

Vous payez votre locataire pour qu'il habite chez vous ? J'ai sans doute mal compris. Mais vous me dites : je paie bien l'Allemagne pour qu'elle me garde mon argent, alors pourquoi pas mon locataire qui me garde mon appartement ? C'est une logique irréfutable, mais sommes-nous donc dans un monde d'aliénés ?

Pour l'investisseur, la situation actuelle est, on en conviendra, très désavantageuse. Mais pour sa contrepartie c'est le meilleur des mondes: Paul emprunte et Pierre le paie, alors (pense celui-ci) pourquoi est-ce que ça ne durerait pas toujours ainsi ?

Vivons-nous au bord de l'abîme ou bien au creux du paradoxe ? L'Histoire financière suggère que les extrêmes sont intenable. Et pourtant les raisons qui expliquent les taux bas ou négatifs paraissent tellement fortes ! Ces taux nous disent que les pays industriels sont dans l'impasse. Pour sortir du marasme, il faudrait trouver quelques contre-arguments optimistes, comme pile correspond à face. La philosophie chinoise nous encourage à pratiquer ce genre d'exercice.

Pour réfléchir sérieusement à ce sujet compliqué, il nous faut voler vers lui avec des questions simples :

- Qu'est-ce qu'expriment les taux bas (pourquoi sont-ils bas) ?
- Quels sont les inconvénients que présentent les taux bas (oui, cela ne présente pas que des avantages) ?
- Qu'est-ce que négligent les taux bas ? Autrement dit: aux raisons fortes montrant que les taux doivent être bas, ne peut-on opposer des arguments qui suggèrent le contraire ?
- Les problèmes économiques et monétaires actuels auraient-ils des solutions ? Et si de bonnes nouvelles arrivaient, comment influenceraient-elles les taux ?

Des taux à marée basse

Il faut d'abord préciser de quels taux nous parlons. Les taux courts sont ceux auxquels on emprunte à court terme, par ex. au jour le jour, comme le font les banques auprès de la Banque Centrale Européenne (BCE). C'est la BCE qui détermine ce taux, puisqu'elle peut *ad nutum* créer de la monnaie. Ce n'est pas un taux de marché, ce taux est l'expression d'une politique monétaire. L'autre outil de cette politique est la quantité de monnaie créée. Ainsi, tous les jours, la BCE décide du montant de crédit qu'elle met à la disposition des banques. Quand la politique de la BCE est accommodante, elle agit logiquement à la fois sur la quantité et le prix du crédit.

Actuellement la BCE maintient les taux courts à des niveaux extrêmement bas et elle crée de la monnaie en grande quantité. A elle seule la récession qui sévit en Europe justifierait qu'on facilite au maximum le financement à court terme de l'économie. Mais de plus la BCE veut assurer la stabilité du système bancaire européen : elle refinance donc très libéralement toutes les banques euro qui se présentent à ses guichets.

Lorsque les taux courts sont bas la liquidité est en principe abondante. L'argent est donc facilement disponible, à bon prix, pour qui voudrait acheter des emprunts d'état ; ceux-ci offrent certains taux de rémunération : ce sont les taux long, ceux des emprunts à long terme. Ainsi normalement, si les taux courts sont bas, les taux longs le sont aussi.

Mais nous ne vivons pas dans un monde *normal*. Pour que cette transformation du court en long puisse s'opérer, il faut un catalyseur important : la confiance. Il s'agit avant tout d'avoir confiance dans l'état emprunteur. Cette préoccupation est au cœur des problèmes européens.

En effet, j'ai confiance dans le gouvernement allemand dont l'économie est solide et les finances saines. Mais je n'ai que très peu confiance dans le gouvernement grec, et pas beaucoup non plus dans le gouvernement espagnol.

Ainsi, bien que l'Allemagne et l'Espagne empruntent toutes deux en euros et bénéficient donc toutes deux des libéralités de la BCE, le premier pays emprunte à 0%, le deuxième à 7% ! La transformation du taux court en taux long n'opère plus pour l'Espagne.

On voit donc que dire « les taux sont bas » est une généralisation hâtive : le taux court de la BCE est bas pour tous les pays de la zone euro, mais les taux longs ne sont pas bas pour tout le monde. Il y a des exceptions et la suite de ce papier montrera qu'on ne peut aisément s'en débarrasser. Mais pour l'instant c'est la généralité qui nous intéresse: pour les pays de *l'euro-nord*, les taux longs sont historiquement très bas, cela est vrai aussi des taux longs en dollars, en francs suisses, en sterling, en yens. Dans quel monde vivons-nous ?

La stabilité des prix et la récession ne peuvent pas tout expliquer. Jamais depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, les taux longs n'étaient tombés aussi bas, et pourtant le monde a connu plusieurs récessions depuis lors. Il faut donc chercher d'autres explications. L'une pourrait être la crainte de baisse des prix : la déflation accroît la valeur réelle de remboursement de l'emprunt que j'achète. Je peux donc m'accommoder d'une rémunération faible, voire négative de mon titre. Le Japon sert ici de référence : il navigue au bord de la déflation depuis la crise financière qu'il a connue il y a 25 ans. On peut soutenir que la déflation est aujourd'hui une menace pour l'ensemble des pays développés.

Un autre élément d'explication est la crise financière de 2008. Une crise financière entraîne deux sortes de conséquences :

- Une difficulté importante à revenir à la croissance : les consommateurs sont appauvris (cf les *subprime*), les banquiers sont méfiants.
- *L'aversion au risque* : le chat échaudé jure qu'on ne l'y prendra plus. Il va donc se diriger vers les emprunteurs qui en principe ne peuvent pas faire défaut : les états.

Les états sont d'ailleurs trop heureux d'encourager le mouvement- et cela pour deux raisons. La première est la plus présentable : il s'agit d'assurer la sécurité financière des épargnants dans un monde troublé. Il faut donc diriger le maximum possible d'épargne vers des placements sans risques, c'est-à-dire les titres que eux-mêmes, les états, émettent.

La deuxième est évidemment celle de l'intérêt propre des états : les déficits budgétaires i .e. les besoins de financement publics, ont augmenté dans des proportions extraordinaires, il faut essayer de faire face.

Pour ces deux raisons la réglementation financière pousse de plus en plus les investisseurs institutionnels à investir en emprunts d'état. C'est ce qu'on a appelé la «répression financière ».

Bon gré, mal gré, les investisseurs ont obtempéré. L'aversion au risque est devenue une sorte de religion. La notion de risque est jetée aux enfers. On oublie ainsi que la vie économique est faite de risques et que la bonne gestion de risques, notamment par l'achat d'actions, est ce qui, sur de longues périodes, a enrichi les épargnants. Mais voilà : ces dernières années les actions ont donné des résultats plutôt catastrophiques, alors même que les obligations offraient une rentabilité jamais observée auparavant : sur 30 ans (1981-2011) les Treasury Bonds américains ont offert une rentabilité annuelle nette de 9,1% par an (source : Fed de St Louis) !

La victoire vole au secours de la victoire. Les grands investisseurs internationaux s'enorgueillissent de ne plus détenir que peu d'actions dans leurs portefeuilles. Leurs clients, disent-ils, n'acceptent plus les risques (une fois pour toutes).

Ce disant, on mélange deux arguments, le stock et le flux : ces clients qui n'acceptent plus le risque acceptent-ils aussi d'avoir une rentabilité nulle (ou négative) sur leurs investissements ? Obtenir du 9,1% sur un placement sans risque, c'est formidable. L'ennui c'est qu'une bonne partie de cette rentabilité est venue du gain en capital et intérêt réalisé dans la longue phase de baisse des taux commencée après le *squeeze* monétaire mis en place aux Etats-Unis par Paul Volcker en 1981 pour briser la spirale inflationniste (1). En revanche, si aujourd'hui j'achète des T-Bonds qui rapportent zéro, mon espoir de gain en capital est- sauf à prévoir la déflation- au mieux nul.

(1) Illustrons ce raisonnement : pour procurer un rendement de 10%, une obligation théorique à 5 ans à coupon zéro émise au pair doit être remboursée à 161%. Son équivalent actuel à rendement zéro serait remboursée au pair. Le premier titre sans risque est plus séduisant que le second !

Si l'euro n'était pas en crise, la situation ne serait pas aussi compliquée, ni les taux aussi bas. La crise de l'euro est d'abord celle des pays de l'*euro-sud*, qui se noient dans le déficit budgétaire et le surendettement. En d'autres temps la Grèce, l'Espagne...auraient dévalué leur monnaie et retrouvé des chances de rétablissement. Dans l'euro cela n'est pas possible et la seule voie ouverte à ces pays est celle de l'austérité i.e. d'une réduction des revenus. C'est un processus lent, hasardeux et douloureux. Ainsi la récession de l'*euro-sud* tire vers le bas l'ensemble des pays de la zone.

Ce qui est mauvais pour la croissance est bon pour les taux. Dans ce sens la crise de l'euro contribue à la baisse des taux. Les pays du *nord-euro* (l'Allemagne...) empruntent à zéro, tandis que la Grèce a disparu des marchés et que l'Espagne et l'Italie s'accrochent pour ne pas subir le même sort.

Mais la zone euro n'est pas qu'une région en récession, c'est aussi une bombe à retardement. Si l'euro saute, il est convenu de dire- et d'ailleurs c'est assez vraisemblable- que les pays membres, y compris ceux du nord, seraient frappés par la dépression et entraîneraient le reste du monde avec eux. On n'a donc pas besoin d'être frileux pour avoir envie de se protéger contre le risque ; encore faut-il choisir le bon cheval i.e. celui qui pourrait retrouver son équilibre, même s'il a mal sauté une ou deux haies. On achète donc le papier le plus solide (le Bund), ou le plus... liquide (le T-Bond), comme on achèterait de l'or ou mettrait son argent au coffre.

Nous vivons donc une période critique et il faut maintenant se demander à qui profitent ces taux extrêmes et si, symboles d'une crise grave, ils présentent plus d'avantages ou d'inconvénients pratiques.

Le meilleur, ou le pire des mondes possibles ?

... Ou bien quelque chose entre les deux ? Le passé nous a appris que les taux longs élevés ont une influence paralysante sur la croissance et font baisser le marché immobilier. Dans les années 1990, la France a connu son cycle propre de taux élevés : il fallait à tout prix défendre la parité franc-DM dans la perspective de l'euro (déjà !) et les taux courts étaient maintenus aux environs de 10%. Quel meilleur placement à l'époque qu'une Sicav monétaire ?

Sur les taux longs cette politique restrictive inspirait la confiance et les taux longs se situaient en-dessous des taux courts. La courbe des taux était inversée ! Cette politique eut un double résultat : elle provoqua une récession dans la première partie de la décennie, mais, au-delà même de l'exigence euro, elle fit quitter au franc le statut de monnaie faible : tandis que le sterling, la lire dévaluaient, le franc, impavide, collait au DM. C'est cet héritage que la France doit maintenant défendre.

Mais le monde a changé : nous jouissons aujourd'hui des taux les plus bas de l'Histoire. Serait-ce une bénédiction ? La réponse, on s'en doute, est loin d'être aussi simple. Les taux bas sont bons pour les emprunteurs, que l'on soit entrepreneur, ou jeune ménage achetant son premier logement. Pour les états, ces très grands emprunteurs, la baisse des taux devraient être synonyme de félicité : une baisse de 1 point des taux longs représente pour les pays de l'euro une économie annuelle globale de 60 milliards d'euros !

Ce devrait être le meilleur des mondes, mais cela ne l'est pas : on a vu que les taux longs reflètent la récession et l'inquiétude. Pourraient-ils néanmoins avoir à la longue un effet auto-correcteur et, en facilitant la vie des emprunteurs, permettre à ceux-ci de dégager des marges de manœuvre ? On peut en douter. Pour les états, la récession signifie pertes de recettes. Pour les particuliers elle entraîne la crainte du chômage. Pour les entreprises, la demande émanant de leurs clients est déprimée. Les projets d'investissement sont remis à des temps meilleurs. Il faut avant tout faire la trésorerie- et c'est souvent difficile : les banques sont méfiantes et préfèrent placer leur liquidités à la BCE plutôt que les prêter à leurs clients.

Pour les créateurs la période actuelle est frustrante. La rémunération de l'épargne à court ou long terme est très faible. Pour le prix de la sécurité les investisseurs doivent renoncer à la rentabilité sur leurs placements financiers. Il leur reste des actifs comme l'immobilier dans les grandes villes, ou l'or, qui offrent des espoirs de plus-value, en même temps, croient-ils, qu'une relative sécurité.

Il existe une sorte de créance dont les titulaires auront du mal à obtenir la liquidation : ce sont les montants investis dans les fonds de pension à capitalisation de type anglo-saxon.

Cette dette sociale augmente de manière significative en période de taux bas : supposons que le fonds XX doive payer dans 10 ans un montant annuel de pension de 100. Si les taux d'intérêt, référence pour le taux d'actualisation, sont à 5%, la valeur actuelle de cette dette sociale est de 59,8. Le temps c'est de l'argent. Mais si le taux d'actualisation est nul, la valeur actuelle de la dette est évidemment égale à 100. Or, on se rappelle l'importance du poids de la dette sociale pour les grands groupes américains, dans l'automobile et ailleurs.

Les taux très bas ne sont donc même pas un *mixed blessing*. Ils sont les symptômes de la pathologie économique et financière dans laquelle le monde se débat. La situation est désespérée, mais est-elle vraiment sérieuse ? Le patient a peut-être encore de la ressource.

Ciel ! On pourrait s'en sortir ?

Les déficits budgétaires se gonflent, le poids des dettes est écrasant, le système bancaire vacille, la croissance a disparu des pays développés. Sûrement ça ne peut que s'améliorer ! C'est ce que vous dites, si vous faites partie des optimistes, et peut-être avez-vous raison. Que vous soyez minoritaire de ce point de vue donne de la pertinence à votre position, on va voir pourquoi.

La logique des optimistes est assez simple: les problèmes actuels sont si aigus que les résistances qui s'opposent à des solutions raisonnables vont s'effondrer. Quand quelque chose *doit* arriver, cela *va* arriver. Dans les démocraties il faut arriver à des situations extrêmes pour que les choses bougent. Nous y sommes.

C'est fort bien, mais comment va-t-on faire ? Il serait aventureux de dire que les déficits budgétaires sont vaincus, mais les bons remèdes commencent enfin à être appliqués en Europe : les dépenses sont comprimées, les impôts alourdis. La bonne combinaison des deux n'est pas toujours conforme à la prescription du FMI, qui préconise 2/3 de réduction de dépenses et 1/3 d'impôts en plus, mais les deux leviers sont actionnés. La grande nouveauté, ce ne sont pas hélas les impôts supplémentaires, ce sont les réductions de dépenses.

Dans cette perspective il est vrai que la Grèce se comporte mieux jusqu'à présent que la France, mais les Olympiades de la remise en ordre fiscale se déroulent sur disons deux ans.

Ce qui est important est le sens : pour la première fois depuis la 2^e guerre mondiale, la croyance paresseuse en la capacité de la dépense publique à résoudre les problèmes est remise en cause. L'état-providence est mis devant ses contradictions. L'obligation de résultat s'impose enfin.

Les banques vacillent. Bonne nouvelle, on va enfin bâtir un système bancaire européen. Il comportera en particulier des dispositifs de supervision des risques et de garantie des dépôts. Son élaboration sera laborieuse, mais la pression des circonstances est suffisante pour que les forces de freinage soient vaincues. L'organisation qui en sera issue ressemblera au système bancaire américain. La solidité de l'ensemble profitera à l'ensemble des banques membres du système, aux espagnoles autant qu'aux allemandes. La politique monétaire sera alors plus libre de s'adapter aux exigences conjoncturelles.

La question du surendettement est la plus épineuse : comment alléger le poids de la dette pesant sur la plupart des pays de la zone euro? Le principe de réalité va nous guider : *ces dettes ne seront jamais remboursées*. Nous sommes dans une crise d'insolvabilité et non point seulement de liquidité. Mais la question du remboursement n'est pas vraiment pertinente. On peut faire beaucoup de choses avec des dettes avant de penser à les rembourser !

D'abord les rééchelonner, ce qui veut dire : ce que je devais vous rembourser dans un an, je vous le rembourserai entre l'année 1 et l'année 5. Bien sûr, il faut que vous, créateur, acceptiez de faire un effort sur le capital : je ne vous rembourserai qu'à 60% (?), sauf si ma situation s'améliore plus que prévu. Vous allez donc bien subir une perte, mais vous avez déjà provisionné votre créance au-delà de ce pourcentage. Vos finances ne seront donc pas en péril. Et d'ailleurs, si mon plan d'assainissement donne les résultats escomptés, je vais redevenir un bon risque et vous allez donc vouloir souscrire à mes émissions futures. Le rééchelonnement deviendra alors un processus volontaire. Entre ces deux types de refinancement il y a, aurait dit Talleyrand, *plus qu'un abîme, une nuance*.

Je n'ai d'ailleurs peut-être pas besoin de fonds, mais d'une simple garantie de votre part. Grâce à celle-ci je vais pouvoir me refinancer et, comme je me suis engagé à mettre de l'ordre dans mes finances, cette garantie a toutes les chances de ne jamais être exercée.

La grande question de la mutualisation des dettes euro peut donc être résolue pratiquement, avec un peu de patience, de savoir-faire... et de chance. Le risque serait de se bloquer sur une question de principe. Paradoxalement le danger peut venir plus des juges de Karlsruhe - dont la légitimité ne saurait au demeurant être mise en cause- que des gouvernements, ou des marchés.

Cette vision financière un peu optimiste ignore un obstacle majeur, celui de la récession. Les pays développés traversent une phase de récession, dont l'origine remonte à la crise financière de 2008. On a vu qu'un phénomène de ce genre est particulièrement difficile à renverser, ne serait-ce qu'à cause du poids des dettes accumulées. De plus, les politiques d'austérité risquent de tuer le malade avant de le guérir. Le cas du patient grec est le plus problématique, mais la plupart des autres pays de l'euro sont aussi exposés à l'aspiration par la spirale *récession entraîne plus de déficit, donc plus de dettes, donc plus d'austérité*.

A cela il paraît difficile d'opposer une réponse catégorique. Mais nous ne sommes pas dans une dépression, processus incontrôlée de baisse de la production et d'appauvrissement. Il semble légitime de dire, reprenant une terminologie américaine: nous sommes peut-être dans une *L-shaped recession*, une récession en forme de L, dans laquelle on pense que l'activité ne va plus beaucoup baisser, sans qu'on puisse pour l'instant discerner l'amorce d'une reprise.

Celle-ci pourrait venir des effets positifs de la récession. Des effets positifs? Mais oui. Les salaires européens étaient trop élevés, les voici qui plafonnent, ou baissent. La productivité des entreprises, exprimée en valeur ajoutée unitaire, augmente. Ses effets sont masqués par la baisse actuelle des volumes, mais ils se feront sentir dans la reprise. Le processus que nous connaissons est douloureux, parce que des usines ferment et licencient leur personnel, mais ce qui subsistera sera une industrie plus compétitive et capable de gagner des marchés dans les pays émergents.

Déjà les exportations américaines vers la Chine ont augmenté de 53% depuis 2007 (*The Economist* 14-20 août). Dans l'économie post-récession les services joueront un rôle plus important. Ceux-ci échappent largement au handicap de coûts relativement élevés que subit encore l'industrie occidentale. Ils emploient –il est vrai- relativement peu de personnes, mais les rémunèrent bien.

Le taux de change peut également nous aider : l'euro a baissé face aux autres monnaies. L'industrie européenne retrouve donc de la compétitivité. De plus, l'Allemagne isolée aurait une monnaie beaucoup plus forte, elle bénéficie donc particulièrement de l'effet de change et contribue à stabiliser l'économie euro.

On peut donc dire : la croissance n'est pas morte et la spirale de la récession ne nous engloutira pas. Timidement une autre spirale, vertueuse celle-là, pourrait apparaître : plus de croissance, donc plus de capacité à rembourser les dettes, etc. Les déficits publics cachent les excédents privés et des taux d'épargne élevés. Ce n'est pas la France qui est endettée, c'est l'Etat. Quand la confiance reviendra, le consommateur sera au rendez-vous.

Mais que devient dans tout cela l'investisseur obligataire? Doit-il se réjouir des progrès que connaîtrait alors la solvabilité de ses débiteurs ? Sans doute, mais la croissance n'est pas son amie inconditionnelle.

Des lendemains difficiles

Pour cet investisseur il existe deux sortes d'ennemis. Le premier est en réalité plutôt un concurrent qu'un ennemi. Il s'agit des actions. Aujourd'hui les actions sont délaissées et on nous jure que c'est pour toujours. Mais supposons qu'un peu de croissance revienne : non seulement les dividendes offerts par les actions paraîtraient mieux assurés, mais on commencerait à envisager qu'ils puissent augmenter à l'avenir. Les obligations ne peuvent offrir cet avantage. Alors certains investisseurs obligataires pourraient exiger que l'intérêt servi sur les nouvelles émissions soit plus élevé que dans le marché actuel. Cela s'appelle une hausse des taux et se traduirait par la baisse du cours des obligations existantes.

Tout cela est bien connu et ne serait pas si inquiétant, si les taux n'étaient pas aussi bas, autrement dit si les investisseurs n'étaient pas si fortement *surpondérés* en obligations. Mais, cela étant le cas, le simple passage des anticipations conjoncturelles du négatif au neutre (la courbe en L), pourrait provoquer des mouvements tectoniques sur le marché. Si le Cap Horn est franchi, alors...

L'autre ennemi des obligations est beaucoup plus sournois. Il se manifeste dans les phases de croissance forte. Ce monde-là paraît tellement lointain que s'y intéresser semble incongru. Et la croissance est tant désirée qu'on ne va pas chipoter sur le rythme auquel elle se ferait. Prenons donc le risque de l'impopularité : l'ennemi dont nous voulons parler, c'est évidemment l'inflation.

En quoi l'inflation est-elle mauvaise pour les obligations ? En ceci, bien sûr, qu'elle réduit la valeur réelle du capital remboursé. Refaisons un peu d'arithmétique. J'achète au pair (à 100) une obligation remboursable au bout de cinq ans au pair. Si l'inflation est nulle je récupère mon capital. Mais si l'inflation annuelle est de 5%, comme ci-dessus, la valeur présente du capital qui me sera remboursé dans cinq ans n'est plus que de 77,4! J'aurai donc subi une perte importante en capital, à moins que le coupon annuel ne soit d'un niveau qui me permette de compenser cette perte. On conçoit aisément que, à partir du moment où j'éprouve une crainte de cette nature, je demande une assurance sous forme d'un coupon annuel qui soit plus élevé que dans la situation actuelle.

Mais pourquoi l'inflation reviendrait-elle ? Il y aurait à cela deux raisons possibles, d'ailleurs toutes deux bien documentées. La première est, pourrait-on dire, politique. Nous disions plus haut que les dettes ne seraient jamais remboursées. Si, elles pourraient l'être, mais en monnaie dévaluée. On disait naguère que la plus sûre façon de se ruiner était d'acheter des emprunts d'état. Les gouvernements du XXe siècle ont souvent remboursé en *monnaie de singe*. Ils y ont un puissant intérêt : dans l'exemple précédent l'emprunteur ne rembourserait en termes réels que 77,4% de ce qu'il doit. Pour l'ensemble des pays de l'euro cela représenterait une économie de plus de 1 300 milliards d'euros (sur un stock de 6000+ Mrd euros) ! Comment résister à cela ?

Il est vrai que l'inflation, pas plus que la croissance, ne se décrète. Mais il existe une autre raison de penser que l'inflation n'est pas nécessairement un phénomène révolu, il s'agit de la masse énorme de liquidités créée par les banques centrales pour refinancer les banques et éviter une nouvelle panique financière. Il faut admettre que la croissance de la masse monétaire n'a pas jusqu'ici fait apparaître de signe d'accélération de la hausse des prix. L'explication de cela vient du fait que les banques ne prêtent, on l'a vu, qu'avec parcimonie. La croissance du crédit est faible, la vitesse de circulation de la monnaie aussi.

Mais cette monnaie *inutile* existe. Il ne serait pas nécessaire que la croissance revienne pour qu'on ait envie de mieux l'utiliser, il suffirait qu'un peu de confiance dans l'avenir se manifeste. Alors des projets d'investissement seraient activés, le consommateur deviendrait moins frileux, les entreprises seraient prêtes à stocker un peu plus.

Apparemment peu de gens croient à cette éventualité Et puis, tous ces grands investisseurs qui sont fiers de garantir que leurs clients sont maintenant à l'abri du risque, parce que leurs portefeuilles sont investis à 85% en obligations, ne peuvent pas tous se tromper ! Peut-être dans dix ans faudra-t-il changer son fusil d'épaule, mais le faire maintenant, ne serait-ce pas funeste ?

Fort bien, le risque a disparu, disiez-vous ? Quand avait-on dit cela pour la dernière fois, n'était-ce pas en... 2007 ? Ce risque qu'on ne voit plus a en réalité changé de déguisement. Admettons que les emprunts des bons états soient sûrs, cela mérite-t-il vraiment de renoncer à toute rémunération, alors même que les risques d'une étincelle inflationniste ne peuvent être absolument exclus ? On imagine le traumatisme que provoquerait le transfert au profit des états des 1 300 Mrd d'euros cités précédemment. Personne n'y croit, et d'ailleurs on aurait le temps de voir venir ...

Au changement de saison prévoir quelques turbulences

Les taux d'intérêt sont exceptionnellement peu élevés, pour des raisons qui paraissent fortes. Mais ces raisons font référence au passé, i.e. à la crise financière de 2008 et à ses conséquences. Implicitement les taux bas nous disent que la situation actuelle, caractérisée par l'absence de croissance, la crainte de disparition de la zone euro et une faible inflation va se prolonger indéfiniment. De ce point de vue on peut dire que les taux d'intérêt sont un indicateur retardé.

Est-ce le retour en grâce des actions? Le risque auquel ce marché doit faire face est celui d'une remontée trop rapide des taux. Elle provoquerait une fuite vers la liquidité i.e. les placements de type monétaire. Il est donc peut-être trop tôt pour revenir sur les actions, mais l'expérience suggère que, quand ça n'est plus trop tôt, c'est déjà trop tard.

Que les taux remontent *un peu*, tout le monde sera content. Il est vrai que le passage de 0 à 5%, que nous avons envisagé ci-dessus, ne se fera pas en un jour. Mais il ne s'étalera pas non plus agréablement sur plusieurs années : le moment venu, la vigilance des autorités monétaires devrait les conduire à agir rapidement. On se rappelle la phrase d'Arthur Burns, ancien président de la Federal Reserve, qui disait à peu près : *quand la soirée devient un peu chaude, il ne faut pas tarder à faire disparaître les boissons fortes*. Dans la sortie de la crise actuelle, la plus grande promptitude sera nécessaire.

Rien n'est sûr en ce monde, mais on voit mal aujourd'hui ce qu'on peut gagner sur des placements liés aux taux longs. En revanche on voit très bien comment on peut perdre. Quand les grands investisseurs constateront qu'un mouvement de hausse des taux se dessine, ils se précipiteront vers la sortie : le poids de l'argent (*weight of the money*) se fera alors sentir de manière spectaculaire. Si la hausse des taux a bien lieu, elle se fera dans le désordre.

A.S.