

Des taux d'emprunts d'Etat à moins de 2 % et même de 1 % : pourquoi il faut se méfier

En plein été, avec des indications de croissances économiques plus que médiocres en Europe, sur fond de tensions géopolitiques, un nouveau record a été établi sur les marchés financiers. Le rendement de l'emprunt de l'Etat allemand à 10 ans est passé au-dessous de 1 %. Ce n'est vraiment pas une bonne rémunération qui, pour être certaine, demanderait en plus un blocage sur la période. Le cas allemand n'est par ailleurs pas une exception. Le Japon n'offre que 0,5%, les Etats-Unis ou le Royaume Uni 2,3 % et 2,5 %, l'Italie à peine plus (2,6 %) et la cote de la France (1,3 %) ne manque pas d'étonner les nationaux.

Le constat est un peu déconcertant et on est en droit de douter même du sérieux de ces marchés. La simple observation de cette situation générale, qui ignore les monnaies de libellé de la dette, montre en tout cas que ce ne sont pas des spéculations sur les taux de change qui nourrissent la situation.

Risque de taux : l'inflation très faible justifie les rendements

Quand on analyse une créance, le risque de taux d'intérêt est un élément à prendre en compte. D'un point de vue de liquidité, ce risque se révèle si le taux pratiqué pour l'émetteur remonte ; l'ajustement se traduit par une baisse des cours de transaction et pénalise celui qui ne porte pas l'emprunt jusqu'à son échéance. Mais les fondamentaux sont plus importants – et influent évidemment les cours de Bourse jusqu'à l'échéance du prêt. Cet élément fondamental, c'est la comparaison entre la rémunération obtenue et l'inflation : le taux réel du placement, dérive des prix prise en compte.

De ce point de vue, les taux d'intérêt européen se justifient. L'inflation constatée en zone euro est inférieure à 0,5 % et on ne voit pas ce qui pourrait la faire repartir, pour

s'approcher des 2 % que la Banque Centrale Européenne dit viser en moyenne sur longue période. Les liquidités injectées dans les économies par les banques centrales (américaine, européenne, d'Angleterre, du Japon ...) trouvent une rémunération réelle positive sur les dettes des Etats réputés solvables de la zone euro. La balance des paiements des pays de la monnaie unique – excédentaire – est de plus un gage de maintien d'un taux de change plutôt favorable. Enfin, les liquidités qui appuient sur les rendements américain et anglais, le cas particulier du Japon (la dette est essentiellement portée par les ménages), donnent un avantage de comparaison aux emprunts en euro.

Risque de signature : effet stock négatif, effet dynamique au mieux positif à très long terme

Si les facteurs fondamentaux justifient le niveau des taux d'intérêts, particulièrement en Europe continentale, le deuxième des facteurs de risque des emprunts va-t-il dans le même sens ? Il s'agit du risque de signature, de la faculté de l'emprunteur à honorer ses engagements, intérêts et capital. En matière d'emprunts privés, c'est le premier des facteurs pris en compte. Dès lors qu'il s'agit d'emprunts d'Etat, réputés représenter le placement sans risque dans la monnaie considérée, peut-il être ignoré?

Assurément non et, sans remonter dans un passé lointain, l'exemple argentin le rappelle cette année, après les problèmes islandais et grecs et les doutes vis à vis du Portugal, de l'Irlande, de l'Espagne et même de l'Italie. Ce ne sont évidemment pas les agences de notation qui peuvent aider à apprécier la qualité des dettes. Elles

n'ont pas d'informations particulières sur les comptes publics (contrairement à ce qui est le cas pour leur travail sur les entreprises) et, se révèlent indicateurs très retardés.

Pour juger de la qualité des signatures d'Etat, on peut s'en tenir aux critères des marchés obligataires privés (dits corporate). On peut comparer l'endettement avec le produit intérieur brut pour ce qui est du stock et avec le solde budgétaire pour ce qui est de se placer en dynamique.

La dette des Etats-Unis dépasse 93 % du produit intérieur brut, et cette situation assez tendue n'est pas l'exception : le taux est de l'ordre de 82 % en Allemagne, de 86 % en France, de près de 100 % au Royaume Uni, de 120 % en Italie, de plus de 200 % au Japon. Les tendances atténuent dans certains cas le jugement : les déficits publics des bons élèves de l'Europe qui tiennent les fameux 3 % du PIB évitent la dégradation sans améliorer la situation toutefois. Mais, en sens inverse, les déficits continuent à creuser les dettes en Italie, en France (comme les ministres de M. Hollande le reconnaissent aujourd'hui), mais aussi au Royaume Uni, aux Etats-Unis, et plus fortement encore au Japon.

Les marchés parient sur le « too big to fail » au niveau mondial

Ces débiteurs sont excessivement endettés et creusent encore leurs dettes. Placer son argent dans ces dettes, c'est en théorie se placer dans la perspective d'une inversion de tendance dans les pays qui le peuvent – ceux qui savent diminuer les dépenses publiques dans les périodes fastes. Les Etats-Unis sont le modèle, mais le Royaume Uni et peut-être l'Allemagne et l'Europe du Nord peuvent prétendre le suivre à un terme plus ou moins éloigné. C'est aussi la voie tracée en Italie. Prêter à l'Etat français obéit à une logique différente : c'est prendre le pari que la faculté (prouvée) à relever sans arrêt les impôts permettra d'honorer les dettes sans diminuer sérieusement les dépenses.

On peut se demander si ces questions naturelles pour un prêteur – risque de signature + risque de change- se posent réellement. La circulation de la monnaie organisée par les banques centrales conduit de façon mécanique à un afflux de liquidités sur les dettes publiques. Que les intérêts et le capital ne soient honorés qu'avec des emprunts plus élevés ne semble pas être la question. Les investisseurs

parient au niveau mondial sur le « trop grand pour faire faillite » : on n'imagine pas les dégâts d'une défaillance. Pas plus de l'Etat américain que du Japon, et évidemment de l'Europe. La France peut encore compter et profiter de la crainte de l'effet domino.

Pourtant, en matière financière, le bon sens et la réalité sont les meilleures des analyses. Le raisonnement simple conclue à une certaine méfiance vis à vis de ces dettes d'Etat qui rapportent presque rien. Pourquoi ne pas le suivre ?