

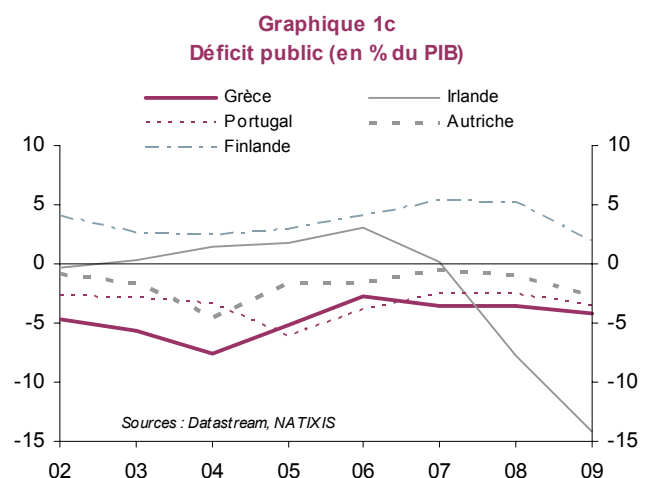
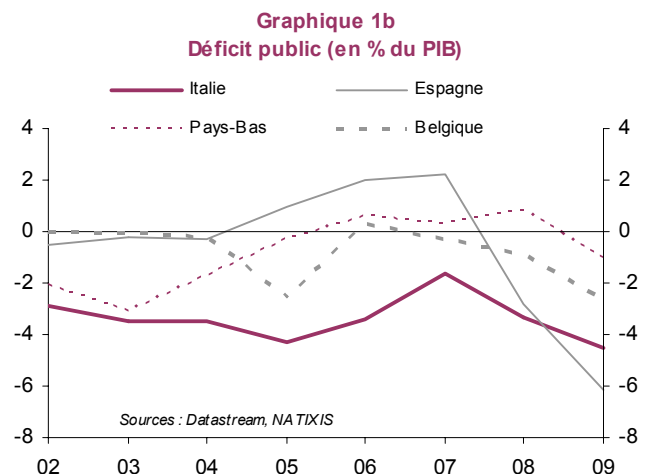
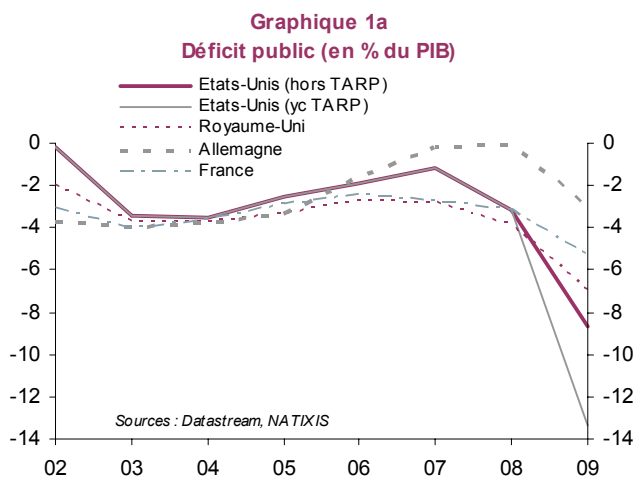
Dette publique, dette privée et taux d'intérêt à long terme

L'inquiétude des marchés financiers est qu'il y ait une forte remontée des taux d'intérêt à long terme en raison de l'ouverture massive des déficits publics et de la hausse des taux d'endettement publics.

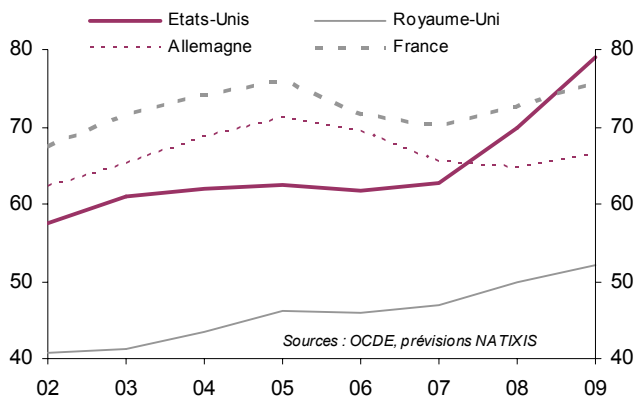
Nous défendons la thèse suivante : ceci est à craindre uniquement pour les pays où la hausse de la dette publique l'emporte sur la baisse des dettes privées et où donc des effets d'éviction peuvent apparaître. Les taux d'intérêt à long terme peuvent être affectés par d'autres facteurs : l'évolution des taux de change et des flux de capitaux internationaux, la hausse des primes d'illiquidité. Des effets d'éviction (liés à la taille des dettes et non à d'autres facteurs) peuvent apparaître.

1- Dette publique et dettes privées

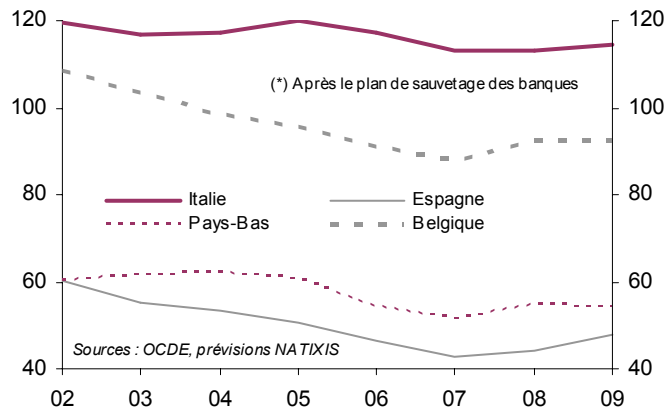
Nous regardons pour les Etats-Unis, le Royaume-Uni et certains pays de la zone euro l'évolution **des déficits publics et des dettes publiques d'une part (graphiques 1a-b-c et 2a-b-c), du crédit au secteur privé et du taux d'endettement du secteur privé d'autre part (graphiques 3a-b-c et 4a-b-c).**



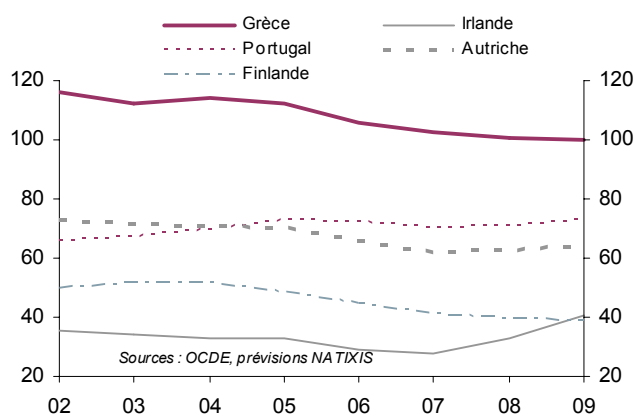
Graphique 2a
Dettes publiques (en % du PIB)



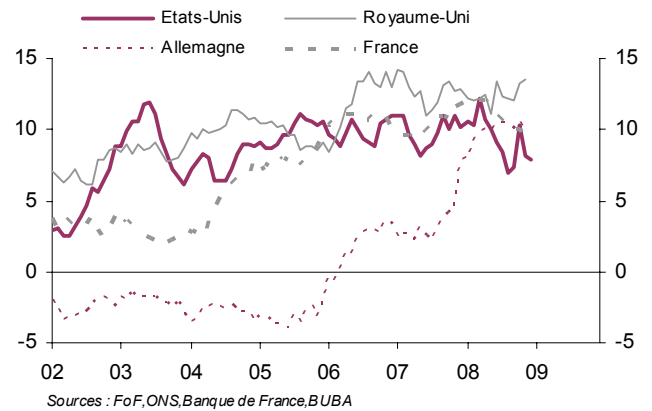
Graphique 2b
Dettes publiques (en % du PIB)



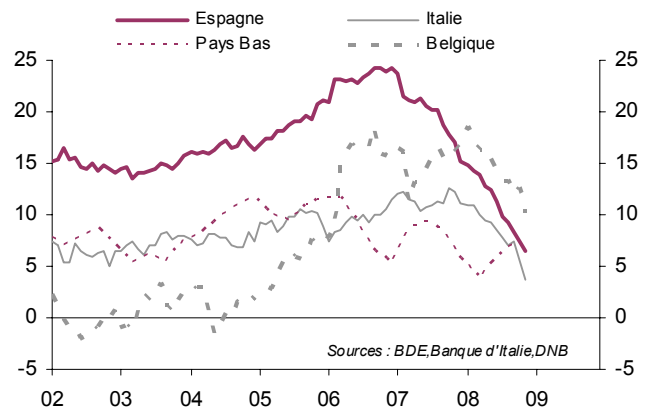
Graphique 2c
Dettes publiques (en % du PIB)



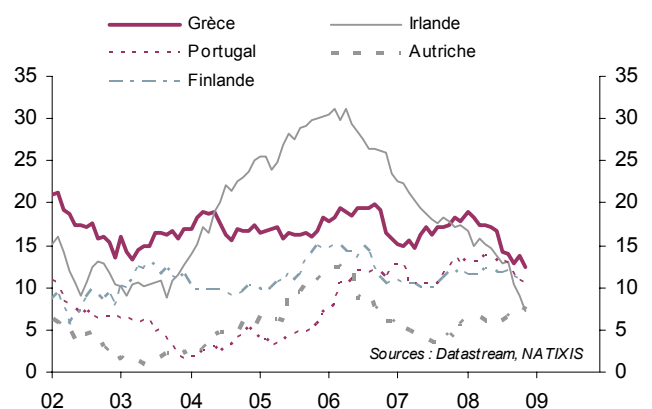
Graphique 3a
Crédit bancaire au secteur privé (GA en %)



Graphique 3b
Crédit bancaire au secteur privé (GA en %)

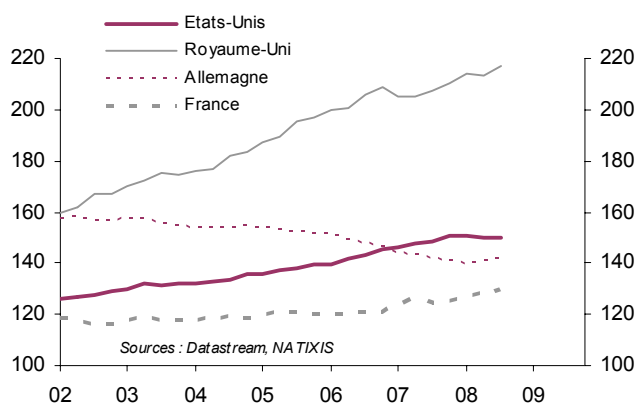


Graphique 3c
Crédit bancaire au secteur privé (GA en %)



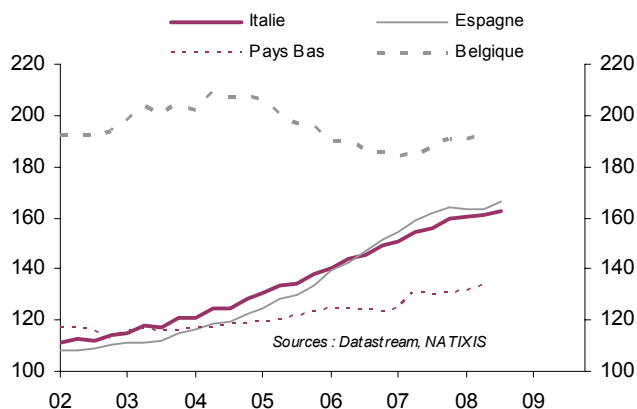
Graphique 4a

Dettes du secteur privé (en % du PIB en valeur)



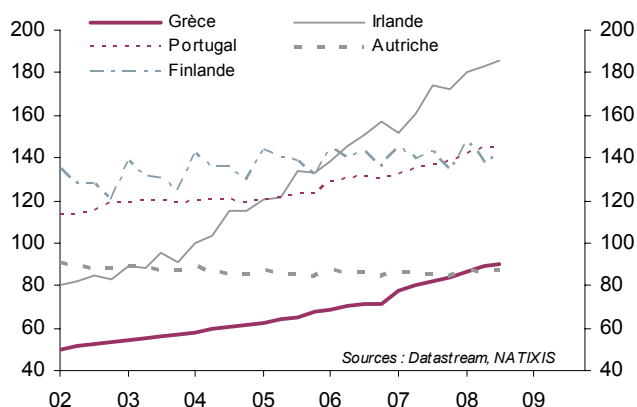
Graphique 4b

Dettes du secteur privé (en % du PIB en valeur)



Graphique 4c

Dettes du secteur privé (en % du PIB en valeur)



On peut alors faire deux groupes de pays :

- ceux où, en 2009, on attend une hausse du taux d'endettement public supérieur à la baisse du taux d'endettement du secteur privé, cette dernière venant de la dynamique de désendettement qui touche beaucoup de pays : Etats-Unis, Royaume-Uni, Espagne, Irlande ;
- ceux où, en 2009, on attend des montants équivalents (ou même inférieurs) pour la hausse de l'endettement public et la baisse de l'endettement privé : Allemagne, France,

Italie, Belgique, Pays-Bas, Grèce, Autriche, Portugal, Finlande.

Les cas « inquiétants » sont donc les premiers : Etats-Unis, Royaume-Uni, Espagne, Irlande.

2- Dette totale et taux d'intérêt

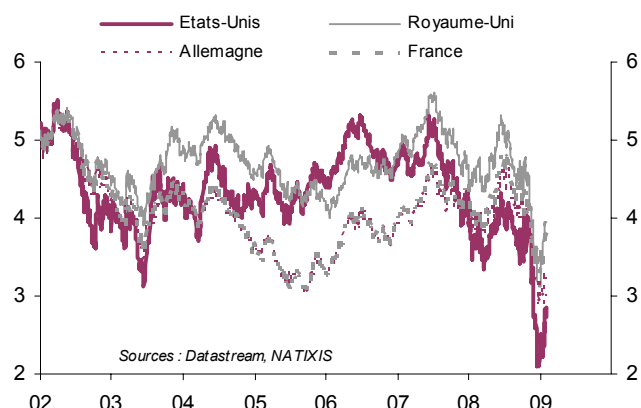
Lorsque, malgré la hausse des déficits publics, la dette totale publique + privée diminue ou reste stable, on n'attend pas une hausse des taux d'intérêt à long terme qui vienne d'effets d'éviction. Ces effets peuvent apparaître lorsque la dette totale augmente (relativement au PIB).

Nous venons de séparer les pays en 2 groupes à partir de ce critère d'évolution du taux d'endettement total, public + privé.

On peut maintenant regarder les taux d'intérêt à long terme, dans l'absolu, par rapport aux taux d'intervention des banques centrales, et, dans la zone euro, par rapport à l'Allemagne (graphiques 5a-b-c ; 6a-b-c et 7a-b).

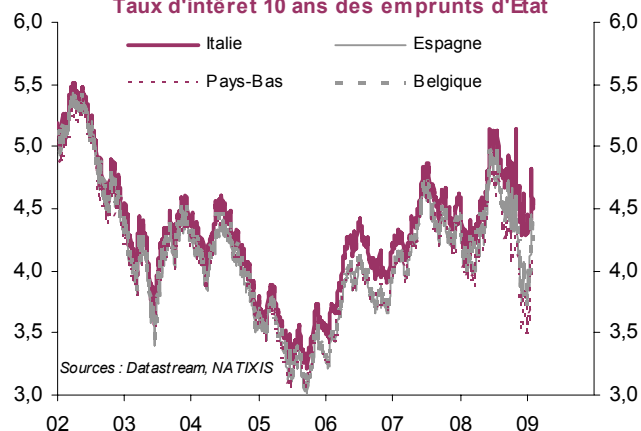
Graphique 5a

Taux d'intérêt 10 ans des emprunts d'Etat

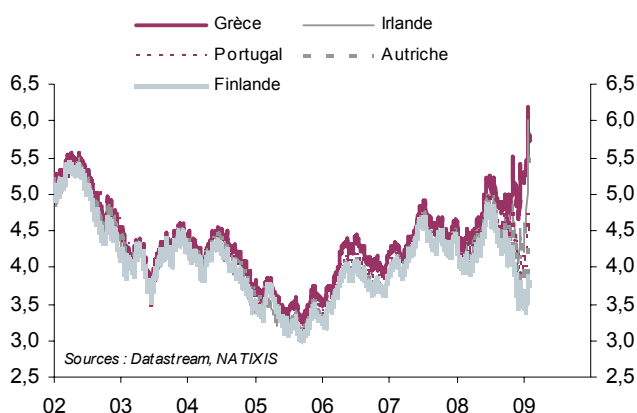


Graphique 5b

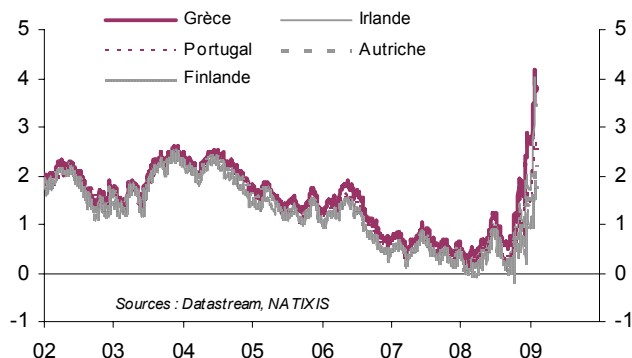
Taux d'intérêt 10 ans des emprunts d'Etat



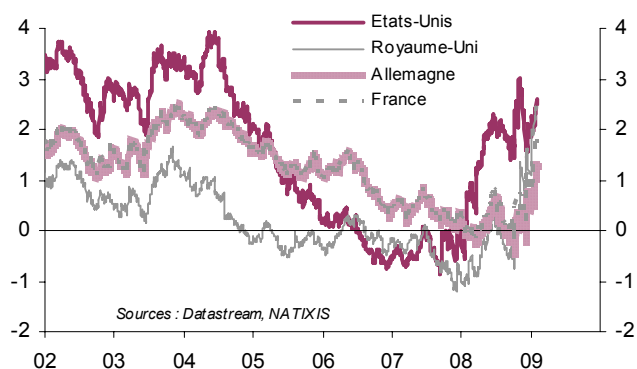
Graphique 5c
Taux d'intérêt 10 ans des emprunts d'Etats



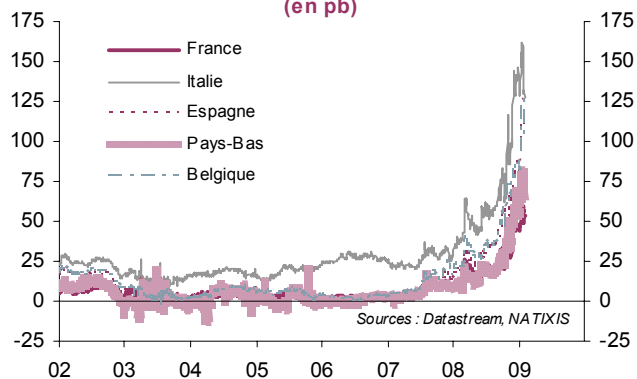
Graphique 6c
Ecart entre taux 10 ans et le taux directeur de la banque centrale



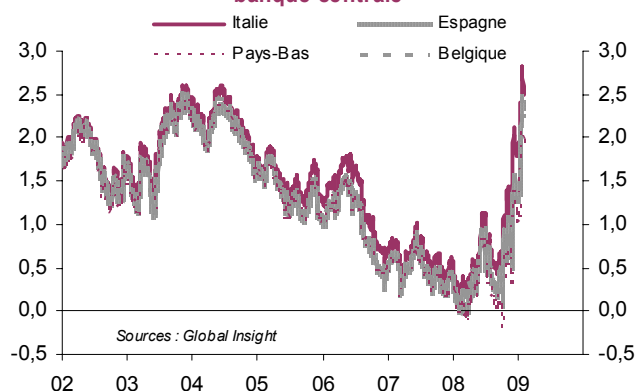
Graphique 6a
Ecart entre taux 10 ans et le taux directeur de la banque centrale



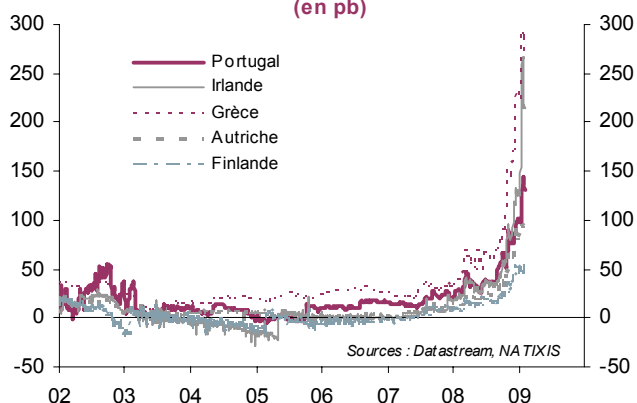
Graphique 7a
Ecart de taux 10 ans GOV vis-à-vis Allemagne (en pb)



Graphique 6b
Ecart entre taux 10 ans et le taux directeur de la banque centrale



Graphique 7b
Ecart de taux 10 ans GOV vis-à-vis Allemagne (en pb)



On voit apparaître, depuis le point bas de 2008, **une tendance plus marquée qu'ailleurs à la hausse des taux d'intérêt à long terme** :

- **aux Etats-Unis** depuis le début de 2008 ;
- **au Royaume-Uni** depuis l'été 2008 ;
- à l'intérieur de la zone euro, particulièrement en **Grèce**, en **Irlande**, à un moindre degré au **Portugal**, en **Italie**, en **Espagne**, en **Belgique**, en **Autriche**.

Retrouve-t-on une cohérence par rapport à l'évolution des dettes totales ?

On a vu plus haut que **les Etats-Unis, le Royaume-Uni, l'Espagne et l'Irlande** allaient connaître une hausse du taux d'endettement public supérieure à la baisse du taux d'endettement privé.

On retrouve tous ces pays dans la liste de ceux où la courbe des taux d'intérêt s'est pentifiée.

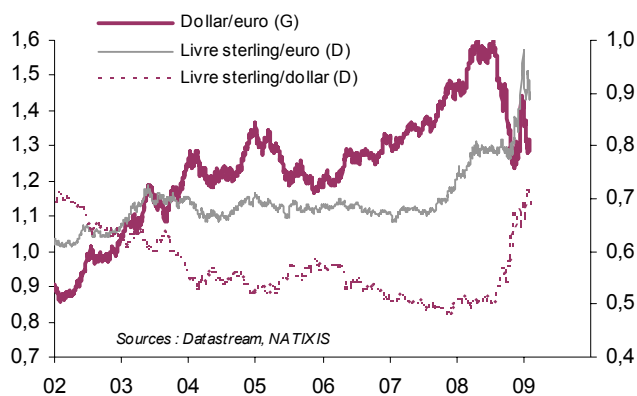
Mais on trouve aussi d'autres pays : Grèce, Portugal, Italie, Autriche, Belgique.

3- D'autres facteurs affectent les taux d'intérêt à long terme

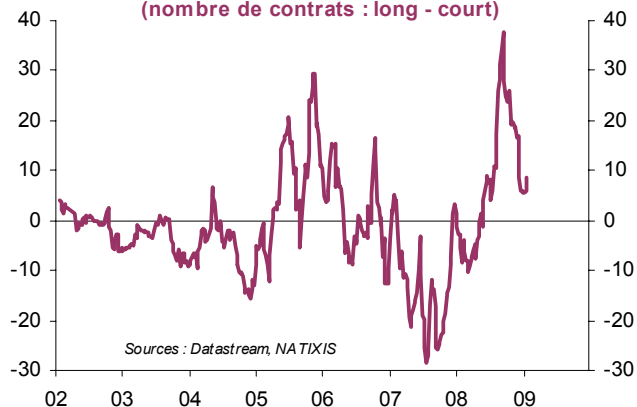
- Il s'agit d'abord **des flux de capitaux internationaux et des taux de change**. Un afflux de capitaux vers un pays fait baisser les taux d'intérêt, toutes choses égales par ailleurs. Une appréciation anticipée du taux de change a le même effet.

L'évolution de la demande de devises est favorable au dollar, défavorable à la livre sterling et à l'euro (graphiques 8 et 9a-b-c).

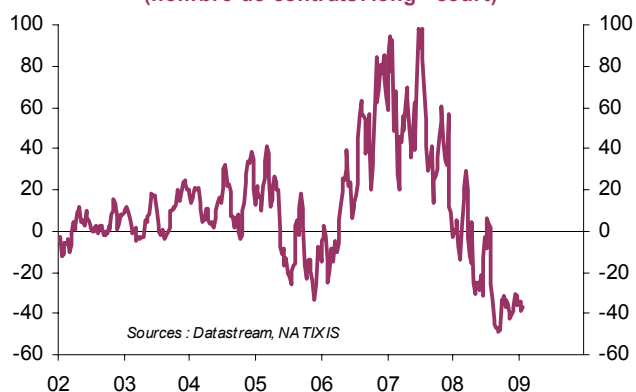
Graphique 8
Taux de change



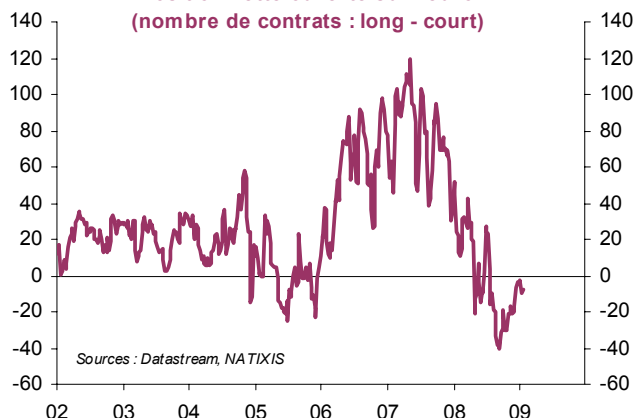
Graphique 10a
Position nette ouverte sur le dollar
(nombre de contrats : long - court)



Graphique 10b
Position nette ouverte sur la livre sterling
(nombre de contrats : long - court)



Graphique 10c
Position nette ouverte sur l'euro
(nombre de contrats : long - court)



Ceci doit réduire les taux d'intérêt à long terme sur le dollar, accroître ceux sur la livre sterling et l'euro.

- Il s'agit ensuite **des primes d'illiquidité qui sont apparues en particulier sur les dettes publiques de la zone euro** (graphiques 7a-b plus haut) **et qui ne sont pas des primes d'insolvabilité**. On ne peut donc pas faire un lien direct entre niveau d'endettement et taux d'intérêt lorsque ces autres facteurs sont présents.

Au total, des effets d'éviction dus à une hausse du taux d'endettement public supérieure à la baisse du taux d'endettement privés sont à attendre et sont déjà observés aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Espagne et en Irlande.