

Taux d'intérêt aux plus bas sur les emprunts d'Etat : un crash obligataire est-il possible ?



Les taux d'intérêt auxquels s'endettent la France, les Etats-Unis et surtout l'Allemagne atteignent des niveaux extrêmement faibles, néanmoins mieux vaut ne pas s'en réjouir car cette situation crée un risque de bulles sur les prix des obligations.

Avec Simone
Wapler

Atlantico : L'économiste américain Martin Feldstein, professeur d'économie à l'université de Harvard, a estimé que les *"taux d'intérêt à long terme sont désormais trop bas, ce qui crée un risque de bulle sur les prix des obligations et autres titres"* (les taux d'intérêt des obligations d'Etats, c'est-à-dire les emprunts de l'Etat, évoluent en sens inverse au prix du titre sur le marché, ndlr). Faut-il croire qu'il ne faut pas se réjouir de voir les Etats-Unis, la France et surtout l'Allemagne s'endetter à des taux d'intérêt extrêmement faibles, même si cela traduit la confiance des marchés envers ces pays ?

Simone Wapler : Commençons par camper le décor. Le taux directeur - déterminé par la banque centrale dans nos systèmes monétaires - donne le « la » du marché de la dette. Les taux des emprunts à court et long terme se situent au-dessus de ce plancher et se fixent – dans un monde idéal – sur un marché libre. Ces taux varient en fonction de la durée de l'emprunt et du profil de risque de l'emprunteur. Sur le marché obligataire, il existe un marché du neuf, sur lequel se font les taux des titres fraîchement émis et un marché de l'occasion sur lequel s'échange les titres déjà émis. Imaginez une grande foire à la dette avec des stands.

Les gouvernements et les entreprises y placent leurs obligations, ils sont -théoriquement - en concurrence entre eux.

Lorsque les acheteurs se bousculent auprès d'un stand, le vendeur peut proposer des taux bas, comme ceux de l'Allemagne, disons du 2 % pour 10 ans. Si les acheteurs boude votre stand, vous êtes obligé de proposer un taux supérieur : l'aigle allemand vous offre du 2 %, mais moi, je vous propose du 4 %. Réfléchissez bien ... Le chaland se laisse finalement tenter. Ouf ! Jusqu'au moment où ça ne passe plus. Les acheteurs se méfient, personne n'en veut, même avec un taux généreux.

Lorsqu'un État émet une obligation de 100 au taux de 2 % sur 10 ans, le papier neuf a pour son détenteur un potentiel de 120 (100 de capital à l'échéance plus 2 d'intérêt dûs chaque année durant 10 ans). **Celui qui a pris le papier en premier a payé 100. Si le « sentiment du marché » devient mauvais sur le pays et que notre acheteur veut revendre, il devra baisser son prix. L'acheteur dira « je veux bien vous reprendre ce titre, mais pour 80 et non pas 100, car je pense que le pays est devenu plus risqué.** Le risque augmente de ne plus revoir mon argent ». Si tout se passe bien, le repreneur va recevoir 20 d'intérêt et le capital à l'échéance, soit 100. Comme il aura payé 80, le taux du titre obligataire est devenu 5% (120/80 sur 10 ans) et sa valeur a chuté de 20% (80 par rapport à 100). Ceci est un exemple simplifié. Dans la pratique, il y a encore une variable qui est la durée du prêt restant à courir.

Que font les États-Unis pour maintenir les taux faibles ? Le gouvernement américain rachète ses propres obligations au nominal via la Fed qui imprime à cet effet 45 milliards de dollars par mois. Autrement dit il n'y a plus de marché libre pour les

obligations américaines. Même procédé au Japon et au Royaume-Uni. **On fait croire qu'il ya a des clients alors qu'en réalité, il n'y en a pas.** En Europe, le montage est légèrement différent. Les banques achètent les émissions obligataires de leur État de tutelle puis elles les donnent en gage à la Banque centrale européenne pour avoir de l'argent frais. Près de chaque stand de notre grande foire à la dette, il y a un acheteur bidon dont le rôle est de baisser les taux, de faire croire que le profil de risque reste bon.

Une bulle financière sur les obligations et les emprunts d'Etat est-elle en train de se former ? Quelles sont les institutions les plus exposées ? Quels titres sont les plus "risqués" ?

La bulle est déjà formée, elle enfle à un rythme effrayant : 85 milliards de dollars par mois aux Etats-Unis pour maintenir les taux à 10 ans à un niveau acceptable (achats de créances hypothécaires garanties par le gouvernement et achat d'obligations à long terme). En Europe, entre octobre 2008 et octobre 2011, la Commission européenne a approuvé 4 500 milliards d'euros de plans d'aides aux institutions financières, soit l'équivalent de 37% du PIB de l'Union Européenne. Sur ces sommes, 1 600 milliards d'euros ont été réellement utilisés (dont 400 milliards d'euros pour recapitaliser les banques en fonds propres et 1 200 milliards d'euros en apports de garanties et liquidités).

Ce dangereux inceste banques – États de tutelle a enfin été dénoncé par le Fonds monétaire international qui indique que la stabilité financière est compromise. Le FMI pointe « stress et dislocation sur les marchés de la dette ; une perte de confiance des marchés dans la dette souveraine ; des mouvements ultérieurs de baisse de prix des actifs ; des chocs baissiers sur la croissance. Ces vulnérabilités sont exacerbées par la concentration du secteur bancaire ».

En première ligne des marchés obligataires exposés on trouve la dette libellée en euro émise par les pays faibles aux finances publiques malsaines. Les dettes américaines, japonaises et britanniques pourront toujours être remboursées en monnaie de singe. Tous les investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurance, fonds de pension) possédant de ces titres prendront l'éclatement de cette bulle de plein fouet.

Quelles seraient les conséquences d'une telle bulle sur l'économie mondiale et comment rééquilibrer le cours de ces actifs pour contourner cette bulle ?

Les conséquences seront évidemment dramatiques et pires que celles de l'éclatement de la bulle internet ou de celui de la bulle du crédit subprime. **Les pays surendettés et ivres de déficits devront brutalement apprendre à vivre seulement avec l'argent qu'ils extraient de leurs contribuables. Ils devront faire défaut sur leur hors-bilan, les engagements sociaux intenable.** Les PIB ne seront plus artificiellement gonflés de dépenses financées par l'emprunt.

Les autorités politiques sont directement responsables de ce désastre car elles ont financé des promesses irresponsables en accordant des privilèges exorbitants à l'industrie bancaire et délibérément manipulé les marchés et la monnaie. Elles seront discréditées et s'effaceront au profit de partis extrémistes.

Faut-il encore le répéter ? Le capitalisme sans la faillite, c'est comme le communisme sans le goulag, quelque chose qui ne peut pas marcher. **Les gouvernements dispensieux ont laissé des banques devenir trop grosses pour faire faillite puis ils ont voulu les faire renflouer par les contribuables en pensant que ce serait indolore. Mais dans le système capitaliste, la faillite est la seule voie d'assainissement.** Le capitalisme est à l'économie, ce que la démocratie est à la politique : un système certes imparfait mais tous les autres sont pires.