

ACTEURS

Alice, la monnaie et Hotel California

EMMANUEL FERRY

Directeur des investissements **BANQUE PÂRIS BERTRAND**

La généralisation des taux d'intérêt négatifs est en train de devenir la nouvelle norme du monde obligataire. Entre absurdité et addiction, l'investisseur devra trouver sa voie.

Dans le roman de Lewis Carroll *De l'autre côté du miroir*, Alice se retrouve dans un monde inversé, où on se souvient du futur et où il faut courir pour rester immobile. A l'absurde s'ajoute la frustration: on propose à Alice un gâteau sec pour étancher sa soif. L'investisseur se retrouve un peu dans cet univers de non-sens: il se rue sur les obligations à taux négatifs dont il est sûr de perdre de l'argent s'il les détient jusqu'à maturité. Ce qui semblait être au départ une aberration ponctuelle est en passe de devenir une évidence durable. Le stock de dette à taux négatifs représente désormais USD 16T, soit près de 30% du total. Cette proportion atteint

même 45% en dehors des Etats-Unis. Cette marée montante connaît une accélération en raison de la boucle négative suivante: hausse du risque de récession, baisse des anticipations d'inflation, baisse des taux directeurs des banques centrales, aversion pour le risque et recherche de sécurité à tout prix.

La panique des banques centrales et le durcissement de la guerre commerciale qui a mué cet été en guerre des changes ont poussé encore un peu plus loin les limites de l'absurde. Le taux à 30 ans allemand et le taux à 50 ans de la Suisse sont passés en territoire négatif, le taux à 10 ans américain est passé sous le taux à 2 ans, cette inversion validant une entrée imminente en récession, et le taux à 30 ans américain est passé sous le taux directeur de la Fed. Seulement 3% de l'encours de dette mondiale offre un rendement d'au moins 5% et l'encours de

dette à taux d'intérêt réel négatif (après correction de l'inflation) représente plus de USD 30T, ce qui constitue l'antichambre des taux nominaux négatifs.

Le tabou des taux négatifs avait été brisé en juillet 2012 lorsque la banque centrale du Danemark avait abaissé ses taux directeurs sous le seuil de zéro, suivie par la BCE (juin 2014), la BNS (Décembre 2014), la Suède (février 2015) et le Japon (janvier 2016). Qu'un créancier doive rémunérer un débiteur, c'est contraire à toute logique. Pourtant, le marché a rapidement trouvé une rationalité. Il y a un déséquilibre structurel entre une épargne abondante et une demande en capital déficiente, qui, combiné avec le vieillisse-

ment démographique, pousse le taux d'intérêt d'équilibre vers le bas. Les taux directeurs négatifs des banques centrales sont une

taxe sur l'épargne qui sert à financer un filet de sécurité invisible mais bien réel pour les investisseurs. L'inversion de la courbe des

TOUTES LES TENTATIVES DE NORMALISER LES POLITIQUES MONÉTAIRES DEPUIS UNE DÉCENNIE SE SONT SOLDÉES PAR DES CORRECTIONS BOURSIÈRES.

taux d'intérêt est le produit d'une préférence de l'épargnant pour le futur (et non pour le présent), phénomène nouveau encore difficile à expliquer (excès de pessimisme post-crise, allongement de la durée de vie, ruptures technologiques).

Désormais, l'investisseur achète des obligations d'Etat pour leur sécurité et leur appréciation en capital (l'obligation autrichienne émise à 100 ans en septembre

2017 avec un coupon de 2,1% a déjà doublé en valeur) et il achète des actions, non pas pour leurs perspectives de croissance, mais pour leur dividende (NESTLE a un rendement du dividende de 2,3%, nettement supérieur aux taux des Obligations de la Confédération).

L'or devient un substitut aux obligations d'Etat et les plus solides (notées AAA comme l'Allemagne et la Suisse), mais sans taux négatif.

Toutes les tentatives de normaliser les politiques monétaires depuis une décennie se sont soldées par des corrections boursières. C'est ce qu'avait évoqué le membre de la Fed Richard Fisher en décembre 2012 en invoquant la chanson *Hotel California* des Ea-



gles: *Relax, said the night man, We are programmed to receive. You can check out anytime you like, But you can never leave.* Le célèbre morceau de Glenn Frey sorti en 1977 faisait référence à un centre de désintoxication pour alcooliques et drogués. C'est tout ce qu'on peut redouter quand on voit les banques centrales repartir dans un cycle d'assouplissement monétaire tous azimuts sans réelles perspectives de sortie. ■