

# ECONOTE

## Société Générale

Département des études économiques

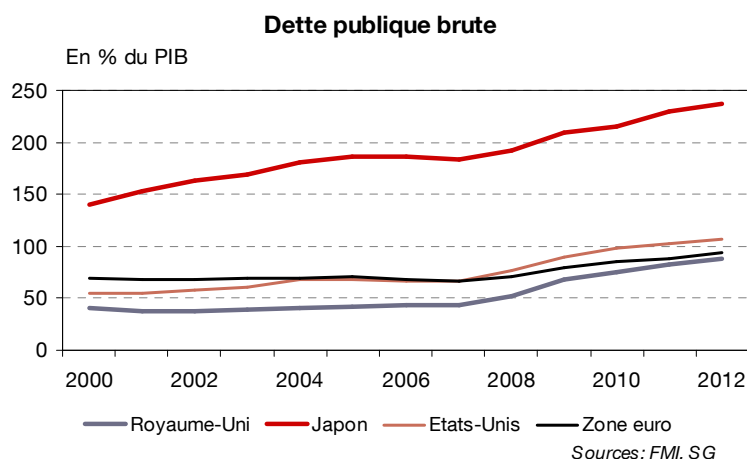
### PAYS DÉVELOPPÉS : QUI DÉTIENT LA DETTE PUBLIQUE ?

— En réponse à la crise financière internationale de 2008, les grands pays de l'OCDE ont mis en place des plans de soutien massifs à l'économie qui, conjugués à la récession, ont fortement détérioré leurs finances publiques, entraînant une explosion des dettes publiques.

— Aujourd'hui, face à des besoins de financement considérables, ces pays s'interrogent sur leur capacité à conserver une large base pérenne d'investisseurs, afin de préserver des conditions de financement compatibles avec la « soutenabilité » de leur dette publique. Pour tenter d'apporter des éléments de réponse à cette question, nous nous proposons d'examiner la structure de détention des dettes d'États des grands pays industrialisés, en nous efforçant de comprendre les ressorts de la demande de titres.

— Au cours des décennies précédant la « Grande Crise », les investisseurs non-résidents ont généralement joué un rôle croissant dans le financement des dettes d'États dans un contexte de globalisation financière et de larges déséquilibres des balances de paiement courantes. Le Japon, cependant, où l'essentiel de la dette reste détenu par les résidents, a fait figure d'exception notable.

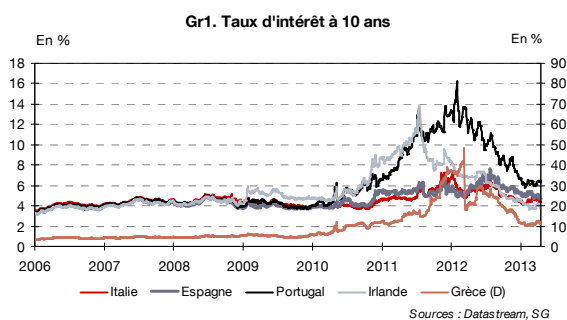
— Depuis l'éclatement de la crise, trois évolutions principales se sont faites jour : 1) des achats massifs de dette d'État domestique par les grandes banques centrales, 2) un mouvement de repli des investisseurs sur les dettes d'États considérées comme les plus sûres, et 3) un phénomène de « renationalisation » de la détention des dettes, particulièrement dans la zone euro.



**Audrey GASTEUIL-ROUGIER**  
 +33 1 57 29 52 26  
 audrey.gasteuil@socgen.com

Jusqu'à la fin des années 2000, les États des pays industrialisés n'ont eu aucune difficulté à financer leurs déficits auprès de leur secteur financier domestique ou sur les marchés internationaux de capitaux<sup>1</sup>.

Partout dans les grands pays développés, excepté au Japon, la décennie qui a précédé l'éclatement de la crise financière internationale a vu les investisseurs non-résidents<sup>2</sup> augmenter très substantiellement leur présence sur les marchés obligataires d'État. La demande croissante de titres publics des non-résidents (ou l'afflux net de capitaux) a contribué à la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et dans la zone euro. Les pays européens périphériques ont ainsi pu financer leurs dettes à des conditions beaucoup plus avantageuses que celles qui prévalaient avant l'adoption de l'euro. Mais, dans les années 2010, les crises grecque, irlandaise et portugaise et les difficultés de financement de l'Espagne et de l'Italie sont venues rappeler au monde la vulnérabilité des pays développés à un mouvement de défiance des investisseurs (graphique 1).



## EXPLOSION DES DETTES PUBLIQUES

Au lendemain de la Grande Crise de 2008, la mise en place de plans de soutien massifs à l'économie ou au secteur bancaire a entraîné une explosion des dettes publiques<sup>3</sup> (Encadré 1), donc des émissions obligataires souveraines. Entre 2007 et 2012, la dette brute<sup>4</sup> des administrations publiques est passée de

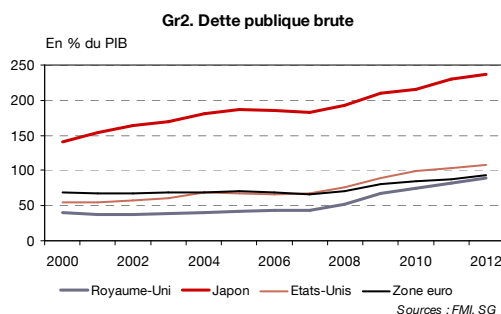
<sup>1</sup> Notons que nous avons choisi, dans cette note, de nous concentrer sur la zone euro dans son ensemble, sans traiter des pays individuels composant la zone euro, sauf de manière cursive. Pour plus de détails sur la détention des pays de la zone euro, se reporter à l'Econote n°13 « Le financement de la dette des États : vecteur de (dés-) intégration de la zone euro ? ».

<sup>2</sup> Souvent, les statistiques sur les détentions des non-résidents ne distinguent pas entre les intermédiaires et les détenteurs finaux.

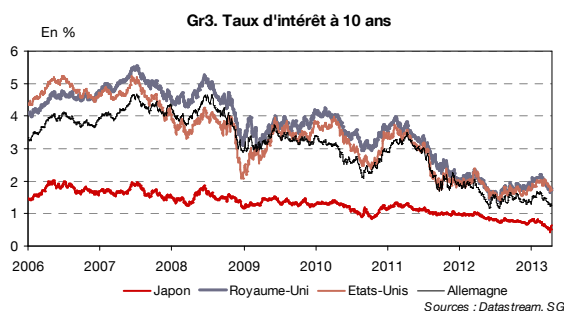
<sup>3</sup> La dette publique correspond à la dette de l'ensemble des administrations publiques, composées du gouvernement central (l'État), des États fédérés, des administrations locales et des organismes de Sécurité sociale.

<sup>4</sup> La dette publique brute désigne tous les engagements des administrations publiques qui requièrent un paiement futur d'intérêts et/ou de principal au créancier. La dette nette est la dette brute moins les dépôts et créances détenus par les administrations publiques (dépôts, placements à court-terme,

44 % à 88 % du PIB au Royaume-Uni, de 66 % à 94 % du PIB dans la zone euro<sup>5</sup>, de 67 % à 107 % du PIB aux États-Unis, et de 183 % à 236 % du PIB au Japon (graphique 2).



Depuis le début des années 2010, les taux des obligations d'État des pays « périphériques » de la zone euro ont explosé, tandis qu'ils ont baissé pour atteindre des planchers historiques au Japon, en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphiques 1 et 3).



La progression de l'offre de titres publics a, toutes choses égales par ailleurs, un effet haussier sur les taux d'intérêt à long terme, sauf à ce que la demande de titres augmente à due concurrence. La question aujourd'hui est donc de savoir si les principaux acquéreurs des dettes publiques sont prêts à absorber durablement un surcroît massif de titres publics sans exiger une prime de risque supplémentaire.

Nous nous intéresserons, dans cette note, à la détention<sup>6</sup> des titres de dette (par opposition aux

crédits et titres de créances négociables détenus sur des acteurs privés).

<sup>5</sup> La dette publique de la zone euro ressort donc aujourd'hui à des niveaux bien supérieurs au critère de convergence de Maastricht. Les critères de convergence ou « critères de Maastricht » (i.e. la dette publique brute ne doit pas excéder 60 % du PIB et le déficit public 3 % du PIB) doivent être respectés par les pays membres de l'union européenne dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance.

<sup>6</sup> La classification des détenteurs de dette publique utilise la définition large du secteur public au lieu des seules administrations publiques, c'est-à-dire incluant aussi les détentions des fonds publics de sécurité sociale, des entreprises publiques, des fonds de pension publics et de la banque centrale nationale.

prêts), ces derniers représentant la plus large partie du financement de la dette publique (Encadré 1). De plus, nous nous focalisons sur les titres de dette émis par le gouvernement central (excepté pour la zone euro dont

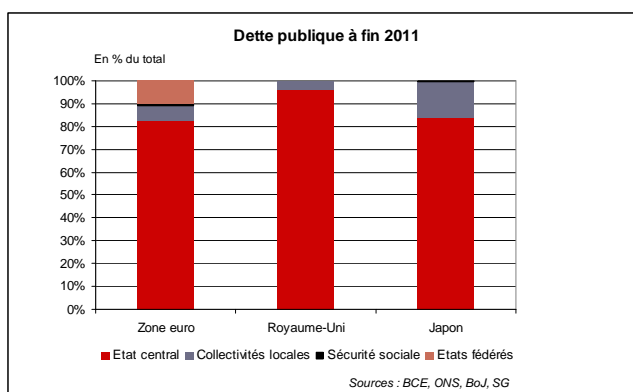
seules les données pour les administrations publiques sont disponibles): Gilt pour le Royaume-Uni, *Treasuries* pour les États-Unis et *JGB (Japanese Government Bonds)* pour le Japon.

### ENCADRÉ 1 – STRUCTURE DE LA DETTE PUBLIQUE

#### Par secteur

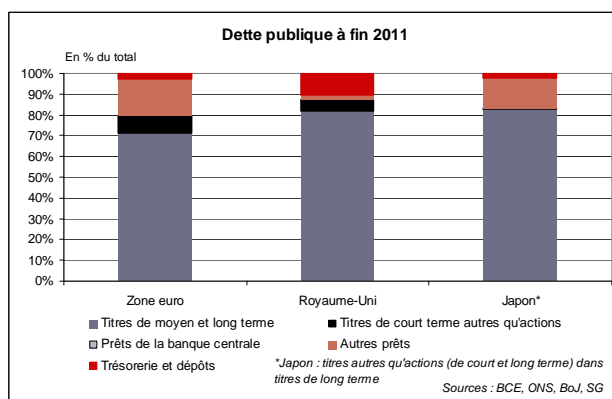
— Selon les concepts de la comptabilité nationale, la dette publique correspond à la dette du secteur des administrations publiques. Ces dernières comprennent les sous-secteurs suivants : l'État (gouvernement central), les États fédérés (aux États-Unis et en Allemagne), les administrations locales et les organismes de sécurité sociale.

— La dette du gouvernement central représente de très loin la plus grosse part de la dette publique (plus de 80 %).



#### Par instrument

— La dette des administrations publiques est composée principalement d'obligations à moyen-long terme.



#### Focus sur la dette publique fédérale des États-Unis

— La dette publique fédérale (USD 15 230 milliards fin 2011) est la dette émise par le Trésor et les autres organismes du gouvernement fédéral. Elle se décompose en deux parties :

- (i) la dette détenue en dehors du gouvernement fédéral (investisseurs non-résidents, investisseurs privés résidents, Fed, gouvernements locaux et fédérés) pour un montant de USD 10 450 mds fin 2011 et
- (ii) la dette détenue par des organismes appartenant au gouvernement fédéral pour USD 4 780 mds fin 2011 (notamment les *Federal Social Security and Medicare Trust Funds*).

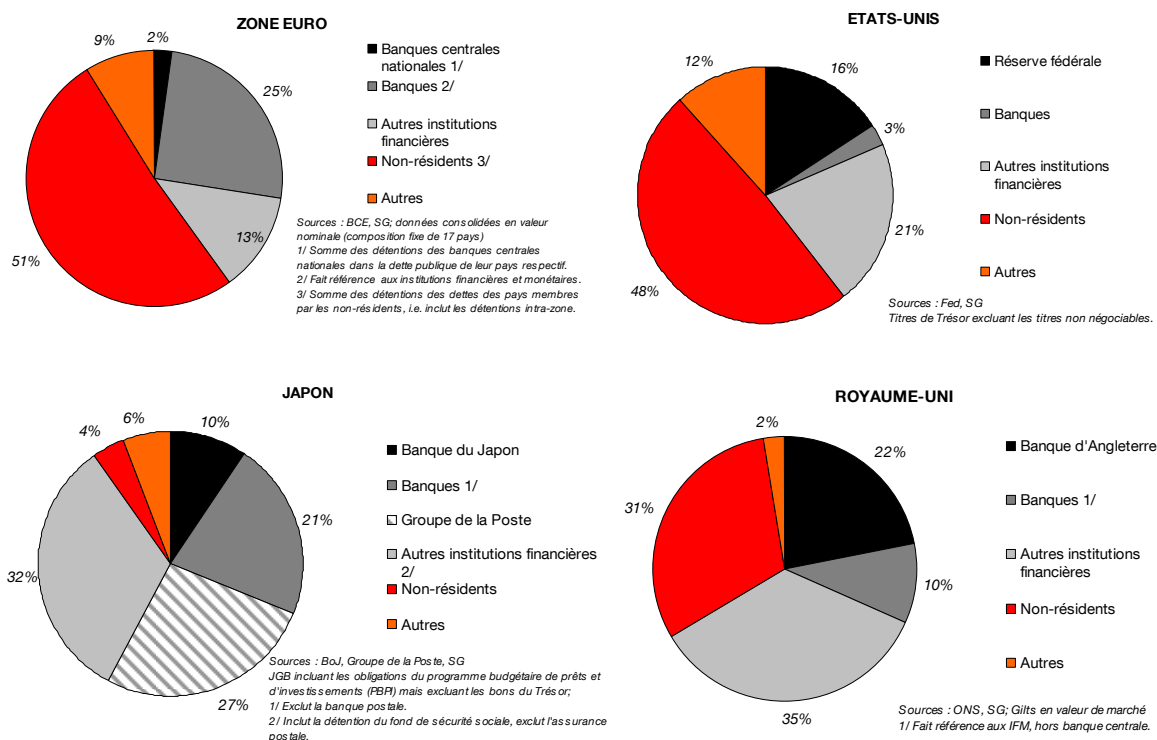
— Dans la note, nous nous intéressons à la seule dette d'État détenue en dehors du gouvernement fédéral.

## DE LA SITUATION EUROPÉENNE AU « MODÈLE » JAPONAIS

L'importance de l'internationalisation de la détention de la dette publique distingue très nettement la situation des pays de la zone euro de celle du Japon. Les non-résidents (y compris intra-zone euro) financent la moitié de la dette publique dans la zone euro, à comparer à seulement près de 5 % au Japon. La détention externe de la dette d'État est également importante aux États-Unis (plus de 45 %), alors qu'au Royaume-Uni, elle représente près d'un tiers du total (Encadré 2).

Il convient néanmoins de souligner que la détention de la dette publique de la zone euro par les non-résidents apparaîtrait moins élevée si l'on excluait de celle-ci la détention étrangère intra-zone. Les statistiques disponibles ne permettent toutefois pas de le faire directement. Néanmoins, elle peut être estimée indirectement à partir des données de dette externe : le taux de détention par les non-résidents hors zone euro s'élève à seulement 29 % fin 2011.

### ENCADRÉ 2 – DÉTENTION DES TITRES D'ÉTAT\* À FIN 2011\*\* (EN % DU STOCK TOTAL)



\* Excepté pour la zone euro où les données concernent les titres des administrations publiques.

\*\* Données à fin du T1 2012 pour le Japon en raison de la disponibilité des chiffres du Groupe postal.

**Note 1** : les données ont été compilées de façon à ce qu'elles soient au maximum comparables entre pays, mais des différences subsistent entre les sources nationales. Il n'existe pas de base centralisée avec les données harmonisées entre pays. Dans les graphiques, les « autres institutions financières » correspondent à l'ensemble des institutions financières en dehors des banques et de la banque centrale nationale (fonds de pension et sociétés d'assurance, sociétés d'investissement y compris OPCVM, etc...).

**Note 2** : les données sont comptabilisées en valeur nominale, excepté pour le Royaume-Uni où elles sont en valeur de marché. La valeur nominale est la valeur faciale des titres de dette ; les intérêts courus ne sont pas compris dans l'évaluation des instruments, ni les fluctuations du cours des titres. La valeur de marché est le prix des titres déterminé par les acheteurs et vendeurs sur le marché.

**Note 3** : la catégorie « autres » comprend les détentions des entreprises non financières, des ménages et les détentions par les administrations publiques<sup>7</sup> (excepté pour la zone euro où les données sont consolidées, c'est-à-dire excluent les éléments de passif d'une administration détenus par une autre administration publique).

<sup>7</sup> Nous disposons notamment des données de détention en titres d'État du fond public de sécurité sociale (seulement pour le Japon) et des collectivités locales (pour tous les pays hors zone euro).

Les ressorts de la plus ou moins grande détention étrangère de la dette publique sont divers. Un fort taux d'épargne privée nationale, tout comme l'existence de grands fonds de pension, favorisent la détention interne de la dette d'État. *A contrario*, l'appartenance à une union monétaire ou l'émission de dettes libellées dans une monnaie de réserve internationale sont propices à l'internationalisation de la base des créanciers.

### UN FINANCEMENT INTERNATIONALISÉ DE LA DETTE

Les pays de la zone euro et les États-Unis sont ceux où la détention de leurs dettes d'État est la plus internationalisée (tableau 1).

TABLEAU 1. DETENTION DE TITRES D'ÉTAT À FIN 2011

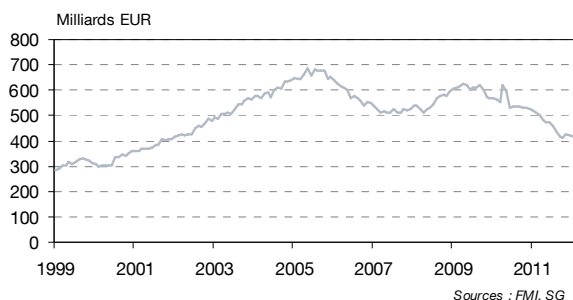
En % du total	Etats-Unis	Japon	Royaume-Uni	Zone euro*
Résidents	52	93	69	49
Non-résidents	48	7	31	51**
Dont secteur "officiel" ***	35	2	5	17

\* Somme des détentions des pays de la zone; titres des administrations publiques  
 \*\* Y compris intra-zone Sources : Fed, BCE, BoJ, ONS, Andritzky (2012) [1]  
 \*\*\* Banques centrales et administrations publiques  
 [1] Jochen R. Andritzky, Juin 2012, "Government Bonds and their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?", FMI WP.

L'internationalisation de la détention de la dette publique des pays développés s'est opérée sous l'effet de deux mouvements principaux :

- Un mouvement d'intégration financière au cours de la période précédant la crise qui a encouragé la diversification internationale des portefeuilles et de larges détentions transfrontalières. Ce mouvement a été considérablement renforcé dans la zone euro par l'adoption de la monnaie unique, d'où un niveau extrêmement élevé de diversification intra-européenne de la détention de la dette publique (graphique 4).
- Les déséquilibres internationaux des comptes courants et l'accumulation associée de réserves de change par les banques centrales étrangères, essentiellement investies en titres émis par les États.

Gr4. Détention transfrontalière de dette publique de la zone euro par les banques de la zone



### Zone euro : des évolutions récentes divergentes dans la détention par les non-résidents intra et hors zone euro

Fin 2011, la part des non-résidents dans le financement de la dette publique des pays de la zone euro ressortait à 51 %, contre 22 % en 1995. À noter que pour chaque État membre de la zone euro, les détenteurs appartenant aux autres pays membres sont considérés comme des non-résidents. Au cours de la dernière décennie, ce sont les petits pays émetteurs (Portugal, Grèce) qui ont vu la part des non-résidents dans le financement de leur dette augmenter le plus fortement.

La création de la monnaie unique s'est traduite par une forte augmentation de la détention transfrontalière des dettes publiques au sein de la zone euro :

- Avant l'introduction de l'euro : les investisseurs domestiques achetaient, pour l'essentiel, des obligations d'État nationales en monnaie locale puisqu'elles ne présentaient pas de risque de change et étaient dans la même devise que celles de leur passif.
- Au début de l'euro : avec l'élimination du risque de change, les investisseurs obligataires ont pu élargir leur univers d'investissement aux titres émis par les autres États de la zone (le plus souvent au prorata de la taille des dettes en question). Ainsi, les détentions croisées ont fortement augmenté.

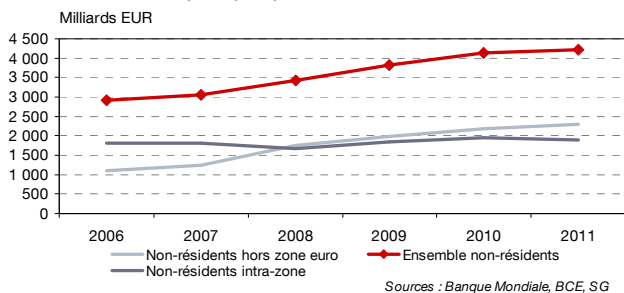
On peut estimer, à partir des données de détention de dette publique de la BCE et de dette externe du secteur public de la Banque Mondiale, la décomposition entre les détenteurs non-résidents intra-zone et ceux non-résidents hors zone euro. Durant les premières années de l'euro et ceci jusqu'en 2008, l'augmentation de la détention étrangère des dettes publiques de la zone euro a été principalement le fait des non-résidents intra-zone euro (c'est-à-dire résidant dans les autres pays de la zone euro). Toutefois, la crise s'est traduite par un mouvement de renationalisation de la détention des dettes publiques au sein de la zone euro (graphique 5), du fait notamment que les investisseurs des pays du « cœur » ont fortement réduit leur exposition aux pays de la « périphérie »<sup>8</sup>. D'où un repli du taux de détention par les non-résidents intra-zone euro, qui est passé de plus de 30 % en 2006 à 22 % en 2011 (graphique 6).

En revanche, le taux de détention par les non-résidents hors zone euro a continué de s'accroître (de moins de 20 % en 2006 à 29 % en 2011) et il est donc désormais plus élevé que celui par les non-résidents intra-zone

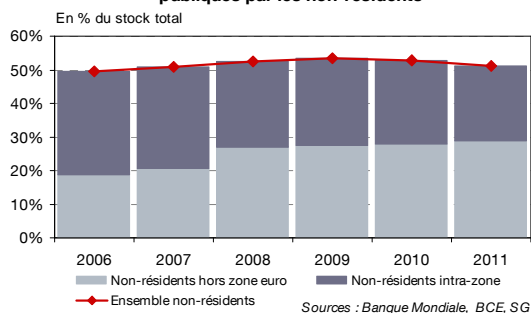
<sup>8</sup> Voir l'Econote n°13 « Le financement de la dette des États : vecteur de (dés-) intégration de la zone euro ? ».

euro (graphique 6). Il convient de souligner que cette détention par les non-résidents hors zone euro concerne plus particulièrement les dettes émises par les grands Etats du « cœur » de la zone euro (Allemagne et France), ce qui peut expliquer pourquoi elle n'a pas été affectée par la crise touchant plus particulièrement les Etats de la « périphérie ».

Gr5. Zone euro : détention des titres des administrations publiques par les non-résidents



Gr6. Zone euro : détention des titres des administrations publiques par les non-résidents



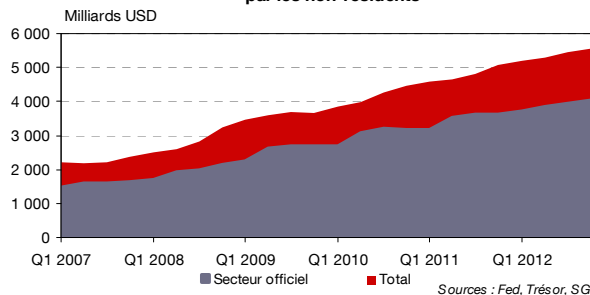
Au total, la crise des dettes publiques dans la périphérie de la zone euro a confirmé, si besoin était, que les investisseurs non-résidents étaient souvent les premiers à vendre leurs titres et constituaient donc une source de financement plus instable. Il convient toutefois de souligner que ces mouvements ont concerné d'abord et avant tout les détentions transfrontalières à l'intérieur de la zone euro. La zone euro considérée dans son ensemble apparaît de ce point de vue moins vulnérable : d'une part, le taux de détention par les non-résidents hors zone euro a continué d'augmenter durant la crise ; d'autre part, ce taux reste moins élevé que celui observé aux Etats-Unis et même qu'au Royaume-Uni. Ceci reflète le fait que la zone euro considérée dans son ensemble dispose d'une épargne privée interne relativement élevée qui lui permet d'équilibrer sa balance courante.

### États-Unis : importance de la détention par les banques centrales étrangères

Aux États-Unis, la part des non-résidents dans le financement de la dette fédérale ressortait à 48 % fin 2011, contre 31 % début 1998. Depuis 2002, c'est le secteur « officiel »<sup>9</sup> qui représente la plus grosse part

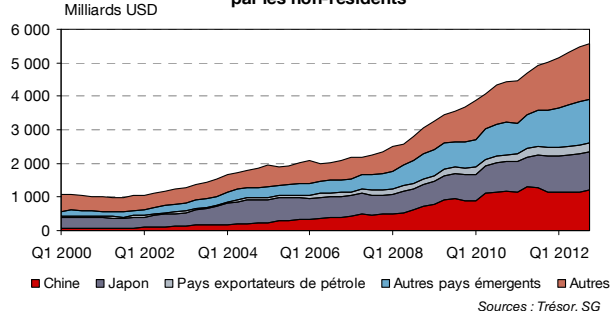
de la détention non-résidente - à hauteur de 78 % aujourd'hui (graphique 7). Ceci s'explique par l'envolée des réserves de change accumulées par les banques centrales des économies émergentes, qui sont principalement investies en bons de Trésor américains du fait du rôle de monnaie de réserve internationale du dollar. Ces achats de titres par les banques centrales étrangères ont contribué à la baisse des taux d'intérêt à long terme américains.

Gr7. Détention des titres de Trésor américain par les non-résidents



La Chine et le Japon sont les deux plus gros détenteurs de titres de dette d'État américain, représentant à eux deux près de la moitié de la détention étrangère totale. Les achats massifs de *Treasuries* par la Chine s'expliquent avant tout par la politique d'arrimage du taux de change du yuan chinois au dollar. Depuis 2007, la détention de la Chine en *Treasuries* a été pratiquement multipliée par 3 et celle du Japon a doublé. Mais les détentions des autres pays asiatiques et des pays du Moyen-Orient ont rapidement augmenté ces dernières années (graphique 8).

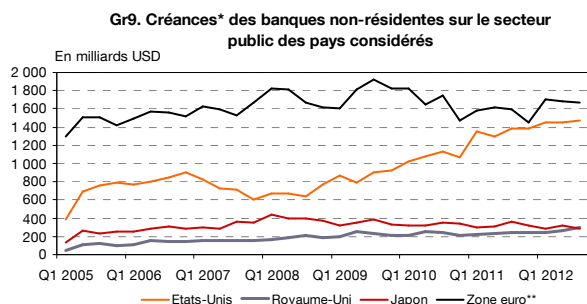
Gr8. Détention des titres de Trésor américain par les non-résidents



Parmi les non-résidents non « officiels », les banques ont fortement accru leurs achats de *Treasuries* : leurs créances sur le secteur public (administrations publiques et banque centrale nationale) américain ont plus que doublé depuis fin 2007, à la différence des autres zones où les créances des banques étrangères sont restées globalement stables (graphique 9). On peut estimer que les banques non-résidentes (recensées par la BRI) détiennent autour de 10 % de la dette publique américaine fin 2011. Ce sont notamment les banques japonaises et britanniques qui sont les plus importantes créancières.

<sup>9</sup> Source : US Treasury International Capital (TIC).





\* Prêts et titres de dette; secteur public : administrations publiques et banque centrale  
 \*\* Somme des créances des banques non-résidentes sur l'ensemble des pays membres de la zone euro Sources : BRI, SG

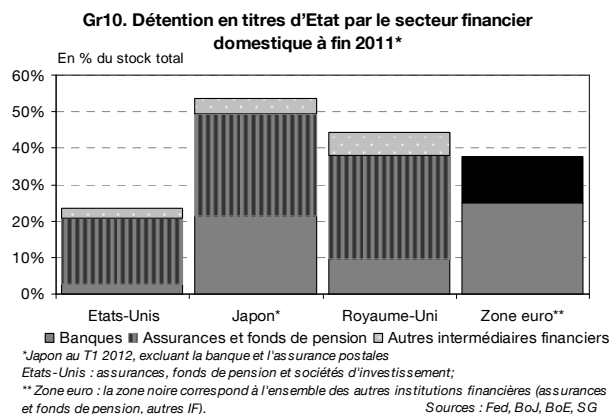
Du côté national, les banques américaines ne détiennent que 3 % de la dette fédérale. Pour autant, si l'on prend en compte, en sus des *Treasuries*, les titres des agences gouvernementales (GSE, *Government-Sponsored Enterprises*)<sup>10</sup>, lesquels sont non comptabilisés dans la dette fédérale (même si ces agences bénéficient de la garantie publique), la part détenue par les banques dans la dette d'État et des agences ressort à 12 % du stock total à fin 2011. Il convient également de souligner le rôle relativement important, et croissant depuis la crise, des ménages américains dans la détention de *Treasuries* (11 % du total fin 2011).

Pour la dette publique américaine, l'enjeu principal est la pérennité du statut de monnaie de réserve internationale du dollar. Si les non-résidents décidaient de diversifier leurs portefeuilles, ou devaient soudainement arrêter leurs achats de *Treasuries*, il pourrait en résulter de fortes pressions à la baisse sur le dollar et à la hausse sur les taux d'intérêt obligataires américains, avec des retombées potentiellement déstabilisatrices sur les équilibres budgétaires et financiers du pays.

### UN FINANCEMENT NATIONAL DE LA DETTE

Au Japon et au Royaume-Uni, l'essentiel des titres d'État est détenu par les résidents (à hauteur de respectivement 96 % et 69 % du stock total). Il convient néanmoins de noter qu'au Japon, la détention de titres d'État par les non-résidents a augmenté de 40 % entre début 2010 et fin 2012 (néanmoins, la part de détention dans le total reste extrêmement faible), en raison de l'attrait des investisseurs internationaux pour la détention de yens (et non pour les faibles rendements) face aux inquiétudes pesant sur l'économie européenne. L'arrivée d'un nouveau gouvernement en décembre 2012 favorable à une dépréciation de la monnaie nippone, et une politique monétaire davantage expansionniste risquent toutefois de remettre en cause cette tendance.

Le secteur financier domestique (banques, fonds de pension et sociétés d'assurance, sociétés d'investissement et autres intermédiaires financiers) est un très gros détenteur de titres publics (plus de 50 % de l'encours fin mars 2012, hors Groupe Postal) et au Royaume-Uni (45 % fin 2011), comparativement à la zone euro (37 % fin 2011) et aux États-Unis (24 % fin 2011). En particulier, les assurances et fonds de pension résidents détiennent à eux-seuls une part importante de la dette d'État nationale (28 % au Japon, 25 % au Royaume-Uni, à comparer avec 18 % aux États-Unis et 13 % dans la zone euro) (graphique 10).



### Japon : la prépondérance du secteur financier domestique

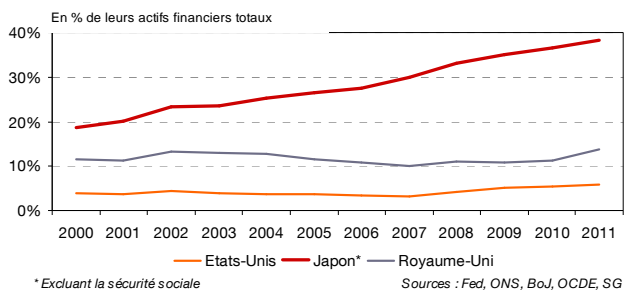
La forte aversion au risque des ménages japonais (et leur « *home bias* ») conjuguée à l'excédent d'épargne du secteur privé sur l'investissement national soutient la très faible internationalisation de la base de créanciers de l'État japonais. Les ménages japonais sont très friands des titres publics non risqués qu'ils détiennent pour l'essentiel *via* les banques, la Poste, les fonds de pension et les compagnies d'assurance-vie. Au Japon, les banques et investisseurs institutionnels (assurances et fonds de pension) ont donc continuellement financé la hausse de l'endettement—abyssal—de l'État. Fin mars 2012, la dette d'État japonais était détenue à hauteur de plus de 50 % par les institutions financières et, en intégrant la Poste, à près de 80 % de l'encours total (Encadré 2).

La détention par les compagnies d'assurance et fonds de pension présente généralement une plus grande stabilité que celle des banques en raison de la nécessité pour eux de couvrir leurs passifs par des investissements à long terme.

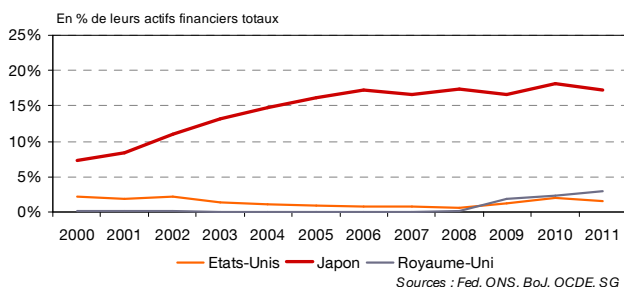
<sup>10</sup> Les GSE (*Federal Home Loan Banks -FHLB, Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae*) refinancent les prêts immobiliers aux États-Unis.

Fin 2011, les titres d'État représentaient au Japon près de 40 % des actifs financiers totaux des assurances et fonds de pension (contre 12 % au Royaume-Uni et 6 % aux États-Unis) (graphique 11). Les banques japonaises ont également une exposition importante au risque souverain, avec près de 20 % de leurs actifs investis dans des titres d'État (contre 3 % au Royaume-Uni et 2 % aux États-Unis, mais 12,5 % du bilan des banques américaines si l'on ajoute les titres des agences gouvernementales) (graphique 12). Le groupe de la Poste constitue le 1<sup>er</sup> détenteur de la dette souveraine japonaise avec près d'un tiers du total. Jusqu'en 2007, la banque et l'assurance postales (qui ont fusionné en octobre 2007 pour former le groupe de la Poste) n'étaient pas assujetties aux mêmes réglementations (i.e. la FSA japonaise ou *Japan Financial Services Authority*) que les autres institutions financières. En échange, les fonds qu'elles détenaient devaient être investis dans des actifs « sûrs », en premier lieu les JGBs. Aujourd'hui, les banques domestiques (y compris la banque postale) détiennent près de 40 % de la dette japonaise, une proportion beaucoup plus élevée que dans les autres pays industrialisés. Ceci s'explique par l'afflux important des dépôts bancaires des ménages nippons, qui sont investis largement dans les JGBs du fait de la faiblesse du crédit.

Gr11. Détention de titres d'Etat par les assurances et fonds de pension privés domestiques



Gr12. Détention de titres d'Etat par les banques domestiques



Le rôle essentiel joué par le secteur financier domestique dans le financement de la dette d'État s'explique avant tout par des facteurs structurels liés à la forte épargne financière privée interne (reflétée dans les excédents courants du pays). Mais il résulte également des contraintes de couverture du passif des

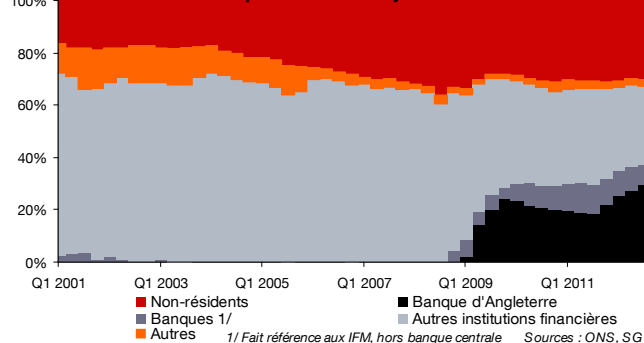
investisseurs japonais liées au change (tout comme au Royaume-Uni et aux États-Unis)<sup>11</sup>.

### Royaume-Uni : une forte demande en titres d'État des assurances et fonds de pension domestiques

Au Royaume-Uni, le secteur financier domestique est le 1<sup>er</sup> détenteur de Gilts avec 45 % du stock total fin 2011, la part des assurances et fonds de pension s'élevant à 25 %, celle des banques à 10 % et celle des autres intermédiaires financiers à 10 %. L'existence au Royaume-Uni de grands fonds de pension alimente une forte demande nationale de titres d'État. En outre, le contexte de baisse des taux d'intérêt (renchérissement du passif) et de médiocre performance des actions a poussé beaucoup de fonds de pension à revoir leur allocation d'actifs au profit des obligations à long terme. Les sociétés d'assurance sont également de grands détenteurs de Gilts, pour répondre aux besoins d'adossement de leurs engagements.

Les assureurs et fonds de pension et, phénomène nouveau, les banques (bien que dans une moindre mesure) ont participé au financement de la forte progression de la dette publique britannique depuis la crise (graphique 13). Anticipant les changements réglementaires à venir, les banques anglaises ont massivement augmenté leurs achats d'actifs liquides « *high quality* » depuis 2008, principalement sous la forme de titres d'État. Le Royaume-Uni a été précurseur des règles de liquidité pour les banques leur imposant de détenir un coussin d'actifs liquides et sans risque constitué de titres de qualité élevée. Les accords de Bâle III de décembre 2010 sont allés dans le même sens avec la création des ratios de liquidité. A noter toutefois que, depuis 2009, la part de la dette de l'État détenue par les institutions financières résidentes a diminué. Ceci s'explique par l'arrivée soudaine d'un gros acheteur : la banque d'Angleterre dans le cadre de sa politique de « *quantitative easing* ».

Gr13. Détention de la dette d'Etat par secteur au Royaume-Uni



<sup>11</sup> Dans la zone euro, il n'y a pas ces contraintes dans le bilan des agents du fait de l'arbitrage entre les différentes dettes en euro.



## LA « GRANDE CRISE » A MODIFIÉ LES RESSORTS DE LA DEMANDE DE TITRES DE DETTE D'ÉTAT

Depuis l'éclatement de la crise financière mondiale, la demande de titres publics a répondu à de nouvelles préoccupations. Dans un contexte de dégradation marquée des finances publiques depuis 2008, les banques centrales au Royaume-Uni et aux États-Unis sont intervenues massivement *via* leurs politiques monétaires quantitatives sur leurs marchés de dettes d'État. Parallèlement, on a observé un mouvement de fuite vers la sécurité des investisseurs non-résidents, les dettes publiques américaine et allemande (notamment) jouant alors le rôle de valeur refuge. Plus récemment, un phénomène de « renationalisation » de la détention des dettes publiques dans la zone euro s'est fait jour. Les nouvelles réglementations prudentielles poussent également les institutions financières à détenir davantage de titres liquides de haute qualité. En outre, les pays émergents n'émettent encore que peu de dettes liquides et n'ont donc pas d'autres alternatives que d'investir leurs réserves de change dans les titres gouvernementaux émis dans les économies développées.

## UNE PARTICIPATION ACCRUE DES BANQUES CENTRALES

Après l'éclatement de la « Grande Crise », la Réserve Fédérale (Fed) et la Banque d'Angleterre, à la différence du Système européen des banques centrales (SEBC incluant la BCE et les banques centrales nationales des pays de la zone euro), ont joué un rôle important dans le financement de la dette publique domestique dans le cadre de mesures non-conventionnelles (tableau 2). Ne pouvant plus guère baisser leurs taux d'intérêt directs déjà proches de zéro, elles ont cherché à accroître la taille de leur bilan en achetant des titres souverains. La Banque du Japon, quant à elle, est intervenue régulièrement sur le marché de la dette souveraine depuis mars 2001, date à laquelle elle a mis en place le « *quantitative easing* » : jusqu'en 2005, sa part dans la détention de titres de dette d'État est restée stable, autour de 15 %, puis elle a baissé jusqu'en 2009 (du fait de la fin du programme massif d'achats d'obligations d'État en 2006), pour ensuite augmenter légèrement (à 9 % du total fin 2011), à la suite de la reprise de mesures non-conventionnelles (graphique 14).

**TABLEAU 2 – MESURES NON-CONVENTIONNELLES DE POLITIQUE MONÉTAIRE EN MATIÈRE DE DETTES PUBLIQUES**

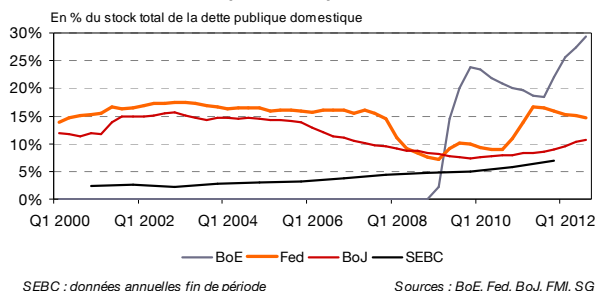
<b>Réserve Fédérale</b>	<p>Politique d'assouplissement quantitatif en trois cycles :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- à partir de mars 2009, achat de \$1 750 milliards d'actifs au total (MBS, dette des agences Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae et \$300 mds de titres longs du Trésor);</li> <li>- à partir de novembre 2010, achat de \$600 mds d'obligations du Trésor;</li> <li>- à partir de septembre 2012, achats mensuels pour \$40 mds d'actifs immobiliers titrisés et à partir de début 2013, nouveau programme d'achats de titres du Trésor pour \$45 mds/mois.</li> </ul> <p>Opération <i>Twist</i> (vente ou remboursement de \$667 mds de titres de dette court-terme pour acheter des titres longs) de septembre 2011 à fin 2012.</p>
<b>Banque du Japon</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Programme quantitatif, d'octobre 2010 à mars 2013, de ¥101 000 mds au total (soit près de 21 % du PIB), dont ¥44 000 milliards de JGBs. En plus de ce programme, la BoJ achète régulièrement, depuis 2001, des JGBs (pour ¥21 600 mds par an depuis mars 2009).</li> <li>- A partir d'avril 2013, nouveau programme quantitatif avec pour objectif de doubler en deux ans la base monétaire (passant de ¥138 000 milliards fin 2012 à ¥270 000 milliards fin 2014) <i>via</i> le doublement des achats de JGBs (de ¥89 000 mds à ¥190 000 mds) et la hausse des achats d'actifs plus risqués. La gamme des JGBs achetés a été élargie à toutes les maturités.</li> </ul>
<b>Banque d'Angleterre</b>	Programme quantitatif de rachats d'actifs (APF, <i>Asset Purchase Facility</i> ) depuis mars 2009, augmenté à six reprises, totalisant £375 milliards (soit 25 % du PIB), constitué majoritairement de Gilts.
<b>Banque Centrale Européenne</b>	<p>Programme de rachats d'emprunts d'États membres de la zone (<i>Securities Markets Programme</i>) lancé en mai 2010, totalisant €211,5 milliards (interventions stérilisées) et arrêté avec la mise en place de l'OMT.</p> <p>Programme OMT (Opérations Monétaires sur Titres), dévoilé en septembre 2012, de rachat illimité d'obligations d'États sur les marchés secondaires (pour les États ayant demandé l'aide des fonds européens FESF/MES). Pas encore d'achat au titre de ce programme.</p>

Le rythme d'achats d'actifs de la Fed s'est accéléré lors de son 2<sup>e</sup> cycle de *quantitative easing*. La Fed est ainsi devenue le premier acheteur de *Treasuries* sur le marché secondaire, tandis que les achats des autres investisseurs, tels que les banques centrales étrangères, ralentissaient. La part de la Fed dans la

détention de la dette fédérale a ainsi atteint plus de 15 % fin 2011. L'opération *Twist* a été introduite pour faire baisser les taux longs et assouplir les conditions financières afin de soutenir la croissance ; elle consistait à acheter des obligations longues du Trésor, tout en vendant des obligations courtes. Par cette

opération, la maturité des actifs détenus au bilan de la Fed a donc été allongée.

**Gr14. Encours d'obligations domestiques d'État détenu par les banques centrales**



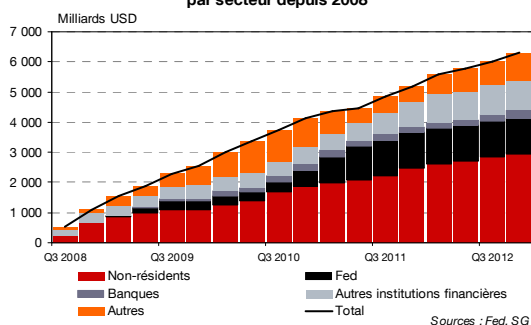
La politique d'assouplissement quantitatif menée par la Banque d'Angleterre est encore plus spectaculaire que celle de la Fed : depuis mars 2009, le portefeuille de Gilts de la Banque d'Angleterre a été rapidement et considérablement accru, à la fois, en termes de montant absolu et de part de marché (passant de 0 % fin 2008 à 14 % du total de l'encours au T2 2009). Fin 2011, la part de dette d'État domestique détenue par la Banque d'Angleterre ressortait à 22 %, devant la Fed (16 %) et loin devant la Banque du Japon (8 %) et l'Eurosystème (7 %) (graphique 14).

Les achats de titres d'État par les banques centrales ont permis le financement d'une augmentation considérable des dettes américaine et britannique depuis 2008 sans tension sur les taux d'intérêt.

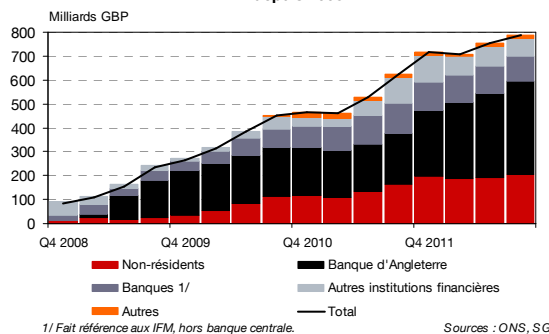
### FUITE VERS LA SÉCURITÉ

La crise financière internationale, et plus encore la crise de la dette européenne, ont engendré une forte aversion au risque, ce qui a conduit les non-résidents à reporter leurs investissements sur les titres d'État perçus comme étant les plus sûrs (fuite vers la qualité). Le Royaume-Uni, l'Allemagne et les États-Unis sont ainsi devenus particulièrement attractifs aux yeux des investisseurs internationaux, comme en témoigne la baisse de leurs taux obligataires depuis 2011. Outre les banques centrales britannique et américaine, ce sont les non-résidents qui ont financé la forte hausse récente de la dette des États-Unis, du Royaume-Uni et de la zone euro dans son ensemble (graphiques 15 et 16).

**Gr15. Détention des titres de Trésor américain par secteur depuis 2008**



**Gr16. Détention de Gilts par secteur depuis 2008**



### UNE « RENATIONALISATION » DES ACHATS DE TITRES PUBLICS DANS LA ZONE EURO

Plusieurs raisons expliquent le phénomène de repli des investisseurs sur leur marché national depuis la crise :

- les craintes sur la solvabilité des pays périphériques de la zone à la suite de la restructuration de la dette publique grecque ;
- le « risque de convertibilité » : le risque de la sortie d'un ou plusieurs pays de la zone qui impliquerait un retour des États emprunteurs à leur monnaie nationale avec un risque de dépréciation.

De plus, les deux opérations de refinancement à plus long terme (*Long-Term Refinancing Operation* ou LTRO) de la BCE, mises en œuvre en décembre 2011 et février 2012, ont conduit les banques commerciales de la zone euro à augmenter leur détention de titres publics nationaux. Les banques ont, en effet, massivement eu recours à la liquidité de la BCE pour acheter des titres publics domestiques, bénéficiant ainsi d'un « carry » favorable.

Par ailleurs, l'Italie a cherché à accroître le montant de sa dette publique souscrite directement par les épargnants individuels. La tentation est ainsi grande chez beaucoup de pays de la zone euro de « renationaliser » la détention de leur dette publique. Cette voie serait toutefois contreproductive pour plusieurs raisons. Tout d'abord, cela conduirait à une fragmentation des marchés de dette publique de la zone euro, qui réduirait fortement les bénéfices de l'union monétaire en termes d'intégration financière. Ensuite, cette « renationalisation » renforcerait encore le cercle vicieux entre risque souverain et risque bancaire au niveau national. Enfin et surtout, à l'exception de l'Allemagne et de quelques autres pays du Nord, la plupart des économies de la zone euro ont une position extérieure nette négative : elles ne peuvent donc se transformer en « petits Japon » qui financeraient leur dette publique à partir de leur seule épargne nationale.

## **VERS UNE NOUVELLE CARTOGRAPHIE ?**

Depuis l'éclatement de la crise, trois évolutions conjointes se sont faites jour : (1) une « renationalisation » de la détention de la dette publique, en particulier dans la zone euro, (2) une accumulation de la dette publique dans le bilan des banques centrales (États-Unis, Royaume-Uni, Japon) et (3) une accumulation de la dette publique domestique dans le bilan des institutions financières, notamment au Japon.

Mais ces tendances ne sont pas tenables sur le long terme. Premièrement, comme déjà indiqué, les politiques de renationalisation de la détention de la dette publique touchent vite leurs limites dans les pays qui ne disposent pas d'une abondante épargne intérieure. Deuxièmement, un excès d'accumulation de titres gouvernementaux dans le bilan des banques centrales risque de restreindre les marges de manœuvre futures des politiques monétaires et de déboucher tôt ou tard sur une nette accélération de l'inflation. Enfin, la détention de dette publique nationale par les institutions de crédit domestiques renforce le risque d'un cercle vicieux entre risque souverain et risque bancaire.

Même dans un pays comme le Japon, où la dette publique était jusqu'ici quasi-intégralement financée par de l'épargne intérieure, certains risques commencent à se dessiner. En effet, les investisseurs domestiques qui constituent les détenteurs structurellement majoritaires de la dette publique nipponne, pourraient rechercher davantage de rendement en se reportant sur des actifs à l'étranger (plus risqués). De plus, l'évolution de la structure démographique du pays, avec l'accélération des départs à la retraite, devrait, à plus long terme, entraîner une diminution de l'épargne nationale à mesure que les personnes âgées puisent dans les réserves accumulées tout au long de leur vie. Aussi la demande domestique directe ou indirecte (*via* les intermédiaires financiers) d'obligations d'État devrait-elle diminuer, notamment de la part des ménages friands d'épargne liquide à court terme (55 % de leurs actifs totaux aujourd'hui, contre 14,5 % aux États-Unis). Ce risque ne pourrait, toutefois, se matérialiser que graduellement. La réalisation d'un tel scénario aboutirait à une plus forte détention internationale de la dette publique japonaise, susceptible d'entraîner une hausse des taux d'intérêt (et donc de la charge de la dette), qui pourrait rendre la dette de l'État plus difficilement « soutenable ».

Au final, la situation actuelle qui combine, d'un côté, un excès de demande en faveur des obligations émises par les États considérés comme les plus sûrs et, de l'autre, des politiques de « répression financière » par les autres États (canalisation de l'épargne nationale vers le financement de leur dette publique) constitue un équilibre instable.



## NUMÉROS PRÉCÉDENTS ECONOTE

---

- N°1 – Le dollar : la monnaie des américains, leur problème ?**  
*Benoît HEITZ (31 mars 2011)*
- N°2 – Vers un décollage africain ?**  
*Clément GILLET (10 mai 2011)*
- N°3 – États-Unis : États fédérés et collectivités locales, un frein à la reprise économique**  
*Clémentine GALLES, Kim MARCH (9 juin 2011)*
- N°4 – Chine : l'internationalisation sans convertibilité du renminbi**  
*Sopanha SA, Meno MIYAKE (Décembre 2011)*
- N°5 – L'ajustement letton est-il un bon exemple pour les pays de la périphérie de la zone euro ?**  
*Anna SIENKIEWICZ, Ariel EMIRIAN (Janvier 2012)*
- N°6 – Royaume-Uni : Retour du spectre de l'inflation ?**  
*Marc-Antoine COLLARD (Février 2012)*
- N°7 – Chine : Investissements directs à l'étranger : beaucoup de bruit pour rien**  
*Sopanha SA, Meno MIYAKE (Mai 2012)*
- N°8 – Turquie : Une politique monétaire atypique mais dépendante**  
*Régis GALLAND (Juillet 2012)*
- N°9 – Le «Quantitative Easing» britannique : plus d'inflation mais pas plus d'activité ?**  
*Benoît HEITZ (Juillet 2012)*
- N°10 – Marché immobilier et politiques macro-prudentielles : le Canada est-il synonyme de réussite ?**  
*Marc-Antoine COLLARD (Août 2012)*
- N°11 – Zone euro : une crise unique**  
*Marie-Hélène DUPRAT (Septembre 2012)*
- N°12 – La performance à l'exportation de l'Allemagne : analyse comparative avec ses pairs européens**  
*Marc FRISO (Décembre 2012)*
- N°13 – Le financement de la dette des États : vecteur de (dés-)intégration de la zone euro ?**  
*Léa DAUPHAS, Clémentine GALLÈS (février 2013)*
- N°14 – Chine : Prix immobiliers : l'arbre ne doit pas cacher la forêt**  
*Sopanha SA (avril 2013)*
- N°15 – Chine : Débat sur la croissance**  
*Olivier DE BOYSSON, Sopanha SA (avril 2013)*

# DÉPARTEMENT DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

## CONTACTS

**Olivier GARNIER**

Chef économiste du Groupe  
+33 1 42 14 88 16  
olivier.garnier@socgen.com

**Olivier de BOYSSON**

Adjoint et chef économiste Pays  
Émergents  
+33 1 42 14 41 46  
olivier.de-boysson@socgen.com

**Marie-Hélène DUPRAT**

Conseiller auprès du chef économiste  
+33 1 42 14 16 04  
marie-helene.duprat@socgen.com

**Ariel EMIRIAN**

Études risques-pays / Pays CEI  
+33 1 42 13 08 49  
ariel.emirian@socgen.com

**Clémentine GALLÈS**

Études macro-financières / États-Unis  
+33 1 57 29 57 75  
clementine.galles@socgen.com

**Benoît HEITZ**

Prévisions économiques mondiales /  
zone euro et Europe  
+33 1 58 98 74 26  
benoit.heitz@socgen.com

**Constance BOUBLIL**

Europe centrale et du sud-est  
+33 1 42 13 08 29  
constance.boublil@socgen.com

**Marc-Antoine COLLARD**

Pays du Golfe, Amérique Latine,  
Matières Premières  
+33 1 57 29 62 28  
marc-antoine.collard@socgen.com

**Marc FRISO**

Zone euro, Europe du nord et Afrique  
Subsaharienne  
+33 1 42 14 74 49  
marc.friso@socgen.com

**Régis GALLAND**

Bassin Méditerranéen et Asie Centrale  
+33 1 58 98 72 37  
regis.galland@socgen.com

**Audrey GASTEUIL-ROUGIER**

OCDE hors zone euro et Études macro-  
financières  
+33 1 57 29 52 26  
audrey.gasteuil@socgen.com

**Sopanha SA**

Asie  
+33 1 58 98 76 31  
sopanha.sa@socgen.com

**Isabelle AIT EL HOCINE**

Assistante  
+33 1 42 14 55 56  
isabelle.ait-el-hocine@socgen.com

**Valérie TOSCAS**

Assistante  
+33 1 42 13 18 88  
valerie.toscas@socgen.com

**Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD**

Documentaliste  
+33 1 42 14 46 45  
sigrid.millereux-beziaud@socgen.com

**Société Générale | Direction des Risques**

**Département des Études Économiques | 75886 PARIS CEDEX 18**

**[www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques](http://www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques)**

**Tél : +33 1 42 14 55 56 — Tél : +33 1 42 13 18 88 – Fax : +33 1 42 14 83 29**

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux seuls, mais ne dispense pas ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.