

LA CHRONIQUE DE ÉRIC GALIÈGUE *

Baisse des taux, hausse des actions : qui a raison ?



Depuis 1998, les Bourses ont tendance à monter avec les taux obligataires, et à baisser également avec eux. Considérés comme le thermomètre de l'aversion au risque des investisseurs, les taux obligataires, lorsqu'ils baissent, traduisent le pessimisme des investisseurs, qui acceptent d'être rémunérés de moins en moins pour obtenir la sécurité absolue de l'investissement en obligations d'Etat. Le prix de la sécurité augmente : la valeur des obligations monte... A l'opposé, lorsque les rémunérations des bons du Trésor remontent, cela signifie que les obligations sont vendues : la garantie absolue qu'elles apportent attire moins. Les investisseurs lui préfèrent le risque contenu dans les autres classes d'actifs, le crédit, les obligations privées et les actions... dont le prix monte.

Ainsi, l'évolution de la prime de risque constitue, dans un monde sans inflation, le déterminant essentiel du comportement des actifs financiers. Depuis le début du mois de juin, le taux des emprunts d'Etat à 10 ans de la zone euro est passé de 3,7 % à 3,2 % aujourd'hui, alors que les indices européens ont monté de 15 % sur la même période... La baisse des taux obligataires traduit une hausse de l'aversion au risque, à anticipation d'inflation à long terme inchangée, alors que la hausse des marchés d'actions (et de toutes

les classes d'actifs financiers risqués) traduit une baisse de l'aversion au risque, une volonté de prendre des risques, de donner un prix plus élevé à des flux lointains et risqués.

LES OBLIGATIONS SONT MIEUX PLACÉES QUE LES ACTIONS

Plusieurs éléments de réponse peuvent être apportés.

1/ Du côté de la formation des taux : la baisse des taux depuis le mois de juin refléterait en fait de nouvelles anticipations de taux monétaires très bas pendant une longue période. C'est bien le message que nous ont délivré les grandes banques centrales, au premier rang desquelles la Fed.

L'intervention des banques (commerciales ou centrales) sur le marché de la dette des Etats peut aussi être un élément d'explication : les bons du Trésor ne représentent que 15 % du total des bilans bancaires, et ce montant pourrait sensiblement monter. La baisse des taux des emprunts d'Etat ne signifierait pas dans ce cas une hausse de l'aversion au risque, mais tout simplement un phénomène d'achat de bons du Trésor par les banques, et donc de monétisation de la dette publique...

2/ Du côté de la hausse des actions : la hausse des actions a été extrêmement concentrée sur les entreprises qui dépendent au

premier chef de l'évolution des taux d'intérêt, les financières (banques) et les cycliques (automobile). Si on expurge les indices de ces deux concepts boursiers, la hausse est beaucoup moins significative... L'histoire récente semble montrer que les marchés obligataires l'emportent souvent sur les marchés d'actions : la reprise boursière de novembre 2008 à janvier 2009 a été accompagnée par une baisse des taux. Le marché des actions a ensuite brutalement baissé et a suivi en quelque sorte la tendance précédemment donnée par les taux des emprunts d'Etat.

Dans le contexte déflationniste mondial, et plus particulièrement européen, tout porte à croire que les taux des emprunts d'Etat devraient continuer à être sages, voire à baisser. Ce scénario donne de nouvelles perspectives aux porteurs d'obligations, qui peuvent envisager une hausse du cours des emprunts d'Etat. L'exemple japonais est révélateur : les obligataires japonais ont très bien vécu la « *décennie perdue* ». Le contexte actuel de déflation est structurellement favorable aux obligataires, et défavorable aux actionnaires. Il ne faut pas l'oublier au moment de dresser des perspectives pour 2010.

* *Analyste financier indépendant, président de Valquant SAS.*