

La dette souveraine : valeur-refuge ou risque de krach imminent ?

Jacques Ninet, Directeur de la Recherche

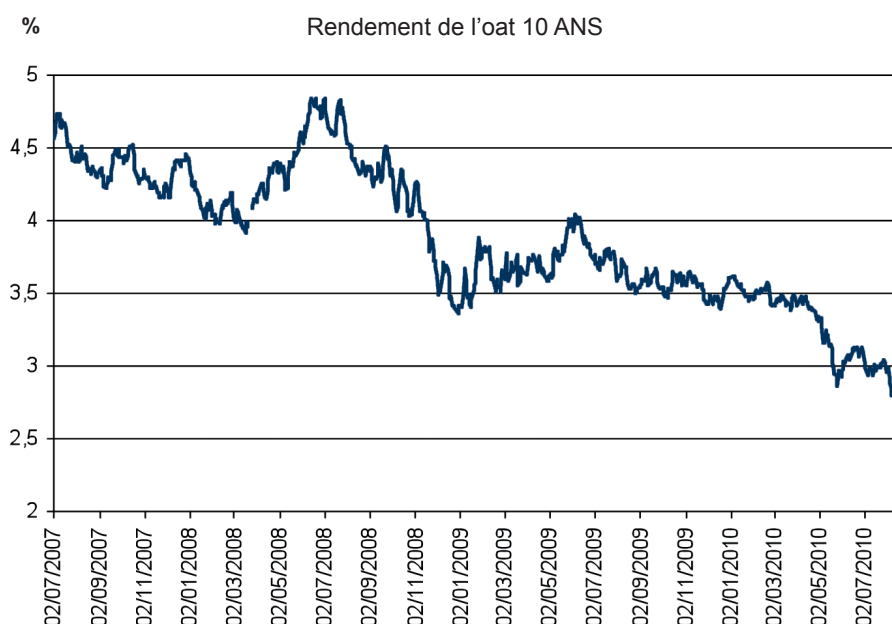
L'OAT 10 ans ne rapporte plus que 2,70 %, tout comme le T-Note 10 ans, tandis que le Bund tangente les 2,30 %. Ce sont les taux les plus bas de l'après-guerre. Faut-il à ce stade avoir peur d'un

krach de la dette gouvernementale ou au contraire peut-on encore considérer celle-ci comme la valeur-refuge par excellence ? Comme pour toute classe d'actifs, l'allure du récent rally prend des

allures de bulle et amplifie la sensation de danger...

En matière de placement financier, le rendement proposé est censé rémunérer le risque. Un rendement faible peut signifier soit qu'il n'y a pas de risque, soit qu'il y en a mais qu'il est insuffisamment rémunéré (i.e. la détention spéculative biaise la valorisation).

Cette logique est à la base de toute stratégie d'investissement en obligations à spread, dans le domaine de l'Investment Grade et plus encore dans celui du High-yield. Elle s'applique aujourd'hui, dans un contexte de grande incertitude macro, aux dettes publiques des grands pays industrialisés, avec en arrière-plan l'inquiétante question de l'avenir de ses



Source : Reuters - UFG Recherche.

principaux détenteurs, fonds de pension et fonds généraux d'Assurance-vie.

Les fonds d'Etat sont exposés potentiellement à deux risques : l'inflation et la dérive des finances publiques.

A 1,5 %, leur niveau actuel (un peu plus en Europe un peu moins aux Etats-Unis), les anticipations actuelles sur l'inflation, mesurées par les break-even des titres indexés, ne sont pas anormalement basses, en tout cas ni d'un point de vue historique, ni surtout si on admet que le monde reste autant menacé par la déflation que par l'inflation.

Le doute actuel porte donc clairement sur la solvabilité future des Etats, au vu du creusement des déficits et de l'explosion de l'endettement, celui-ci atteignant dans beaucoup de pays des seuils à partir desquels les mécanismes de trappe de dette¹ peuvent s'enclencher de manière irréversible. De plus, les crises récentes ont montré qu'un doute sur la solvabilité d'une classe d'actifs, même

s'il est peu ou non fondé, peut entraîner une crise démesurée sur la liquidité et la valorisation de cette classe.

Le paradoxe est que ce risque est à la fois neutralisé et aggravé par l'intervention massive des banques centrales, qui certes ne prêtent pas directement aux Trésors, ce qui leur est interdit, mais achètent aux banques commerciales les titres émis par ces derniers (monétisation de la dette).

Cette politique, qui ne paraît pas devoir être remise en cause à horizon visible, renforce le statut de « safe haven » de la dette publique², seule à bénéficier d'un acheteur de dernier ressort.

A plus long terme, toutefois, comme ce sont les Etats qui sont actionnaires des banques centrales, il est indiscutable qu'à travers ces opérations, ils se prêtent à eux-mêmes, ce qui est particulièrement clair dans le cas de la Fed avec le levier atteint par son bilan (total du bilan égal à 40 fois les fonds propres).

Au final, ce système fonctionne tant que les marchés et les investisseurs à long terme croient au succès des politiques d'assainissement budgétaire (Europe) et aux effets bénéfiques de la reprise économique (Etats-Unis). Toute mise en doute de ces scénarios, essentiellement du fait d'une spirale récessive, conduirait inmanquablement à une crise « explosive » sur la dette, comme cela s'est produit pour la Grèce cet hiver.

La conclusion est qu'il est trop tôt pour se désengager de cette classe d'actifs, ne serait-ce que parce que la baisse des taux longs procure, par le jeu du mark to market, des rendements significatifs. Mais il est clair que les signaux macro, sur la croissance et sur les budgets doivent être scrutés avec une vigilance accrue, en même temps que les marchés, en particulier ceux des dérivés.

(1) Processus cumulatif dans lequel l'ampleur du déficit oblige à emprunter pour payer les intérêts ce qui accroît la dette et donc la charge des intérêts futurs et ainsi de suite.

(2) Cf. la récente décision de la Fed de remplacer, dans ses actifs, les titres hypothécaires remboursés par des treasuries.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. L'UFG ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de l'UFG.