

## **3%, retour vers la norme**

*Le retour à 3% du rendement de l'obligation d'Etat allemand à dix ans est passé très inaperçu en cette trêve des confiseurs. Il est pourtant annonciateur d'une forme de normalisation qui survient au terme d'un exercice où les obligations auront tenu la vedette sur les marchés financiers, du moins dans le monde occidental. 2010 restera en effet l'année où les épargnants auront pris conscience que les états peuvent, sinon à proprement parler faire faillite –un état ne disparaît pas-, du moins être financièrement défaillant. Cette « révélation », pourtant largement illustrée par l'histoire, a déclenché une montée de l'aversion au risque à un niveau extrême à partir duquel la descente ne se fera qu'à un rythme mesuré dans un contexte durablement morose.*

**La défaillance grecque** dès février, suivie de répliques et défiances diverses puis du collapsus irlandais en fin d'année –avant, on peut le craindre, d'autres difficultés en 2011- a fortement influencé le profil des marchés financiers tout au long de l'année : elle a fragilisé les bourses européennes au travers de leurs valeurs phares, qui n'étaient pourtant qu'indirectement concernées ; surtout, elle a **déclenché un formidable mouvement vers les actifs réputés les plus sûrs** : obligations d'états présumés insubmersibles, fonds en euros des contrats d'assurance vie, et immobilier dans le cas français. Ces trois aspects méritent que l'on s'y arrête.

**L'engouement pour les titres d'Etat** de quelques nations : Etats-Unis, Allemagne, France et quelques autres de la zone euro, a gagné en ampleur jusqu'au coeur de l'été, en contrepoint de la désertion des émetteurs les plus douteux (les « pigs »). Il en est résulté une extraordinaire disparité des rendements à dix ans, en particulier dans la zone euro où l'écart entre l'emprunteur le plus prisé, l'Allemagne, et le plus suspect, la Grèce, a atteint jusqu'à 10%, niveau dont il n'est pas éloigné aujourd'hui, ce qui témoigne de la persistance de la fièvre. Dans une sorte de schizophrénie, les opérateurs se sont réfugiés sur les titres de la première jusqu'à accepter des rendements qui, en août, se sont brièvement établis vers 2.20% ou 2.50% sur les OAT françaises. Un taux aussi faible ne rémunérerait pas convenablement le risque lié à des exécutions et des perspectives budgétaires pour le moins préoccupantes : en d'autres termes, **les investisseurs ont acheté trop cher** les obligations sous couleur de sécurité. La remontée assez brutale des rendements, jusqu'au seuil évoqué dans le titre de cette chronique, ou autour de 3.35% en France, montre que les investisseurs reviennent à une meilleure appréciation du risque ; mais à un tel niveau, les taux apparaissent encore bas dans une perspective historique.

**La ruée concomitante vers les fonds en euros**, en partie d'ailleurs à l'origine de l'évolution décrite ci-dessus, relève aussi d'une quête effrénée de sécurité. La garantie du capital reste bien entendu un atout inégalable, mais pour autant les épargnants doivent réaliser que les perspectives de rendement de ces fonds en limitent désormais l'intérêt. Sans même considérer les modifications fiscales ou réglementaires imposées aux assureurs et qui vont jouer à l'encontre du rendement servi dans les deux ou trois ans à venir, celui-ci est inexorablement voué à un tassement. De deux choses l'une : ou bien l'Europe stagne dans une quasi-déflation, et les taux des obligations continueront à s'effriter, ce qui se répercutera sur les rendements offerts ; ou bien

## lettre d'information : 30-12-2010

les taux remontent sous l'effet des craintes sur la solvabilité des émetteurs ou d'une reprise de l'inflation, et les moins-values latentes des portefeuilles des assureurs freineront leur capacité de distribution. Dans tous les cas de figure, l'effet est négatif. Sans doute, un rendement de 3%, soit la moyenne probable des fonds en euros en 2011, assorti de la garantie du capital, reste acceptable en l'absence d'érosion monétaire notable. Mais si l'inflation venait à accélérer même modestement, une tendance que l'on ne saurait exclure, alors les taux versés sembleront bien maigres et le pouvoir d'achat du capital pourrait se trouver diminué.

La particularité française sans équivalent actuel qu'est la **flambée de l'immobilier urbain** participe de la même recherche de protection à tout prix. La confiance dans un actif qui n'a de fait guère déçu depuis une quinzaine d'années pousse à extrapoler une hausse sans fin des valeurs et à se satisfaire de rendements qu'une analyse objective qualifierait d'insuffisants, et d'ailleurs proches de l'étiage évoqué plus haut sur les obligations allemandes. Au-delà d'une pénurie de logements manifeste en zone urbaine, la conjonction de taux de prêts extrêmement bas et du soutien par la loi Scellier explique certainement beaucoup du dynamisme actuel du marché, mais le début de remontée des premiers et le moindre avantage procuré par la seconde en 2011 vont raréfier un carburant essentiel à la conjoncture immobilière, et **l'investissement résidentiel peinera à procurer de la plus-value** dans les prochaines années.

2010 pourrait donc bien avoir vu **l'apogée des produits de taux** ou des biens qui leurs sont étroitement liés –ceux que l'on finance à crédit. Un premier retournement a déjà eu lieu : la grande majorité des fonds obligataires, très brillants jusqu'à l'automne, termine l'exercice sur une performance tout à fait médiocre et les obligations privées n'échappent pas à cette règle, sauf la catégorie haut rendement pour laquelle la prise de risque est récompensée. Les fonds en euros rapporteront de moins en moins, le rendement supérieur à 4% devenant l'exception. L'immobilier commercial, après trois ans de baisse, devrait retrouver des couleurs en regard du résidentiel : un glissement logique d'un actif sinon au plus haut du moins bien valorisé vers un actif sinon au plus bas du moins bon marché, aidé en cela par un rendement presque double.

L'objectif de **réaliser une performance supérieure au taux sans risque** matérialisé par ce retour vers 3%, sorte de taux technique séculaire, **devient assez accessible**, mais encore faudra-t-il pour cela que l'épargnant se départisse de l'extrême aversion au risque dans laquelle il s'est cantonné depuis près de trois ans. Une dose d'exposition aux bourses en est un moyen réaliste afin de bénéficier des résultats des entreprises qui se sont nettement redressés, en dépit d'une conjoncture morose en Occident. Le consensus presque unanime actuellement envers les marchés émergents inciterait plutôt à une réserve provisoire, mais les valeurs européennes sensiblement sous-valorisées et au rendement élevé sont un vecteur simple pour suivre une appréciation vraisemblable, malgré les turbulences que ne manquera pas de susciter le feuilleton de la dette publique, installé pour durer.

*Achévé de rédiger le 30 décembre 2010.*