



L'ÉCLAIRAGE | CHRONIQUE

PAR JEAN-PIERRE PETIT

L'indispensable bulle obligataire

Pour ceux qui en doutaient, l'économie de bulle est toujours vivante. Aujourd'hui, elle se manifeste en premier lieu sur le marché des obligations publiques des grands pays développés. Récemment – à l'été 2012 pour les taux longs américains, et très récemment pour les taux longs des pays de la zone euro –, les rendements obligataires sur les grands marchés des pays développés ont atteint leur niveau le plus bas de l'histoire.

Comme toutes les bulles, celle-ci n'est évidemment pas dénuée de justifications fondamentales. Il y a un excès d'épargne au niveau mondial ; la demande d'actifs réputés sans risque est forte, alors que l'offre est en baisse, puisque le nombre de pays notés AAA, c'est-à-dire à faible risque, est en diminution ; il n'y a pas d'anticipations d'inflation (et même des pressions déflationnistes dans les pays riches) ; enfin, les prévisions de croissance nominale pour les années à venir dans ces mêmes pays riches sont faibles.

Dans la zone euro s'ajoutent deux éléments clés qui justifient un niveau des rendements obligataires encore plus bas que dans les pays anglo-saxons : d'une part, la balance courante est fortement excédentaire (en raison d'un

excès ex ante de l'épargne par rapport à l'investissement) ; d'autre part, la Banque centrale européenne (BCE) reste très en retard par rapport aux autres grandes banques centrales : elle n'a que très récemment pris la mesure du risque déflationniste, ce qui va la contraindre à mener une politique monétaire très accommodante pendant plus longtemps que ses homologues anglo-saxonnes.

Pourtant, avec une augmentation de 40 points de base du ratio dette publique sur produit intérieur brut en moyenne dans les pays riches entre 2007 et 2014, soit des niveaux de dette publique jamais vus en temps de paix, on pourrait croire les investisseurs un peu plus soucieux de la qualité de leurs investissements en termes de rendement et de risque.

Mais c'est justement là qu'intervient le plus manifestement le mécanisme de création d'une économie de bulle.

Depuis six ans, les investisseurs savent que les banques centrales (y compris désormais la BCE) interviennent en acheteur en dernier ressort des obligations d'Etat.

Et, comme si cette attitude des banques centrales ne suffisait pas, la puissance publique incite fortement les investisseurs à acheter

encore plus d'emprunts d'Etat, par exemple, en Europe, au travers des nouvelles règles prudentielles Solvency II ou Bâle III. Et il ne serait pas étonnant de voir les initiatives visant à contraindre les investisseurs institutionnels à acheter des titres publics se multiplier. La répression financière n'a que peu de limites dans ce domaine.

La réalité est donc que l'Etat est l'agent économique qui, aujourd'hui, est le plus en situation de conflit d'intérêts. Il arrive souvent à certains de ses représentants de critiquer la finance, notamment sur les plateaux de télévision ou les estrades électorales. Mais ils ont rarement autant dépendu d'elle. Et ils l'ont rarement autant manipulé à leur profit.

Faire redémarrer l'investissement

Ajoutons que les banques centrales sont d'ores et déjà prisonnières, et pour longtemps, de leurs décisions récentes. Pas seulement parce que toute remise en cause de cette politique risquerait de conduire les économies vers la déflation, voire la dépression. Mais parce que le bilan des banques centrales elles-mêmes est grevé d'actifs obligataires, réduisant sa capacité à remonter les taux et donc limitant les effets de sa politique monétaire.

En réalité, la force intrinsèque de l'actuelle bulle obligataire est qu'elle est nécessaire, pour ne pas dire indispensable. D'abord pour faire face à la hausse de la dette publique, associée à la baisse de l'endettement privé dans de nombreux pays. Ensuite pour faire redémarrer l'investissement à risque : en relevant artificiellement la prime de risque, elle y participe. En réalité, il ne peut y avoir de sortie de crise

par le haut qui ne passe pas par des taux d'intérêt bas.

Que peut-il se passer ensuite ? Les bulles obligataires peuvent se poursuivre, surtout si l'environnement macroéconomique reste fondamentalement déflationniste, comme c'est le cas dans une grande partie de la zone euro.

Certes, on pourrait objecter qu'une bulle est en soi naturellement dangereuse, voire périlleuse. En fait, les bulles obligataires présentent probablement moins de danger immédiat que les bulles immobilières ou les bulles sur le marché d'actions.

Les bulles obligataires sont de fait plus facilement contrôlables par l'action publique, en particulier par les banques centrales. Elles ont une limite « naturelle » (contrairement aux bulles d'actions ou immobilières), lorsque les rendements s'approchent de zéro. Quant aux investisseurs privés, ils peuvent conserver la détention des titres jusqu'à leur échéance sans faire de perte nominale en capital.

Au-delà, si les bulles obligataires donnent aux pays du temps pour chercher une issue à la crise, elles ne nous indiquent cependant pas si leurs performances macroéconomiques sont sur la bonne voie. Certains pays pourront donc utiliser efficacement cette bulle, d'autres non.

On peut craindre qu'en Europe, et tout particulièrement en France, elle serve surtout à maintenir et renforcer les « rentes du passé » (secteur public, industries subventionnées, dépenses vieillesse, immobilier, secteurs non compétitifs). L'euro avait supprimé la contrainte d'équilibre externe ; il est à craindre que la bulle obligataire ne permette à la France de perpétuer son immobilisme. ■

Jean-Pierre Petit est économiste et président de la société de conseil Les Cahiers verts de l'économie