

Et si tout n'était qu'un complot pour financer à bas coût les déficits publics ?

En théorie, les gouvernements doivent limiter les déficits publics ; les Banques Centrales doivent contrôler la création monétaire ; les régulateurs des banques et des investisseurs institutionnels doivent éviter qu'ils prennent des risques excessifs.

Mais, que se passe-t-il en réalité ?

- *avec la perspective de croissance modeste, connue par les gouvernements, il va y avoir maintien de déficits publics très élevés et hausse continue des taux d'endettement publics ;*
- *ceci devrait normalement conduire à un problème de financement des Etats, et à une forte hausse des taux d'intérêt à long terme, mais ce n'est pas le cas ;*
- *d'une part, les Banques Centrales financent massivement les banques à des taux d'intérêt très faibles, ce qui conduit les banques à accumuler un risque de durée, de taux d'intérêt, très élevé dû à l'acquisition de portefeuilles de titres publics, qui, d'une part, ne consomment pas de capital, d'autre part leur fournissent un carry appréciable ;*
- *d'autre part, les régulateurs des banques semblent accepter sans difficulté qu'elles prennent ce risque de transformation massif, alors qu'ils étaient supposés les limiter ;*
- *enfin, les régulateurs des investisseurs institutionnels mettent en place de nouvelles règles prudentielles (Solvency II) qui aboutissent de fait à pousser les investisseurs à détenir des titres publics et non des titres émis par les entreprises ;*
- *globalement, les régulateurs sont sensibles au risque en capital, mais pas du tout au risque de transformation (de durée).*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

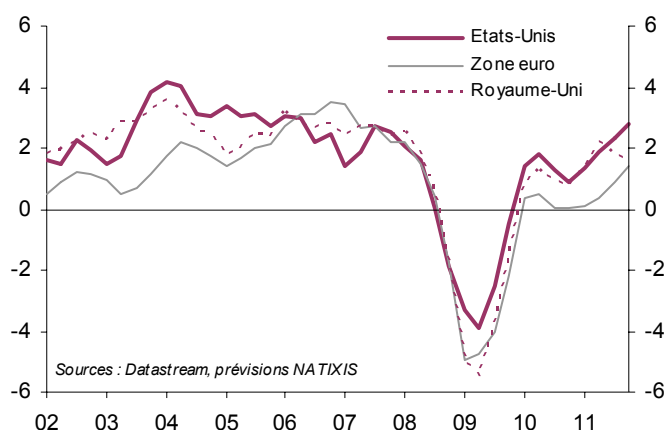
La théorie du complot entre Etats, Banques Centrales et régulateurs visant à permettre un financement aisé des énormes déficits publics est recevable ; si c'est vraiment le cas, les conséquences (incapacité des Banques Centrales à remonter les taux d'intérêt, disparition de l'incitation à corriger les politiques budgétaires, captation de l'épargne par les Etats) peuvent être graves.

De la rigueur officielle
au laxisme de fait

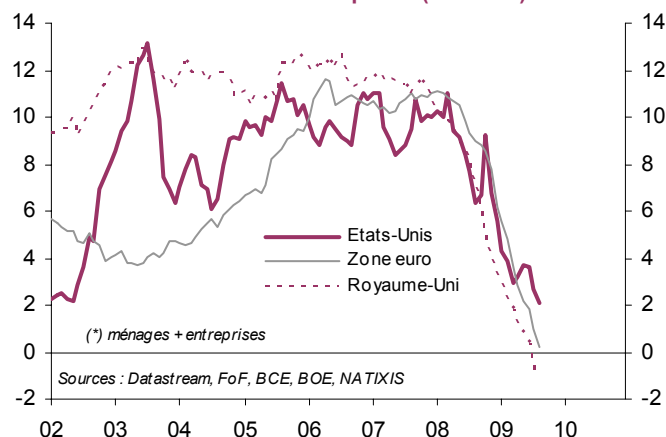
En théorie, les Etats devraient limiter les déficits publics et éviter la dérive des taux d'endettement publics.

Dans la pratique, avec la perspective de croissance modeste (graphique 1a) due à la poursuite du désendettement (graphique 1b), on sait que les déficits publics vont rester élevés (graphique 1c) et que les taux d'endettement publics vont continuer à augmenter (graphique 1d). Les Etats sont évidemment conscients de cette situation, mais l'acceptent compte tenu des perspectives de croissance (graphique 1a) et de chômage (graphique 1e).

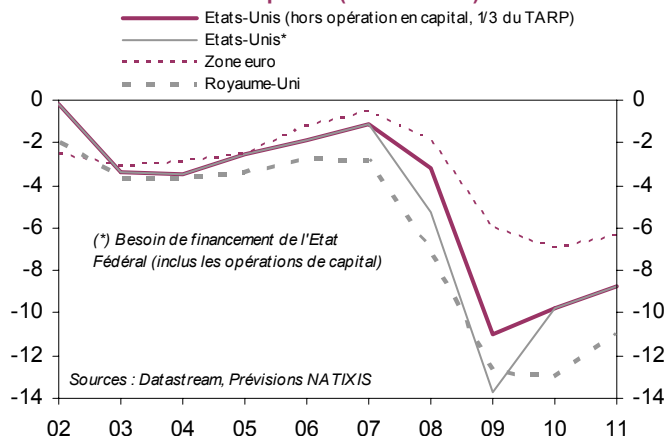
Graphique 1a
Croissance du PIB (en volume, GA en %)



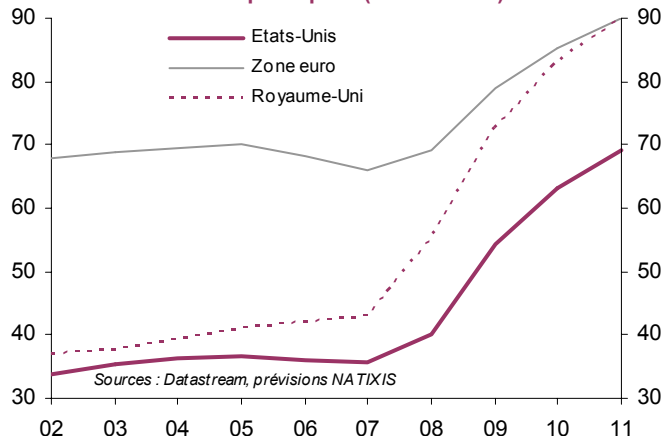
Graphique 1b
Crédit au secteur privé* (GA en %)



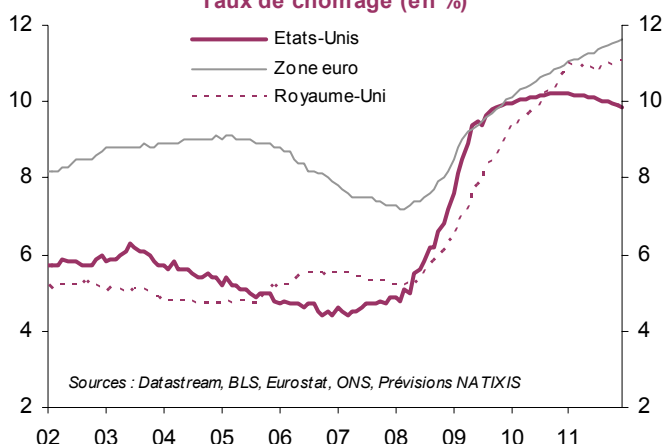
Graphique 1c
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 1d
Dettes publiques (en % du PIB)

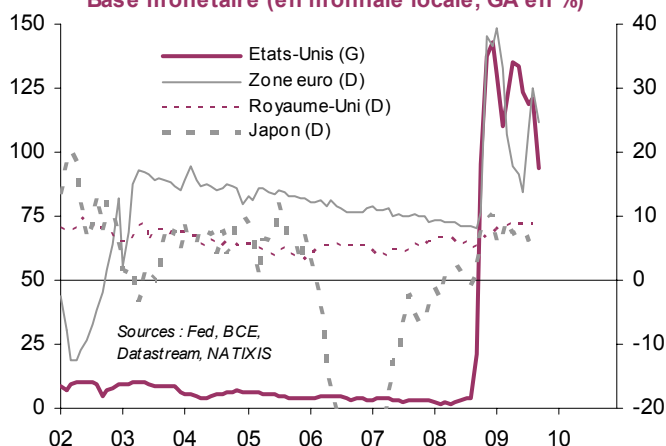


Graphique 1e
Taux de chômage (en %)

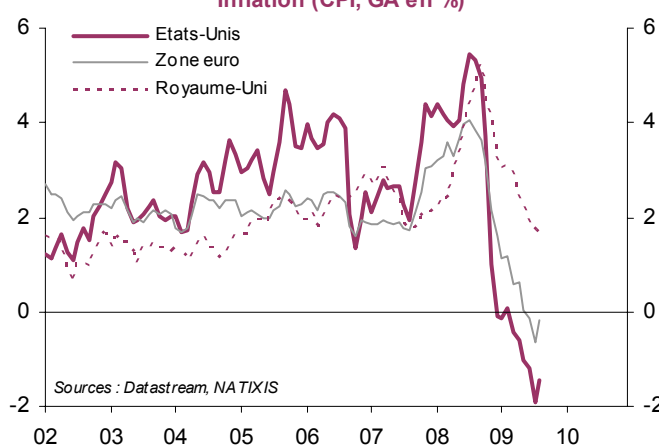


De même, **les Banques Centrales sont supposés contrôler l'offre de monnaie**, alors qu'on observe **une croissance très rapide des bases monétaires (graphique 2a)** due aux politiques monétaires très expansionnistes, qu'on peut aussi attribuer au niveau élevé du chômage (graphique 1e plus haut), à la faiblesse induite de l'inflation (**graphique 2b**), au recul du crédit (graphique 1b plus haut).

Graphique 2a
Base monétaire (en monnaie locale, GA en %)



Graphique 2b
Inflation (CPI, GA en %)



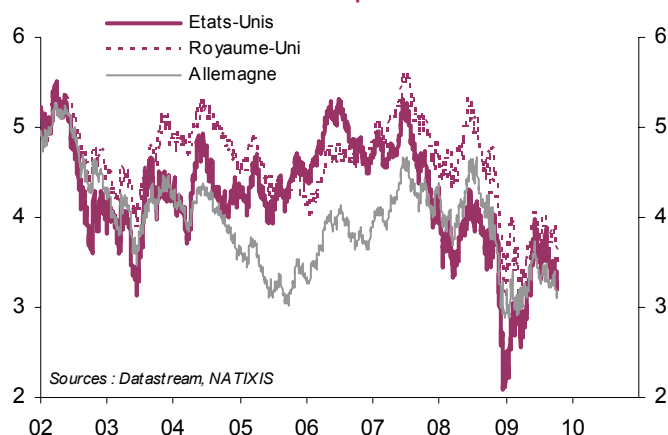
Enfin, **les régulateurs des banques et des investisseurs institutionnels sont censés limiter la prise de risque des intermédiaires financiers**. La technologie qu'ils utilisent aujourd'hui consiste à **accroître le besoin de fonds propres lié à la détention d'actifs "risqués"** (actions, prêts bancaires, obligations d'entreprise...). Mais nous allons montrer que **cette technique n'empêche pas l'apparition d'un très important risque de taux d'intérêt par les intermédiaires financiers**.

Nous défendons la thèse suivante : **le comportement des Etats** (hausse continue des taux d'endettement publics), **des Banques Centrales** (fourniture colossale de liquidité), **des régulateurs** (autorisation de la prise d'un très grand risque de taux d'intérêt) **peut s'interpréter comme résultant d'un "complot" permettant de financer sans difficulté des déficits publics énormes**.

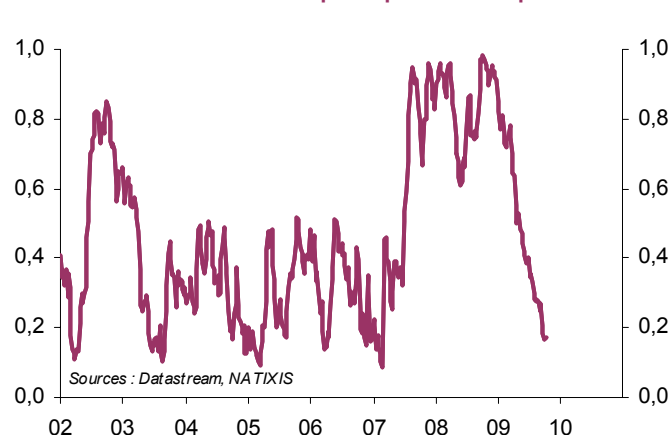
Monétisation des dettes publiques indirectement par les intermédiaires financiers

La perspective communément acceptée de la hausse des dettes publiques (graphique 1d plus haut) devrait entraîner **une hausse des taux d'intérêt à long terme (graphique 3a)**, au-delà des effets du retour de l'aversion pour le risque à un niveau normal (graphique 3b).

Graphique 3a
Taux 10 ans emprunts d'Etat

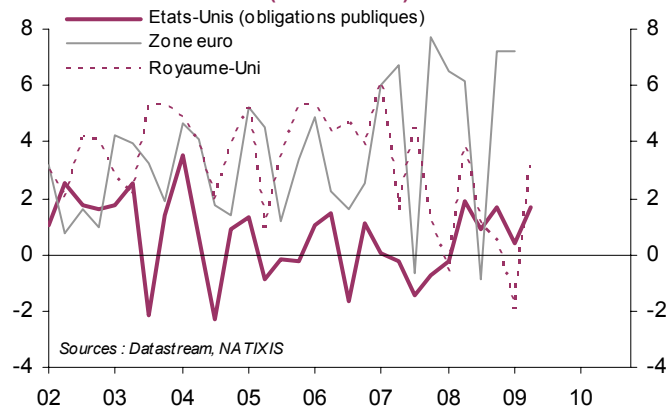


Graphique 3b
Indice NATIXIS de perception du risque

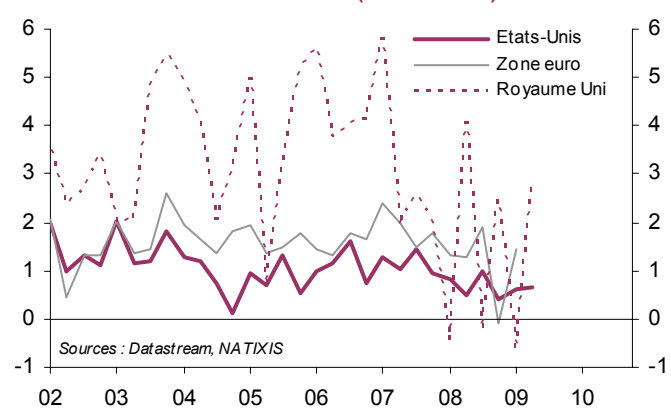


Ce n'est pas le cas parce que les banques et les investisseurs sont devenus massivement acheteurs de titres publics (graphiques 4a-4b).

Graphique 4a
Achats nets d'obligations par les banques (en % du PIB)

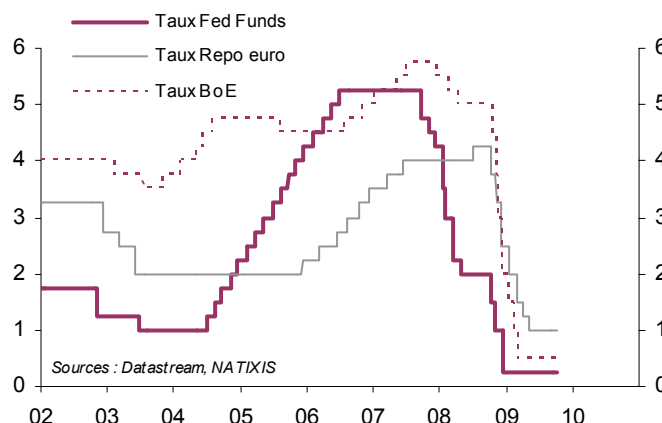


Graphique 4b
Achats nets d'obligations des investisseurs institutionnels (en % du PIB)



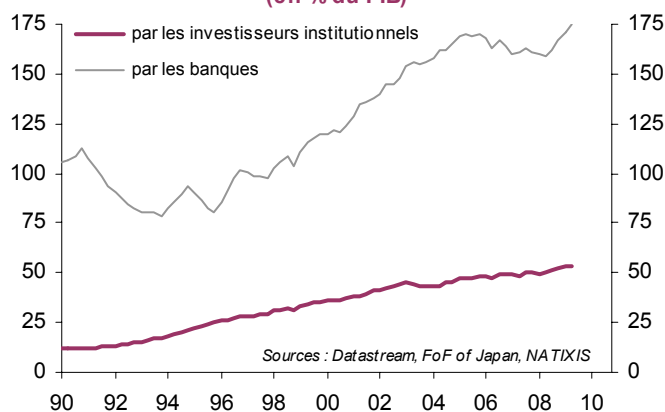
Ils sont en effet attirés par l'écart de rendement entre les taux d'intérêt à court terme (graphique 5) et les taux d'intérêt à long terme sur titres publics (graphique 3a plus haut).

Graphique 5
Taux directeurs

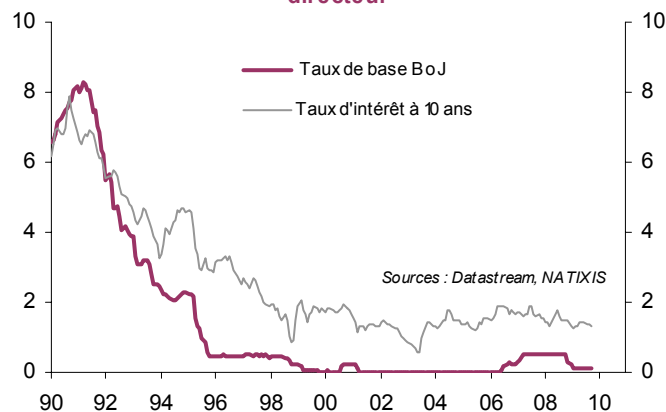


Nous voyons donc apparaître **les premiers signes d'une dynamique qui dure depuis les années 1990 au Japon** : l'accumulation massive de portefeuille de titres publics par les banques et les investisseurs institutionnels (graphique 6a) leur permettant de profiter de l'écart de taux d'intérêt entre les taux d'intérêt à long terme et les taux d'intérêt à court terme généré par les politiques très expansionnistes des Banques Centrales (graphique 6b).

Graphique 6a
Japon : encours d'obligations détenu (en % du PIB)



Graphique 6b
Japon : taux d'intérêt 10 ans (Gov) et taux directeur



Les politiques monétaires très expansionnistes des Banques Centrales auraient donc pour objet de faire apparaître ces carry-trades qui facilitent le financement à des taux d'intérêt faibles des déficits publics.

Les régulateurs ne limitent pas le risque de taux d'intérêt

(1) Les régulateurs des banques s'orientent visiblement vers l'utilisation des ratios de capital réglementaire pour réduire le risque pris par les banques. L'augmentation du besoin de fonds propres dû à la détention de produits structurés, aux activités de trading pour compte propre, va certainement dans le bon sens.

Mais l'accumulation d'un portefeuille très important d'obligations publiques par les banques, alors que les taux d'intérêt à long terme sont très bas, n'est en rien freinée par les ratios de capital réglementaire ; puisqu'il n'y a pas d'exigence de capital liée à la détention de titres publics. Tant que les régulateurs des banques ne limitent pas explicitement le risque de taux d'intérêt (de transformation, de duration), les politiques monétaires pousseront les banques à l'accroître.

(2) Les régulateurs des investisseurs institutionnels mettent en place les ratios Solvency II qui accroissent l'exigence de fonds propres liée à la détention d'actifs risqués (actions, immobilier, crédit, produits structurés...). **Il est probable que la mise en place de ces ratios va décourager la détention d'actions au profit des titres publics (Encadré)** et reporter les investisseurs institutionnels vers la détention d'obligations publiques (le graphique 4b plus haut). **Ils vont donc remplacer le risque en capital lié à la détention d'actifs risqués par le risque de taux d'intérêt (d'inflation) lié à la détention d'obligations d'Etat.**

Encadré Solvabilité 2 et le risque actions

La directive Solvabilité 2, adoptée le 22 avril 2009, prévoit que les assureurs devront disposer de 40 euros de fonds propres pour 100 euros détenus en actions, avant les bénéfices liés à la diversification de l'ensemble des placements. Fondée sur une politique de gestion à un an, ce traitement s'avère particulièrement défavorable aux actions. Cependant, pour tenir compte du caractère long terme de l'activité de retraite des assureurs, un traitement particulier est appliqué à la mesure du risque actions pour les produits de retraite dont la durée est supérieure à douze ans. Nous rappelons enfin que Solvabilité 2 prévoit que les exigences de fonds propres pour le risque actions soient adaptées à l'évolution des marchés financiers. Ainsi, en cas de crise boursière, le pilier 1 de Solvabilité 2 prévoit (rôle du « dampener ») une diminution provisoire des besoins en capital liés aux actions.

Il semble donc que les régulateurs soient sensibles au risque en capital lié à la détention d'actifs risqués (actions...), mais pas au risque de taux d'intérêt lié à l'acquisition d'un portefeuille d'obligations dans un environnement de taux d'intérêt bas.

Mais notre interprétation est que peut-être les régulateurs des banques et des investisseurs veulent les inciter à accroître leur détention d'obligations publiques ; leurs actions vont de toute façon dans ce sens.

Synthèse : la théorie du complot

On voit en même temps :

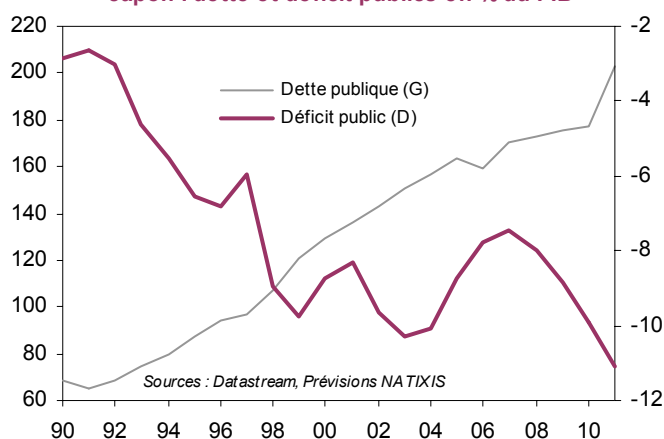
- **des gouvernements** qui savent que, compte tenu des perspectives de croissance, ils mettent en place des politiques budgétaires qui vont conduire à une hausse continue des taux d'endettement publics ;
- **des Banques Centrales** qui mettent en place les conditions favorables à la monétisation indirecte des dettes publiques par l'accumulation de portefeuilles très importants de titres publics par les banques et les investisseurs institutionnels ;
- **des régulateurs** qui veulent limiter les prises de positions risquées ou la détention d'actifs risqués par les banques et les investisseurs institutionnels, mais qui acceptent que les intermédiaires financiers prennent un énorme risque de taux d'intérêt.

Ceci s'est déjà vu au Japon, et a conduit :

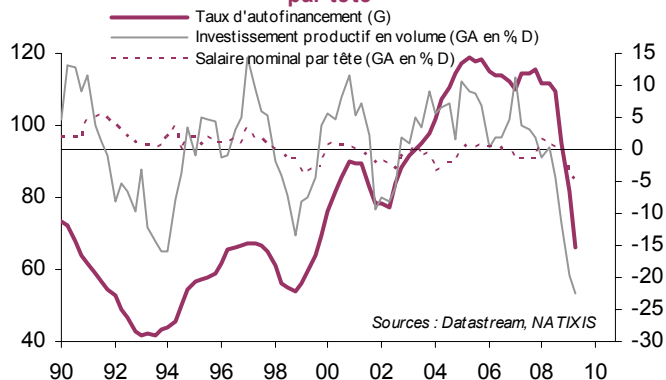
- **à l'impossibilité pour la Banque Centrale de remonter les taux d'intérêt**, avec la taille du risque de taux d'intérêt des banques et des investisseurs ;

- à l'accroissement sans limite de la dette publique (graphique 7), l'Etat n'ayant aucune incitation à la réduire ;
- à la captation de l'épargne par l'Etat, ce qui prive les entreprises de financements externes et les force à autofinancer leurs investissements, d'où à la fois baisse de l'investissement et baisse des salaires pour accroître la profitabilité (graphique 8).

Graphique 7
Japon : dette et déficit publics en % du PIB



Graphique 8
Japon : taux d'autofinancement, investissement productif et salaire nominal par tête



S'il y a vraiment "complot" (collusion) entre les Etats et les Banques Centrales et les régulateurs pour faciliter le financement des déficits publics, les conséquences de cette situation peuvent être graves.