

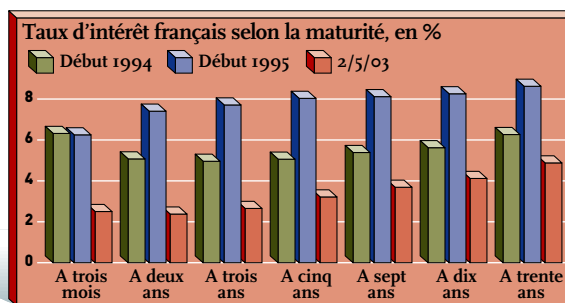
A quand un krach obligataire ?

A moins de 4%, le niveau très bas des taux à long terme rend le marché mondial des obligations vulnérable à une brutale correction.

Pour relancer l'activité économique, les banques centrales ont ramené les taux d'intérêt monétaires à des niveaux historiquement très bas (0% au Japon, 1,25% aux Etats-Unis et 2,5% dans la zone euro début mai). Avec des rendements monétaires proches de zéro, beaucoup d'investisseurs, déjà échaudés par

les actions, se sont reportés vers les obligations. Ce surcroît de demande a fait chuter les taux longs à des niveaux rarement observés depuis les années 60 (moins de 4% sur les taux à dix ans aux Etats-Unis et dans la zone euro quand ces lignes sont écrites). Après prise en compte de l'inflation, les taux d'intérêt réels à long terme sont ainsi proches de 2% alors qu'ils se situaient encore autour de 3,5% il y a trois ans. Des taux aussi bas rendent le marché obligataire mondial vulnérable à une violente correction : verra-t-on un « krach » obligataire après le krach des actions des trois dernières années ? Certes, le vieillissement des grands pays industrialisés et la montée de l'épargne-retraite créent une situation structurellement favorable aux obligations longues. Cette épargne longue abondante justifie un niveau d'équilibre des taux d'intérêt réels plus bas que par le passé. Mais cet argument suffira-t-il à rassurer les investisseurs lorsque que l'économie mondiale donnera ses premiers signes de reprise et que les banques centrales, pour éviter une reprise de l'inflation, commenceront à remonter les taux monétaires ? Une remontée anticipée de ces taux aux alentours de 4 ou 5% provoquerait mécaniquement une hausse des taux longs sur les marchés.

Il est à craindre que les gouvernements ne rencontrent alors de réelles difficultés pour financer sur le marché obligataire des déficits publics devenus considérables dans tous les grands pays. On a déjà vu dans le passé le résultat d'une reprise économique combinée à des déficits publics persistants. Ce mélange explosif avait fait monter les taux français de moins de 5,6% en 1994 à 8,3% en 1995 (voir graphique). Les investisseurs exigeaient alors une prime de risque élevée pour investir en obligations longues. A ce pré-



Par le passé, on a déjà observé que le mélange – explosif – d'une reprise économique et de forts déficits publics avait fait monter les taux français à dix ans de 5,6 à 8,3% en un an.

cession historique s'ajoute un élément de vulnérabilité supplémentaire apparu depuis huit ans : la fragilisation des compagnies d'assurance-vie dans de nombreux pays. Au début des années 90, elles avaient un portefeuille constitué d'obligations à taux d'intérêt élevé. Elles étaient donc capables de servir sur leurs contrats une rémunération généralement voisine de 8%. En 2002, fragilisées par la chute de la Bourse et investies en obligations moins bien rémunérées, elles peinent à servir plus de 5%. Leur capacité à encaisser une forte baisse de la valeur des obligations s'est ainsi amenuisée. Et ce sont justement les ventes forcées d'institutions prises à contre-pied et en difficulté qui transforment une simple correction en un véritable krach.

La probabilité d'une remontée des taux est plus forte à court terme sur le marché obligataire américain. En effet, la combinaison de taux d'intérêt très bas et d'un budget très expansionniste est susceptible d'enclencher une reprise économique plus précoce outre-Atlantique qu'en Europe. Par ailleurs, la faiblesse du dollar va rendre la maîtrise de l'inflation plus délicate, une fois passés les effets positifs de la baisse du prix du pétrole. Si le durcissement de la politique monétaire américaine n'est pas encore à l'ordre du jour, un ou deux trimestres de reprise feront naître à coup sûr des anticipations de hausse des taux. L'Europe, piégée par un euro devenu trop fort, des politiques budgétaires restrictives et une Banque centrale européenne frileuse, a de bonnes chances de ne suivre qu'avec retard les Etats-Unis sur la voie de la reprise. Les investisseurs en obligations n'ont cependant rien à gagner à une période prolongée de croissance molle qui contribue à alourdir la dette publique et creuse doucement mais sûrement les déséquilibres chez des assureurs contraints d'acquiescer des obligations à faible rendement. Plus la reprise tardera en Europe, plus dure sera in fine la chute pour le marché obligataire !



Par **Olivier Davanne et Thierry Pujol**
Associés de DPA Conseil