# Et une fois de plus, a menace vient des marchés obligataires

photo: Jigal Fichnte / @Walter Eucken Institut

**Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld**

enseigne à l'Université de Fribourg et dirige l'Institut Walter Eucken

Assistons-nous déjà au début d'une crise financière ? Au vu de l'actuelle évolution des marchés obligataires, certains observateurs se posent la question. Il est question de crise monétaire au Japon en raison de la forte dépréciation du yen, de crise de la dette publique en France ou encore des craintes aux États-Unis de ne pas trouver assez d'acheteurs pour les bons du Trésor américains à long terme. La Banque d'Angleterre a suspendu la vente des obligations d'État de son portefeuille et la Banque centrale européenne (BCE) est invitée à l'imiter. Face à l'utilisation inflationniste du terme « crise », la sobriété fait force de loi. Pour autant, il convient de porter la plus haute attention aux marchés obligataires. La nervosité des marchés s'explique par des niveaux d'endettement privé et public extrêmement élevés, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de croissance économique relativement faible. Les placements soi-disant sûrs ne le sont plus autant qu'auparavant. Cela vaut tout particulièrement pour les obligations d'État.

L'évolution actuelle est issue du Japon, des États-Unis et des États fortement endettés de l'Union monétaire européenne. L'évolution des taux modifie d'une part l'évaluation de la situation japonaise. S'élevant toujours à environ 200 % du produit intérieur brut (PIB), l'énorme endettement public japonais a été rendu possible, en grande partie, parce qu'il est détenu quasi-intégralement sur le marché intérieur. En outre, grâce à d'importants actifs logés à l'étranger, les investisseurs japonais affichaient une dette nette nettement réduite. De plus, de vastes opérations de carry trade poussaient les investisseurs à emprunter en yens à bas taux pour viser des rendements supérieurs à l'étranger.

Le revirement de la politique monétaire introduit pour lutter contre la forte inflation a entraîné, depuis 2021, une dépréciation du yen qui a obligé la Banque du Japon à réagir par des hausses de taux. En raison de la dépréciation du yen, les chocs sur les prix de l'énergie des années 2022 et 2026 frappent durement le Japon, en tant qu'importateur d'énergie, et génèrent des fortes pressions inflationnistes. La hausse des taux d'intérêt entraîne certes un certain essoufflement des opérations de carry trade mais cela ne suffit toutefois pas à soutenir le yen. On assiste ainsi à des achats de soutien répétés de la part de la Banque du Japon et du Trésor américain. On assiste ainsi à des interventions de soutien répétées de la part de la Banque du Japon et du Trésor américain. La Banque du Japon vend des réserves en dollars américains et en euros. Le Trésor vend des réserves en euros et les remplace par des réserves en yens

L'action combinée de ces processus entraîne une baisse de la demande d'obligations d'État américaines et d'obligations d'État des pays de la zone euro. D'autre part, les États-Unis sont très avides en capitaux, car leur gouvernement fédéral accumule une dette publique élevée, avec un ratio de déficit annuel de 6 % depuis 2022 et un ratio d'endettement public supérieur à 120 %. Vient s'ajouter un endettement privé élevé, nourri par les grandes entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC) par le biais de nouvelles émissions obligataires. L'offre en capitaux a du mal à suivre le rythme, suscitant des inquiétudes concernant la liquidité des émissions obligataires.

Enfin, ces mouvements sur le marché des capitaux ne sont pas les seuls à mettre sous pression les États fortement endettés de la zone euro. Certains États membres sont encore surendettés. C'est notamment le cas de la France, dont la dette publique s'élève à environ 120 % du PIB, et de l'Italie, endettée à environ 135 % de son PIB. Cette année, la dette publique de la Grèce, exprimée en pourcentage du PIB, devrait se situer en dessous du niveau italien. Elle bénéficie par ailleurs de conditions de financement avantageuses grâce aux plans de sauvetage autrefois mis en place. Le Portugal est également parvenu à assainir son budget. La Belgique et l'Espagne sont désormais également dans la ligne de mire des marchés.

La France, en particulier, n'a jusqu'à présent engagé aucun effort de consolidation et l'embourbement de la situation politique y est telle qu'on ne peut s'attendre à ce qu'elle s'y mette. Par conséquent, les investisseurs se retirent de plus en plus et placent leurs capitaux en Allemagne, considéré comme un refuge sûr. N'oublions toutefois pas que l'Allemagne s'apprête, elle aussi, à quitter le chemin d'une politique budgétaire rigoureuse. Mais pour l'instant, les digues tiennent. Tôt ou tard, la BCE pourrait toutefois être contrainte d'acheter des obligations et céder ainsi à la pression en faveur d'un financement monétaire de l'État. Il est donc crucial que les marchés financiers imposent une discipline à la France, sans déclencher pour autant un engrenage menant à une crise financière. Une période de turbulences s'annonce.

**Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld**