

Marché obligataire, le prochain krach ?

Les **taux d'intérêt à long terme augmentent** aux Etats-Unis, poussés par la forte hausse du rendement des **obligations du Trésor** américain. En cause, les **anticipations** de reprise de l'activité, mais aussi l'**explosion** mondiale des **besoins de financement** publics. La remontée des taux **menace** la reprise et révèle la fragilité du dollar.

Ya-t-il une limite à l'endettement public des Etats-Unis ? Gonflé démesurément par les 700 milliards de dollars du plan Paulson de sauvetage des banques, les 800 milliards du plan Obama de relance de l'économie et l'assèchement des recettes fiscales, le déficit budgétaire américain devrait passer de 5 % du produit intérieur brut (PIB) en 2008 à 13 % cette année. Sur l'ensemble de l'année fiscale 2009, qui se termine au 30 septembre, les besoins de financement des administrations publiques américaines s'élèvent à pas moins de 3 250 milliards de dollars. Du jamais vu depuis la guerre. Pire : à supposer que la croissance reparte normalement en 2010, le déficit serait encore de l'ordre de 5 % du PIB en 2014.

La dette publique, qui s'était stabilisée autour de 60 % du PIB depuis la fin des années 1990, devrait bondir à 80 % en 2009 et pourrait atteindre 100 % en 2014 selon le Fonds monétaire international, FMI (1). Tout cela, bien sûr, à condition que la reprise de l'activité se confirme l'an prochain, que l'Etat ne soit pas obligé de venir à nouveau à la rescousse des banques, que les fonds de retraites, fortement secoués par l'ef-

fondrement des marchés financiers, puissent tenir leurs engagements et que les taux d'intérêt réels sur la dette publique ne se redressent pas de façon significative.

Tensions sur le marché obligataire

Or, l'un de ces risques semble d'ores et déjà se concrétiser. Le rendement des obligations du Trésor américain à dix ans est en forte hausse depuis le début

de 2009 : il était à près de 4 % début juin (voir graphique). Compte tenu d'une inflation négative, à - 0,7 % sur douze mois en avril 2009, le taux d'intérêt réel sur la dette publique dépasse désormais 4 %, alors même que le PIB pourrait, selon l'OCDE, se contracter de 4 % en 2009.

Cette remontée des taux longs s'explique principalement par trois facteurs. Les anticipations de reprise de l'activité au second semes-

tre 2009, tout d'abord, ont freiné le mouvement de « fuite vers la qualité », qui avait caractérisé les comportements financiers à la suite de la faillite de Lehman Brothers en septembre dernier. Aimantés par l'embellie boursière de mars-avril 2009, les investisseurs ont vendu une partie des titres de la dette publique vers lesquels ils s'étaient réfugiés, ce qui a provoqué la baisse de leurs cours, et donc l'augmentation de leur rendement. La portée de cette explication est toutefois limitée par le fait que la remontée des taux longs a commencé dès le mois de janvier et s'est poursuivie en mai, alors même que l'euphorie boursière cédait la place à un attentisme prudent.

Le second facteur est la remontée des anticipations inflationnistes. Après un plongeon en novembre dernier à - 1 %, l'inflation anticipée par les marchés pour les cinq années à venir est repassée en territoire positif début 2009. Ce redressement est intervenu à la suite de l'annonce par la Réserve fédérale américaine, en décembre, de nouvelles mesures de « détente quantitative » (2), visant à acheter jusqu'à 1 600 milliards de titres adossés à des crédits immobiliers, crédits aux

LA REMONTÉE DES TAUX LONGS

Rendement* des obligations du Trésor américain à dix ans, en %



* Rendement et prix : l'intérêt versé sur une obligation (son coupon) étant fixe, le rendement de l'obligation (rapport du coupon au prix du titre) est d'autant plus élevé que le prix est bas, et inversement. Lorsque le marché est inondé d'émissions obligataires, comme c'est le cas actuellement du fait du gonflement des besoins de financement publics, l'excès d'offre de titres par rapport à la demande fait baisser leur prix, ce qui augmente leur rendement. La hausse des rendements des obligations d'Etat américaines à dix ans détermine la structure des taux longs aux Etats-Unis, et en particulier le taux des emprunts hypothécaires. Leur remontée est de nature à compromettre la convalescence du système financier dans son ensemble.

Source : cotations officielles



En abusant de la planche à billets et de l'endettement public, les Etats-Unis mettent en danger le statut international du dollar.

PME, crédits automobile, prêts aux étudiants et cartes de crédit. L'expansion massive du bilan de la Fed, synonyme de création monétaire, a suscité des doutes sur la valeur future des titres de la dette américaine, provoquant un premier accès de faiblesse du dollar à la mi-décembre 2008 et le début de la remontée des taux longs.

Le troisième facteur est l'explosion des besoins de financement du Trésor américain. Ce besoin fait pression à la baisse sur le prix des titres publics et accroît par là même leurs rendements. En mars 2009, la Fed a tenté de contrer le mouvement de remontée des taux longs en annonçant un nouveau programme de rachat des titres de la dette publique à hauteur de 300 milliards. En finançant par la création monétaire une partie du déficit public, la banque centrale espérait apaiser les tensions sur le marché obligataire. L'annonce n'a provoqué toutefois qu'une détente éphémère des taux. La Chine, qui détient à elle seule un cinquième de l'encours de la dette publique américaine, a mis en garde

les Etats-Unis contre toute tentation inflationniste, synonyme à terme de dépréciation du dollar. *De facto*, la devise américaine connaissait un second accès de faiblesse à la mi-mars, tandis que les taux longs reprenaient leur irrésistible ascension.

Concurrence pour l'épargne mondiale

Le problème est en effet que les Etats-Unis ne sont pas les seuls à vouloir puiser sur l'épargne mondiale pour financer leur déficit budgétaire. Jusqu'en 2007, ils pouvaient drainer jusqu'à 60 % des surplus des pays à balance courante excédentaire, sans que le niveau des taux d'intérêt à long terme ne s'en ressentisse, pour la simple raison que l'offre mondiale de fonds prêtables croissait rapidement sous l'effet de l'envolée des surplus en provenance des économies asiatiques et de l'Opep, les pays producteurs de pétrole (3).

La crise financière et la récession ont bouleversé les données du problème. Entre 2007 et 2010, la dette publique globale des économies développées rapportée à leur PIB agrégé progresserait d'une vingtaine de points, selon les calculs du FMI. A l'échelle mondiale, les besoins de fi-

nancement de l'ensemble des administrations publiques devraient s'élever en 2009 à 6 000 milliards de dollars. Or, dans le même temps, le surplus d'épargne des pays à excédents courants (Opep, Chine, Japon) se contracte rapidement, sous l'effet de l'effondrement du prix du pétrole et de la contraction violente de la demande mondiale. Parallèlement, la propension des capitaux à s'investir à l'étranger a fortement régressé depuis le début de la crise, la préférence pour les marchés nationaux s'imposant aux investisseurs tant pour des raisons de consolidation de leurs bilans que pour des motifs de fuite face au risque.

Dans ces conditions, la concurrence exacerbée pour capter l'épargne mondiale a toutes les chances d'encourager la hausse des taux longs sur les titres de la dette publique. Et par conséquent de renchérir le coût des financements à long terme pour le secteur privé, notamment le taux des emprunts immobiliers. Une telle évolution, si elle se concrétisait, réduirait à néant les efforts des banques centrales pour réanimer les marchés financiers et faciliter le désendettement des entreprises comme des mé-

nages. Elle étoufferait dans l'œuf les signes timides de reprise de l'activité apparus récemment et menacerait de maintenir les économies développées dans un état léthargique bien au-delà de 2010. Enfin, en dépréciant la valeur des titres de la dette publique américaine, elle rendrait le financement extérieur des Etats-Unis de plus en plus aléatoire.

Le dollar fragilisé

Plus qu'un risque de défaut sur la dette publique américaine, c'est le risque de change associé à la détention des obligations libellées en dollars que redoutent les créanciers de la première puissance mondiale. La moitié de la dette fédérale était détenue en 2008 par des investisseurs étrangers, contre un tiers en 2000. En abusant de leur double privilège d'émission de la monnaie internationale et du principal actif de réserve mondial – les obligations du Trésor américain –, les Etats-Unis ne prennent pas seulement le risque d'un krach du marché obligataire, ils mettent en danger le statut du dollar. Signe des temps, le parti démocrate japonais, principal parti d'opposition, a annoncé qu'en cas de victoire aux élections législatives cet automne, il n'autoriserait la souscription de titres de la dette publique américaine qu'à la condition que ceux-ci soient libellés en yens. De quoi rendre nerveux les investisseurs, des deux côtés du Pacifique. ■

Jacques Adda

(1) Voir « The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis », FMI, 6 mars 2009. Accessible sur www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf

(2) Voir « Jusqu'où iront les Banques centrales ? », dans *L'état de l'économie 2009*, hors-série n° 80 d'Alternatives Economiques, 2^e trimestre 2009.

(3) Voir « The New Global Balance : Financial de-Globalisation, Savings Drain, and the US Dollar », par C. Broda, P. Ghezzi et E. Levy-Yeyati, Vox, 22 mai 2009. Accessible sur www.voxeu.org/index.php?q=node/3596

US 30 Year interest rates

\$TYX (30-Year T-Bond Yield) INDX

30-Jul-2009

RSI(14) 58.11

Open 45.87 High 46.58 Low 44.36 Close 44.50 Chg -1.05 (-2.31%)

© StockCharts.com



4.6%

US 30 Year Treasury bonds

\$USB (30-Year US Treasury Bond Price (EOD)) INDX

30-Jul-2009

Open 115.59 High 117.34 Low 115.06 Close 117.05 Chg +0.95 (+0.82%) ▲

© StockCharts.com

▲ RSI(14) 42.20



116