



Taux à dix ans français au plus bas : un record dont il ne faut pas se réjouir trop vite

Commentaire de Daniel Gérino, Directeur de la Gestion et Président de Carton Sélection.

La très paradoxale faiblesse des coûts d'emprunt d'un Etat français peu vertueux ne doit surtout pas encourager un relâchement de l'effort d'assainissement budgétaire.

Le taux au plus bas atteint ces dernières semaines par les emprunts à dix ans de la France (1,50% pour l'OAT le 21 juillet) est certes une bonne nouvelle, car le service de la dette occupe une place de plus en plus importante dans l'économie française : le paiement des intérêts représente 2,4% de son PIB. En 2013, puis sans doute à nouveau en 2014, ce seront ainsi plusieurs milliards d'euros anticipés dans le budget de l'Etat, qui ne seront finalement pas décaissés. Mais ce phénomène plutôt conjoncturel ne plaide malheureusement pas en faveur d'une politique budgétaire plus vertueuse, alors qu'elle est une nécessité absolue. Elle n'empêche en effet pas le stock de dette de littéralement exploser : de 64,4% du PIB fin 2007, il a grimpé à 93,6% fin mars 2014 et la barre des 100% devrait être franchie au cours de l'année 2015. Dans ces conditions, une nouvelle dégradation de sa notation sera alors à craindre. Il est donc difficile de se satisfaire de cette faiblesse du taux de l'OAT 10 ans, peu en phase avec la situation budgétaire de l'Etat français. Les investisseurs non-résidents, qui détiennent près des deux tiers de ce stock, apprécient globalement la solidité de la zone euro et cherchent un surcroît de rendement vis-à-vis de l'Allemagne, afin de placer leurs abondantes liquidités, gonflées par les généreuses politiques des banques centrales (qui continuent à vouloir faire repartir le crédit, bien que ses excès aient été à l'origine de la crise financière). Ces investisseurs internationaux arbitrent ainsi en faveur des obligations françaises, favorablement impressionnés aussi par la capacité de l'Etat à lever l'impôt, une capacité qui a cependant tendance à s'effriter depuis quelques mois...

Un taux réel de l'ordre de 1%

La grande qualité de la gestion active des 1.500 milliards de dette négociable (1.986 milliards au total) par l'Agence France Trésor, qui profite de cette aubaine des taux bas pour refinancer par anticipation ses emprunts, est loin de suffire. D'autant que leur maturité relativement courte (7 ans contre 15 ans au Royaume-Uni) lui permet moins facilement de sécuriser dans le temps ce faible coût. La faute à des investisseurs institutionnels locaux dont les horizons d'investissement sont moins longs que ceux des fonds de pension britanniques. Le gouvernement britannique a ainsi aussi profité de cette fenêtre de tir pour émettre massivement depuis deux ans et allonger sa dette. Mais si les taux britanniques sont plus élevés (2,5-2,6% à 10 ans), l'inflation l'est aussi (1,9%) et le coût réel de la

dette est très modéré. A l'inverse l'inflation est en France au plus bas (0,5% pour le mois de juin) et le taux réel d'emprunt à 10 ans de l'ordre de 1%. A cette différence s'ajoute une croissance atone de ce côté-ci de la Manche (0,3% de croissance acquise fin juin), qui ne peut plus faire espérer que les prévisions gouvernementales soient atteintes sur l'ensemble de l'année, un chiffre de l'ordre de 0,6% étant probable. Ce ralentissement prolongé de l'activité devient d'autant plus inévitable qu'à un recul de l'investissement des entreprises (-0,8% au deuxième trimestre) s'ajoute désormais un tassement de la consommation (elle a même reculé au premier trimestre), le traitement social de la crise atteignant ses limites alors que le taux de chômage poursuit sa progression. Dans ce contexte de conjoncture économique anémique il est difficile d'envisager que les recettes fiscales de l'Etat soient au niveau attendu et permettent de combler le déficit. Pourtant la limite des 3% fixée par les accords de Maastricht devait permettre que l'endettement des Etats ne s'emballe pas. Elle doit donc rester un objectif.

Cependant, un cycle infernal semble bien enclenché du fait du manque de prise de conscience de l'ensemble des dirigeants politiques qui se sont succédés au cours des trente dernières années, de nouveaux emprunts servant à rembourser ceux arrivant à échéance : le système de remboursement in fine s'avérant un véritable « pousse au crime », quasiment une « chaîne de Ponzi » dont nous avons tout à craindre de l'issue. Des émissions à remboursement en annuités constantes seraient objectivement beaucoup plus saines. Espérons qu'une telle approche entrera progressivement dans les mœurs.

Par ailleurs, dans cette situation où les Etats européens sont exsangues, la croissance ne pouvant plus être portée que par les entreprises et les ménages, il est indispensable de réactiver les « project bonds », afin de mener à bien des projets d'infrastructures ambitieux, qui porteront en germe la croissance future de l'ensemble de l'Europe, dans les domaines des transports, des télécommunications ou de l'énergie, entre autres. Pour ce faire, le recours à la BEI, une institution qui a fait la preuve de sa capacité à financer efficacement ce type de projets, doit être encouragé, à travers en particulier un sensible renforcement de ses moyens par tous les pays de l'Union. Il reste à convaincre nos partenaires allemands, moins sensibles à ces problématiques que les autres pays membres, du fait du « *pricing power* » de leur industrie, mais qui doivent être conscients que la zone euro fonctionne aujourd'hui, en grande partie, dans leur intérêt.

Commentaire signé Daniel Gérino, Directeur de la Gestion et Président de Carlton Sélection.

Auparavant responsable de la gestion OPCVM au Crédit Mutuel, à la Midland Bank et Directeur Associé d'Axa Asset Management, Daniel est diplômé de l'Institut des Actuaire Français.

A propos de Carlton Sélection

Carlton Sélection est une société de gestion indépendante française créée en 2011 par Daniel Gérino, actuaire et associé fondateur d'*Intersélection*, société de conseil en investissement dédiée aux investisseurs professionnels, créée en 1996.

Carlton Sélection propose une gamme de fonds ouverts et dédiés couvrant l'ensemble des classes d'actifs. A l'écoute des opportunités de marchés, l'équipe de gestion de Carlton Sélection met en oeuvre une gestion réactive et non benchmarkée.

Carlton Sélection s'adresse aux investisseurs institutionnels, corporates, family offices et conseillers en gestion de patrimoine indépendants. Au 31 décembre 2013, les encours sous gestion de Carlton Sélection s'élèvent à 133 millions d'euros.

Contact presse

Agence Fargo

Wyame Fassi Fihri wfassifihri@agencefargo.com

01 44 82 95 51