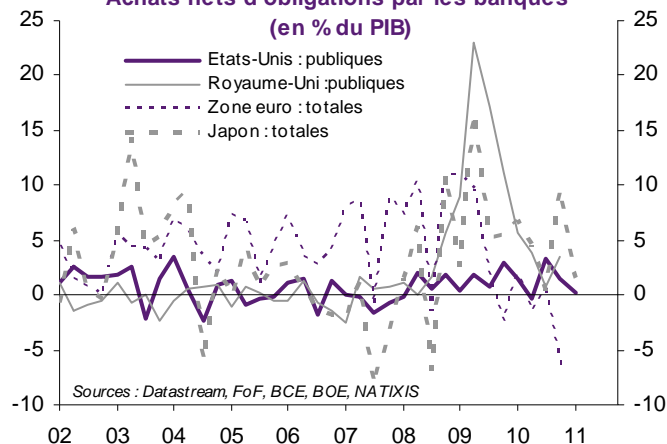


**Graphique 8**  
Achats nets d'actions + obligations + actifs liquides et monétaires par les investisseurs institutionnels (en % du PIB)



Aujourd'hui (2010, début de 2011, **graphique 9**), seules les banques japonaises sont acheteuses de titres publics pour des montants importants ; ce n'est plus le cas dans la zone euro et au Royaume-Uni, les montants achetés par les banques américaines sont faibles.

**Graphique 9**  
Achats nets d'obligations par les banques  
(en % du PIB)



**Synthèse : sous quelles conditions les banques vont-elles financer les Etats à la place des banques centrales ?**

Ce qui précède montre qu'il va falloir, la capacité de financement des investisseurs institutionnels étant limitée, que les banques financent les Etats à la place des banques centrales.

L'exemple du Japon montre que ceci ne sera possible, aux Etats-Unis et en Europe que :

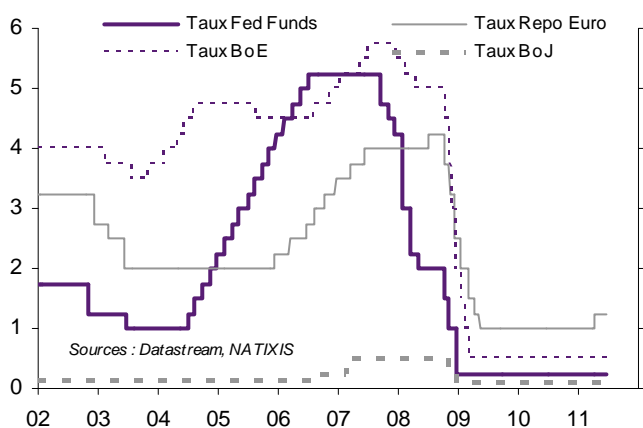
- (1) Si les taux d'intérêt à court terme restent très bas (**graphiques 10a/b**), pour que le carry sur les dettes publiques soit attrayant pour les banques.

Ceci risque de ne plus être le cas rapidement dans la zone euro.

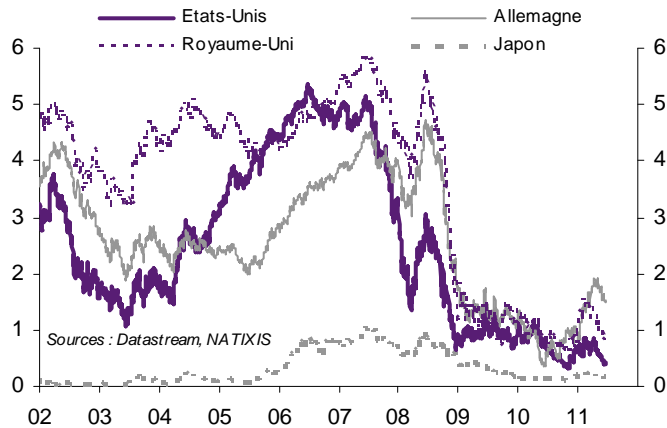
- (2) Si les banques disposent de liquidités excédentaires (**graphiques 11a/b**) et/ou si les déposants acceptent des rémunérations très faibles sur leurs épargnes liquides (**graphiques 11c/d**), ce qui est le cas aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, peut être pas dans la zone euro.

Les banques vont peut être se substituer aux banques centrales aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, comme cela a été le cas au Japon, pour financer les Etats. Il est moins clair que cela puisse être le cas dans la zone euro.

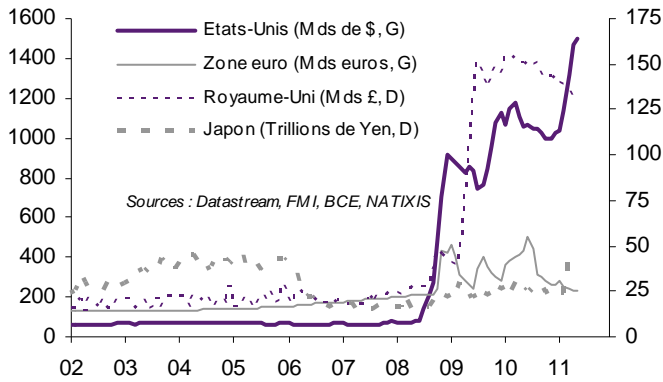
**Graphique 10a**  
Taux directeurs



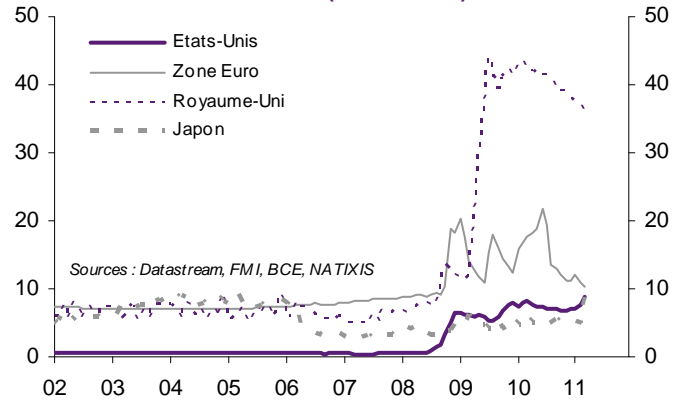
**Graphique 10b**  
Taux d'intérêt à 2 ans



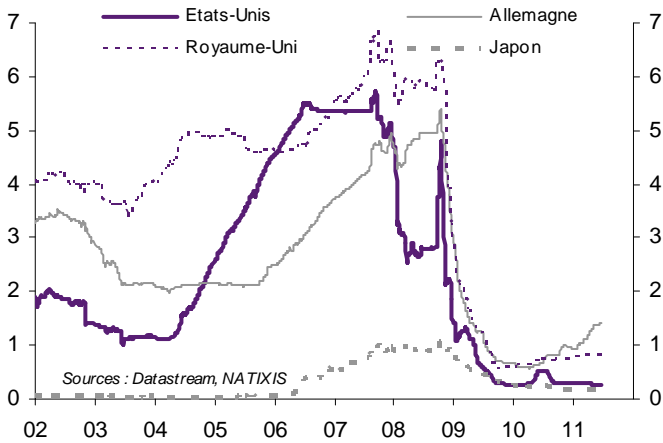
**Graphique 11a**  
**Réserves des banques auprès des banques centrales (en monnaie locale)**



**Graphique 11b**  
**Réserves des banques auprès des banques centrales (en % du PIB)**



**Graphique 11c**  
**Taux d'intérêt à 3 mois**



**Graphique 11d**  
**Masse monétaire (en % du PIB)**

