

Taux d'intérêt négatifs : contradictions et répercussions



Le 18 juin dernier, l'Autriche, la France et la Finlande ont emprunté à un taux d'intérêt (nominal) négatif sur leurs taux obligataires à 10 ans. Deux semaines plus tard, c'était au tour de la Belgique, puis de la Slovaquie, l'Irlande, la Suède et la Slovénie. Le Danemark et les Pays-Bas les avaient précédés. L'Allemagne, elle, avait vécu cette grande première mi-juillet 2016 et le Luxembourg au premier trimestre de cette même année. Ce phénomène a aussi déjà été vécu en Suisse ainsi qu'au Japon. Fin juin 2019, il y avait au total 13.300 milliards de dollars d'obligations à rendements négatifs dans le monde, dont des obligations pourries (« *junk bonds* ») - et 40% du marché obligataire mondial rapportait moins de 1%. Cet encours a progressé depuis (15.000 milliards de dollars), à la suite de la conférence de presse du président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, qui s'est tenue le 25 juillet dernier et du souhait de la Chine de riposter et de laisser déprécier sa monnaie, le yuan, face à l'escalade des tensions avec les Etats-Unis. Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils si bas ? Quelles sont les contradictions que nous pouvons déjà observer sur les marchés financiers et quelles pourraient être les répercussions des politiques monétaires accommodantes ?

L'univers des taux d'intérêt négatifs

Le taux d'intérêt, c'est le loyer de l'argent qui permet de rémunérer les risques encourus et la préférence pour le présent. En temps normal, les créanciers sont rémunérés par les débiteurs, incitant les premiers à épargner et les derniers à s'endetter pour des projets d'investissement intelligemment pensés. Plus celui-ci est élevé, plus la tendance devrait être à freiner les investissements et la croissance, puisque de plus en plus d'arbitrages dans les décisions s'opèrent. Les taux d'intérêt négatifs inversent toutefois ces rapports traditionnels. Désormais, ce sont les créanciers qui paient les débiteurs pour être en mesure de prêter leur argent. Intellectuellement parlant, ce changement se traduit en un futur plus certain que le présent, ce qui est par nature un phénomène paradoxal voire même une aberration économique.

Genèse des taux d'intérêt négatifs

Confrontées aux premières manifestations de la crise immobilière américaine des subprimes, avant de connaître une aggravation de la situation avec la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers, les banques centrales (FED, BCE, BoE, BoJ, ...) ont fait appel à des instruments

conventionnels qu'elles ont utilisés avec ardeur. Elles ont significativement abaissé les taux directeurs afin d'endiguer une crise de liquidité du marché interbancaire. La montée brutale de l'aversion pour le risque avait en effet abouti à ce que les banques contractent fortement leurs prêts interbancaires par crainte que d'autres banques se révèlent insolubles. Souhaitant recourir de plus en plus à un usage non conventionnel des instruments conventionnels pour lutter davantage contre la dépression et la déflation, les banques centrales ont également fait évoluer leurs dispositifs d'intervention.

En agissant sur les taux à court terme, les banques centrales notifient au marché qu'elles souhaitent influencer sur ceux à long terme -taux décisifs pour la croissance et l'investissement. Toutefois, dans un environnement à taux zéro (« *zero lower bound* »), les agents économiques ne peuvent que s'attendre à une remontée du taux nominal, davantage basée sur le taux réel que sur l'inflation, puisque celle-ci reste faible. Dans ces conditions, l'usage de mesures dites non conventionnelles peut être une solution afin d'éviter un phénomène d'enlèvement.

Trois grandes familles de mesures non conventionnelles sont à distinguer : les mesures d'assouplissement quantitatif « *quantitative easing* », l'assouplissement de crédit « *credit easing* » et les orientations prospectives « *forward guidance* ». Au travers des programmes d'achats d'actifs (obligations sécurisées, titres adossés à des actifs, titres du secteur public, obligations émises par les entreprises), des opérations de refinancement à très long terme « *Targeted Long Term Refinancing Operations - TLTRO* » et des engagements publics pris quant à l'évolution future des taux directeurs, la BCE a su innover en matière de politique monétaire. Mais, 10 ans après la crise, l'institution européenne continue d'appliquer une politique monétaire ultra-accommodante¹. Alors même que les résultats escomptés sur l'inflation tardent à se manifester, les incohérences et contradictions sont légion.

Des incohérences notables sur les marchés

Les faibles taux d'intérêt des obligations souveraines, même pour les pays les plus endettés de la zone euro, constituent un premier élément pouvant paraître irrationnel. D'autant que la plupart d'entre eux empruntent à des taux réels négatifs. La Grèce et l'Italie, respectivement endettées à hauteur de 181,1 et 132,2% par rapport à leur PIB à la fin de l'année 2018, empruntaient le 18 juin 2019 aux alentours de 2,6 et 2,1% sur leurs obligations à 10 ans. Enfin, le Portugal, Chypre, la Belgique, la France et l'Espagne, respectivement endettés à 121,5 ; 102,5 ; 102 ; 98,4 et 97,1% de leur PIB, empruntaient en moyenne aux alentours de 0,6 ; 0,8 ; 0,9 ; 0,02 et 0,4% sur leurs obligations à 10 ans. La faible rémunération des risques encourus est d'autant plus curieuse que sur ces 7 pays, 6 affichaient des déficits publics en 2018 et pour

la plupart à répétition depuis plusieurs années.

Plusieurs raisons peuvent expliquer ces taux obligataires extrêmement faibles : les interventions² à répétition de la Banque centrale européenne et la nouvelle annoncée récemment et prévue au courant du mois de septembre 2019³, les inquiétudes des investisseurs à propos de la croissance mondiale avec les tensions commerciales - se détournant des marchés d'actions - et finalement les contraintes réglementaires qui obligent les banques et assurances à détenir des obligations souveraines dans leurs bilans, puisque ces dernières sont jugées plus sûres. En intervenant directement sur les marchés primaire et secondaire obligataires, la Banque centrale européenne interfère avec le mécanisme habituel de la formation des prix. A titre illustratif, le 18 juin dernier, les marchés jugeaient - curieusement (et très probablement à tort⁴) - qu'il était plus risqué d'acheter une obligation à 10 ans de Singapour (à 2%) ou encore de la Norvège (à 1,4%) que du Portugal, de Chypre, de la Belgique, la France ou encore de l'Espagne.

Un autre paramètre pouvant paraître surprenant est celui des taux d'intérêt négatifs sur des obligations pourries (« *junk bonds* »). Au 14 juillet dernier, il était estimé qu'environ 2% de ce marché à haut risque libellé en euro avait des rendements négatifs⁵.

L'importance des écarts sur les taux obligataires (« *spreads* ») qui persistent entre les Etats-Unis, le Japon et l'Europe est aussi un point pouvant paraître illogique. Des opérateurs financiers empruntent à des taux proches de 0% en Europe ou au Japon pour prêter à des taux plus élevés aux Etats-Unis (2

¹ Voir : <https://www.banque-france.fr/statistiques/taux-et-cours/les-taux-monetaires-directeurs>

² Le prix d'une obligation est une fonction inverse du taux d'intérêt. Tout achat massif engendre une hausse du prix et un abaissement du rendement (taux).

³ Alors même que le programme d'achat d'actifs s'était arrêté en décembre 2018, la BCE a décidé, au courant du mois de mars 2019, de lancer une nouvelle salve de prêts bancaires (TLTRO III) qui

commencera en septembre 2019 pour une durée de 2 ans. Les taux d'intérêt directeurs (à 0%) devraient rester à leurs niveaux actuels jusqu'à la fin du premier semestre 2020 au moins.

⁴ Les agences de notation Standard & Poor's et Moody's ont attribué les meilleures notes possibles (triple A) à Singapour et à la Norvège.

⁵ Les fonds d'investissement spécialisés dans ces obligations très risquées enregistrent de ce fait des records sur leurs performances.

%). En se couvrant des risques de change avec des contrats à terme, ces opérations dites d'arbitrage assurent un gain. Ces transactions financières contribuent à nourrir la demande pour les obligations souveraines américaines, augmentant leur prix, diminuant leur taux d'intérêt et appréciant au passage le billet vert. Le déficit américain peut donc être financé en partie grâce aux taux historiquement bas au Japon et en Europe. Ce phénomène ainsi que l'abondance de liquidités au niveau mondial peuvent d'ailleurs expliquer en partie l'aplatissement de la courbe des taux U.S., puisque les investisseurs internationaux sont à la recherche de placements peu risqués offrant toutefois un certain rendement (à plus longue maturité)⁶. La FED est alors contrainte d'abaisser ses taux afin d'éviter qu'un dollar trop fort ne pénalise les entreprises américaines.

Enfin, un quatrième aspect pouvant paraître dommageable concerne la rentabilité des banques européennes. Cette politique monétaire a pour conséquence de dégrader leurs revenus nets d'intérêts. Selon la BCE⁷, aux Etats-Unis, 70% des besoins de financement du secteur privé sont couverts par les marchés des capitaux, contre 45% en Europe. Comparées à leurs consœurs américaines qui s'appuient davantage sur les frais bancaires des services d'investissement, les banques européennes tirent principalement leurs revenus des intérêts créditeurs des prêts. Ces dernières ont ainsi plus d'actifs dans leurs bilans⁸ (300% du PIB de la zone euro, contre 85% aux Etats-Unis selon le FMI⁹), exigeant de ce fait un coussin de fonds propres (en valeur absolue)¹⁰ plus important. Elles sont davantage sensibles aux changements d'activité économique et aux

taux d'intérêt. Autrement dit, elles sont bien plus procycliques et sont plus susceptibles de porter en leur sein des créances plus fragiles. Elles tendent aussi à prêter plus facilement aux entreprises qui apportent des garanties importantes qu'aux jeunes entreprises avec des actifs intangibles, créant de ce fait une véritable barrière à l'innovation. Ces différences structurelles qui incombent aux banques européennes ne jouent pas en leur faveur. Leur faible rentabilité représente un risque pour la stabilité financière de la zone euro et un réel frein en matière de compétitivité, les condamnant ainsi à prendre du retard sur leurs investissements dans la technologie, la digitalisation, le développement de nouveaux produits ou services, l'implantation dans de nouveaux marchés ou encore la réalisation d'acquisitions nouvelles.

La cherté des actifs financiers

Les investisseurs sont incités à migrer vers d'autres marchés plus risqués, là où les rendements sont supérieurs. Les banques centrales ont indirectement pu participer à créer le plus long marché boursier haussier de l'histoire, surévaluer les prix des actions et des obligations souveraines (pays riches et économies émergentes), d'entreprise et celles dites pourries (« *junk bonds* »), augmenter les records de levées de capital privé (« *private equity* ») et dans le capital risque (« *venture capital* »), amplifier la demande pour les marchés de l'immobilier, de l'art et des voitures de collection et finalement à aiguïser les appétits pour les cryptomonnaies. De surcroît, ces politiques ont abouti à accentuer les inégalités de patrimoine¹¹, à pénaliser indirectement les ménages épargnants¹² et à multiplier les entreprises zombies¹³. Elles ont

⁶ Pour ces raisons, Alain Greenspan ne serait pas étonné de voir prochainement des taux d'intérêt négatifs pour les Etats-Unis.

⁷ Voir :

https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190625_1-49befd1908.en.html

⁸ Les banques américaines peuvent sortir les prêts hypothécaires de leurs bilans grâce à Fannie Mae et Freddie Mac.

⁹ Voir :

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/06/25/sp061419-on-capital-market-finance-in-europe>

¹⁰ Les banques européennes utilisent plus d'effet levier, et ce, même après correction des normes comptables IFRS et GAAP.

¹¹ Voir : http://www.juanmontecino.com/wp-content/uploads/QE_inequality_2017.pdf

¹² L'injection de liquidité à grande échelle aboutit à déprécier la monnaie et à obtenir un rendement plus faible sur l'épargne.

¹³ Les entreprises zombies sont des entreprises artificiellement maintenues en vie grâce à la faiblesse des taux de crédit. En captant une partie de l'investissement et de l'emploi, elles empêchent les entreprises les plus saines de se développer,

toutefois aidé à réduire le taux de chômage (emplois peu productifs¹⁴ avec de plus faibles augmentations de salaires), à diminuer la charge des crédits, à atténuer les inégalités de revenus, à améliorer la confiance et à relancer la croissance économique.

Quelles conséquences au Luxembourg ?

Les banques luxembourgeoises pâtissent des taux d'intérêt faibles. Ces derniers ont des répercussions sur leurs revenus nets d'intérêts (crédits et marché interbancaire). Au même titre que les assurances, elles sont également obligées d'acheter des obligations souveraines pour consolider leurs bilans, impliquant de plus faibles retours sur investissement. Pour compenser ce contexte peu porteur, les cotisations et primes doivent augmenter. Il en va de même pour le Fonds souverain intergénérationnel du Luxembourg (FSIL) ainsi que le Fonds de compensation (FDC)¹⁵ qui investissent une partie de leurs portefeuilles dans des obligations européennes. Au vu des taux historiquement bas, toute remontée brutale des taux d'intérêt pourrait engendrer des pertes sur le prix de ces obligations. D'autant plus si les notes financières de certains pays venaient à être dégradées par les agences de notation. Outre l'incidence sur la montée des prix des logements et la faible rémunération de l'épargne des résidents, ces taux d'intérêt bas ont pu créer des entreprises zombies au Grand-Duché. Enfin, ils favorisent l'endettement des ménages, rajoutant ainsi une exposition au risque supplémentaire pour les banques de la place¹⁶ (durcissement des mesures macroprudentielles ?) et donc de la

procyclicité dans une économie déjà très concentrée et qui tarde à se diversifier. Notons en revanche que les fonds d'investissement luxembourgeois, le FSIL et le FDC ont bénéficié de la montée des prix des actifs qui ont fait progresser leurs avoirs sous gestion (de manière artificielle ?¹⁷). Les banques dépositaires prélevant des commissions de dépôt ont indirectement pu profiter de cette appréciation des actifs.

En définitive, cette abondance de liquidité aboutit à ce qu'il n'y ait (presque) plus de risque, paramètre pourtant indispensable dans une économie de marché. Bien qu'il n'y ait pas de limites quant à la taille que peut prendre le bilan d'une banque centrale¹⁸, les recours successifs à « *la planche à billets* » ne semblent pas être une solution pérenne¹⁹. Cette avalanche de taux d'intérêt négatifs pourrait en effet signaler une période de surchauffe ou de bulle sur les marchés, notamment obligataires. Cela étant, il est curieux d'observer que l'inflation ne repart (toujours) pas dans la zone euro alors même que les économies affichent des niveaux supérieurs à leur potentiel de croissance et des plus bas records de leur taux de chômage (Ameco). Selon la FED²⁰, les progrès technologiques (notamment l'économie du partage) ainsi que le vieillissement (des travailleurs et des plus de 80 ans d'après la BRI²¹) en seraient les principales causes.

Thomas Valici

thomas.valici@fondation-idea.lu

engendrèrent une baisse de la productivité totale et entravent le processus de destruction créatrice, détériorant ainsi la performance globale d'une économie. Les banques préfèrent ainsi les refinancer, car elles évitent de devoir provisionner les prêts consentis. Voir : https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf

¹⁴ Voir : <http://www.oecd.org/fr/presse/la-croissance-de-l-emploi-reste-tiree-par-les-emplois-peu-productifs.htm>

¹⁵ Voir : <https://mfin.gouvernement.lu/fr/le-ministere/fonds-souverain-intergenerationnel-luxembourg.html> & https://www.fdc.lu/fileadmin/file/fdc/Rapport_annuel_2018_final_version_web.pdf#pageMode=bookmarks

¹⁶ Voir : http://www.bcl.lu/fr/publications/revue_stabilite/Revue-de-stabilite-2019/RSF-2019.pdf

¹⁷ Voir : <https://www.multpl.com/shiller-pe>

¹⁸ Le bilan de la BCE est passé de 20,5% du PIB de la zone euro en 2009 à 40,6% en 2018, contre 16 à 18,6% (2009-18) pour la FED, contre 25 à 100,6% (2009-18) pour la BoJ.

¹⁹ Le quantitative easing est en réalité toujours une politique expérimentale avec encore beaucoup d'inconnues. Voir : https://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/was_quantitative_easing_best.pdf & https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/publications/economic-insights/2016/q1/eiq116_did-quantitative_easing_work.pdf?la=en

²⁰ Voir : <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/first-quarter-2018/why-inflation-so-low>

²¹ Voir : <https://www.bis.org/publ/work722.pdf>