

## Le réel danger d'une bulle obligataire

**Les taux d'intérêt sur les obligations d'État à long terme ont connu une baisse exceptionnelle ces derniers mois dans les pays du G7, pour s'établir, à 10 ans, à 2,5 % aux États-Unis et en France, et seulement à 2,14 % en Allemagne ou 0,91 % au Japon. Reste à savoir si le marché obligataire anticipe correctement l'avenir ou bien s'il se trompe sur les scénarios économiques à venir...**



Cette baisse des taux est paradoxale, alors que les gouvernements et les marchés vivent depuis le printemps dans la hantise des déficits publics hérités de la crise et des dettes accumulées. Les investisseurs, devant la dégradation de la solidité financière des États débiteurs, auraient dû réclamer une plus forte rémunération de leur épargne. Les volumes d'émissions obligataires (multipliés par 7 depuis 2007 pour les pays du G7, selon l'OCDE) auraient pu saturer le marché - entraînant une baisse des prix des obligations, se traduisant automatiquement par une hausse des taux. Mais les craintes d'insolvabilité des États se sont cristallisées sur quelques victimes expiatoires (la Grèce principalement, dont les taux à 10 ans dépassent 11 %). Les principaux pays industriels ont, au contraire, bénéficié d'une baisse des taux de plus de 100 points de base.

Cette détente des taux est bonne à prendre?: elle correspond à une hausse des prix des obligations, donc à des plus-values pour les épargnants. Surtout, elle réduit le coût de l'endettement pour les ménages (principalement sur les prêts immobiliers nouveaux ou renégociés), les entreprises et les États - aidant par là à réduire le déficit public. Elle assure et amplifie l'efficacité de la politique monétaire. Mais elle ne laisse pas d'inquiéter pour les mois qui viennent, que le marché obligataire anticipe correctement l'avenir ou bien qu'il se trompe.

Une première explication de cet engouement pour les emprunts d'État est que le marché obligataire anticipe un fort ralentissement économique aux

États-Unis et en Europe dans les trimestres à venir, assorti d'une inflation très faible, voire d'une déflation à la japonaise, repoussant la hausse des taux des banques centrales aux calendes grecques. Le tournant de l'austérité budgétaire, plus ou moins pris par les pays du G7 depuis trois mois, est une mesure à double tranchant?: il a pu aider à faire baisser les taux longs en suscitant des espoirs de stabilisation des dettes publiques?; mais surtout il renforce les inquiétudes sur les perspectives de croissance économique?: on ne pourra plus compter sur de nouveaux grands plans de dépenses publiques. Dans ce scénario noir, les taux d'intérêt des placements monétaires resteraient proches de zéro, les marchés boursiers seraient affaiblis, canalisant toute l'épargne vers le marché obligataire, forcée d'accepter des rendements de plus en plus bas.

Une explication alternative est que le marché obligataire se trompe dans ses anticipations. Par le passé, il a souvent fait preuve de cécité, en ratant le démarrage de l'inflation dans les années 1970, puis la désinflation dans les années 1980. Pourquoi prêter plus de prescience au marché obligataire, qui parie sur la déflation, qu'au marché de l'or qui parie sur l'inverse?? La baisse des taux longs serait alors tout simplement une bulle spéculative, la hausse des prix des obligations encourageant de nouveaux achats, dans une spirale euphorique comme on en a vu si souvent sur d'autres marchés. Cette seconde interprétation, plus rassurante économiquement (elle laisse sa chance à la reprise), contient néanmoins une menace?: celle d'un éclatement de la bulle. Une hausse des taux longs de 2 % (ramenant les taux 10 ans américains vers 4,5 %) se solderait par une perte en capital d'environ 15 % pour les détenteurs d'obligations. À moyen terme, les rendements réels (hors inflation) des obligations achetées aujourd'hui risquent d'être désastreux?: pour peu que l'inflation remonte à 2 %, il ne restera que 0,5 % de rendement réel?! Et si elle revient à la moyenne observée sur les cinq années qui ont précédé la crise (2,4 % en zone euro, 3,2 % aux États-Unis), le rendement réel sera négatif ou nul. Les fonds de retraite et autres véhicules d'épargne longue, désormais surchargés d'obligations, tant aux États-Unis qu'en Europe, risquent d'avoir de sérieuses difficultés à maintenir le pouvoir d'achat de leurs versements futurs. Cette bulle obligataire trace aussi en creux les contours d'une antibulle, celle des actions, de plus en plus désertées par les investisseurs à long terme. De ce fait, elles sont sans doute sous-évaluées, avec un taux de rendement des dividendes désormais presque 2 fois supérieur à celui des obligations.

Point de vue de Philippe Brossard Président de Macrorama.