

Mardi 14 janvier 2020
Association des Anciens du Crédit Coopératif

Les taux négatifs

Causes, effets et perspectives

Jézabel Couppey-Soubeyran

Mail : couppey@univ-paris1.fr

Page web : <http://jezabel-couppey-soubeyran.fr>

Twitter : [@jcs_mbf](https://twitter.com/_@jcs_mbf)

Introduction

- Les taux négatifs défient l'entendement des économistes
- Ils concernent certains émetteurs et certaines échéances
- Ils font des gagnants et des perdants ...
- peuvent constituer un facteur d'instabilité financière ...
- ... et n'ont jusqu'à présent pas constitué un puissant instrument de relance
- Dans une telle configuration macro-financière, la politique économique est à repenser.

1. Tour d'horizon des taux négatifs

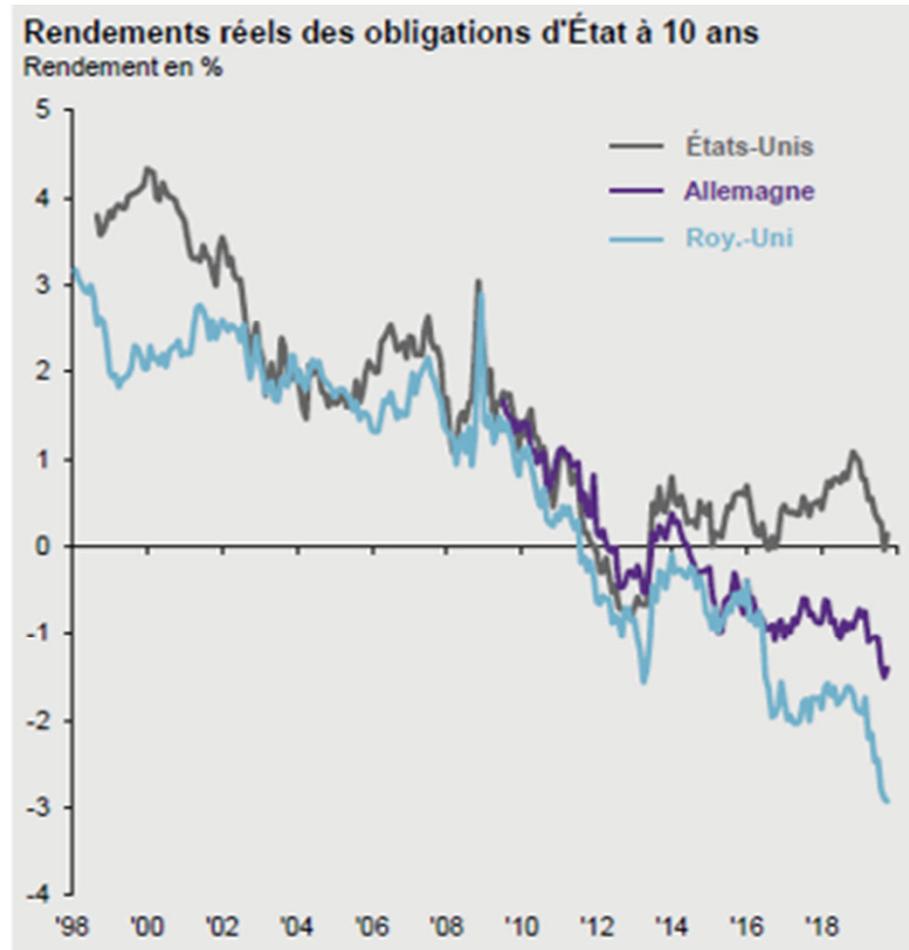
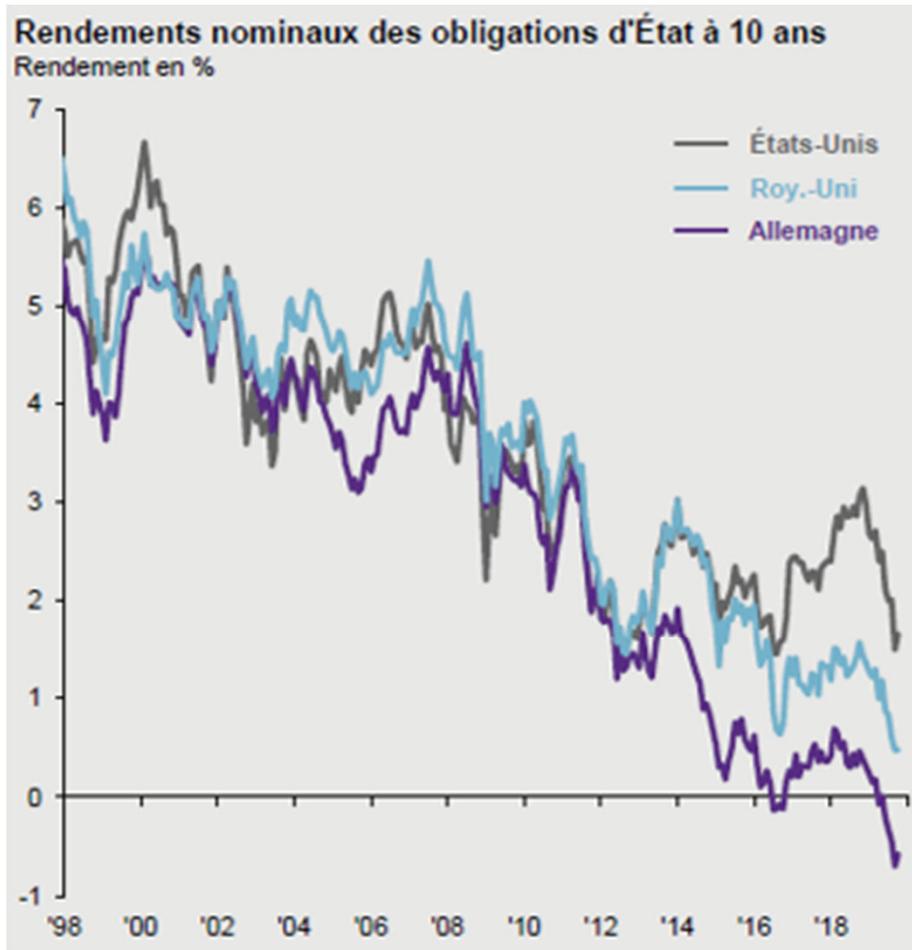
- Les taux négatifs concernent
 - Les taux nominaux de certains émetteurs (souverains surtout)
 - Les taux réels de ces mêmes émetteurs
 - Certains taux directeurs

Les taux d'intérêt nominaux des emprunts d'État à 10 ans

- Ils sont aujourd'hui :
 - négatifs en moyenne pour ceux de la zone euro : - 0.16%.
 - négatifs en particulier pour ceux de l'Allemagne (légèrement aussi pour ceux de la France)
 - légèrement positifs (<0,5%) pour ceux du Royaume-Uni
 - aux environs de 1,5% pour les obligations américaines.
 - Partout dans un mouvement baissier

Rendement réel des taux souverains

- Après inflation, le rendement réel (taux nominal – taux d’inflation) est davantage négatif :
 - surtout au Royaume-Uni où l’inflation a été ces dernières années la plus élevée parmi les pays développés (3% en 2017, 1,7% actuellement),
 - négatif (-1,5%) pour les obligations allemandes
 - nul pour les obligations américaines.



Source :

[http://www.jpmorganassetmanagement.fr/dms/Guide%20to%20the%20Markets%20Quarterly%20\[MKR\]%20\[FR_FR\].pdf](http://www.jpmorganassetmanagement.fr/dms/Guide%20to%20the%20Markets%20Quarterly%20[MKR]%20[FR_FR].pdf)

Via <https://alphak.eu/infographie-lundi-taux-zero#more-1681>

Concerne également certains émetteurs privés

- À fin 2019, un tiers environ de l'encours mondial d'obligations privées et publiques bien notées (*investment grade*) était à taux négatif, selon les indices Bloomberg Barclays Euro Aggregate.

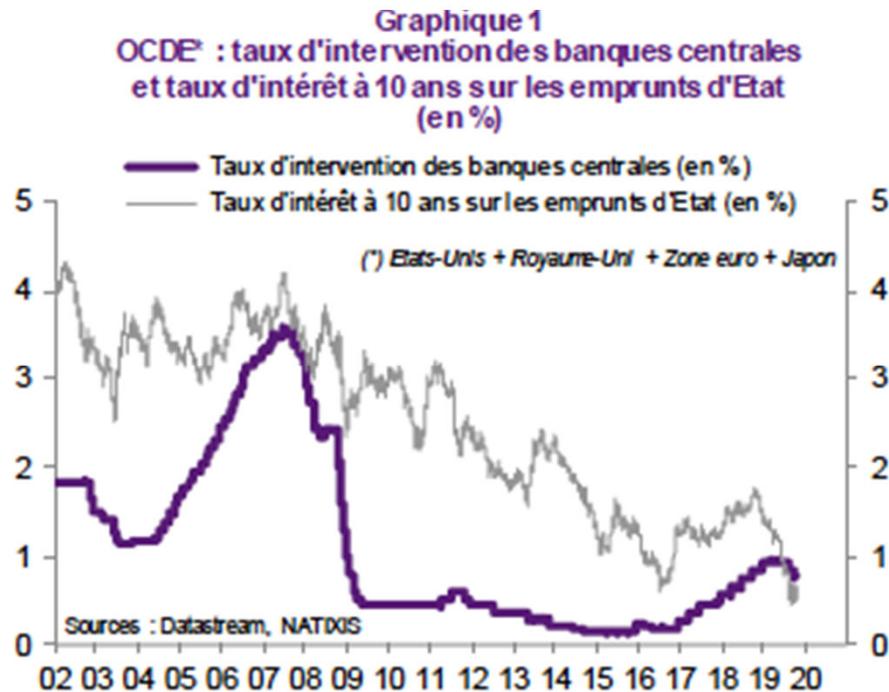
Taux directeurs

- Les banques centrales ont baissé leurs taux de refinancement en réponse à la crise de 2007-2008 :
 - jusqu'à un taux 0 que l'on pensait plancher « zero lower bound »
 - certaines ont abaissé leur taux de refinancement à un niveau négatif. Actuellement :
 - Banque nationale suisse (BNS) : -0,75%
 - Swedish Riksbank : -0,25% jusqu'en décembre 2019, puis 0% depuis janvier.

Taux directeurs (suite)

- Ces niveaux négatifs concernent plus souvent actuellement les taux qui « rémunèrent » les réserves des banques à la banque centrale :
 - Le taux des facilités de dépôts de la BCE (-0,50%)
 - Le Certificates of deposit rate de la Danmarks Nationalbank (DNB) (-0,75%)

2. Pourquoi les taux sont-ils négatifs ?



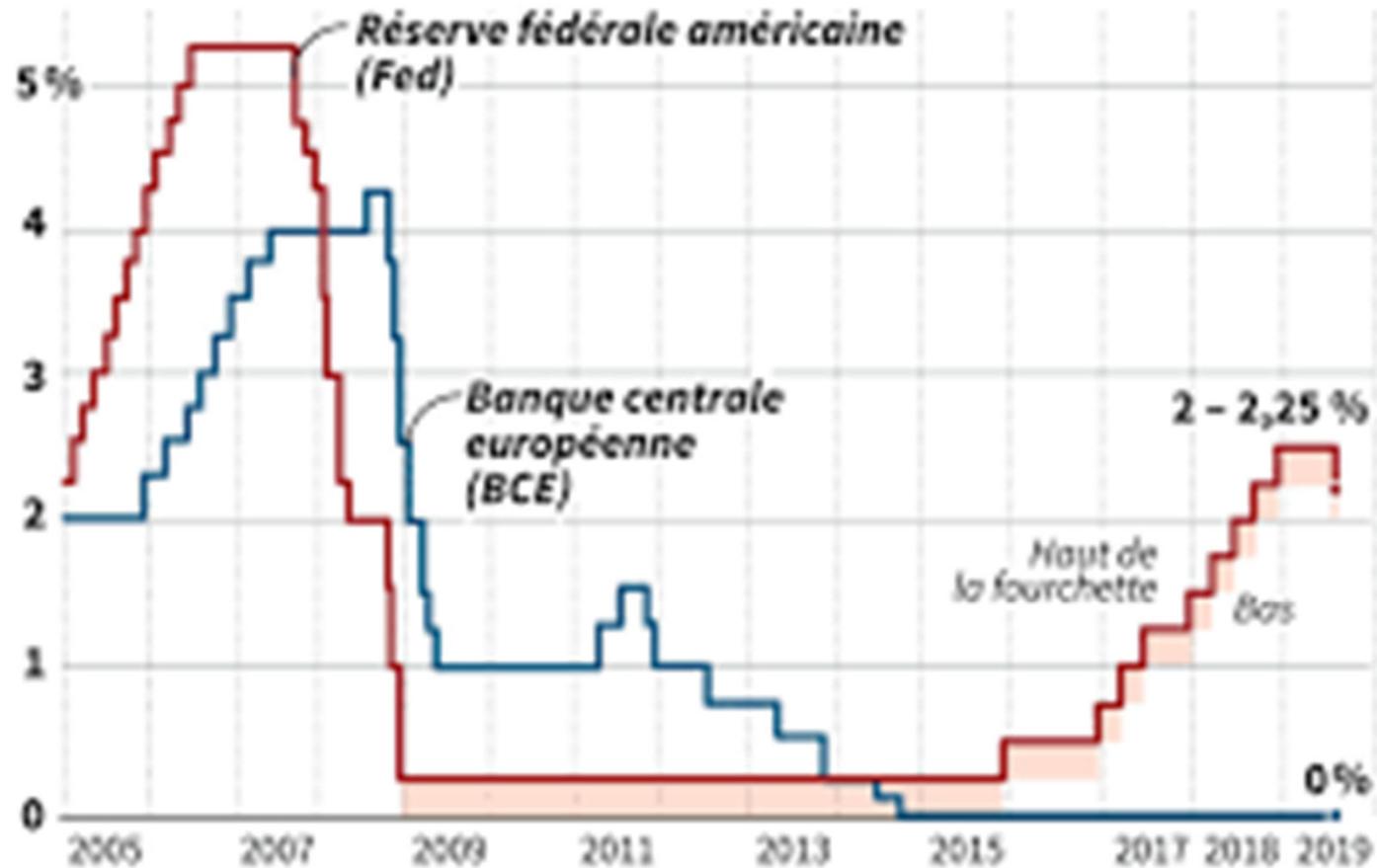
2 explications majeures :

- L'une est conjoncturelle
- L'autre est structurelle

L'explication conjoncturelle

- Les taux sont bas en raison des mesures prises par les banques centrales pour gérer la crise financière de 2007-2008
 - baisse des taux directeurs → baisse des taux courts
 - achats d'actifs → baisse des taux long
 - L'ensemble produisant un aplatissement de la courbe des taux
- *La politique monétaire apparaît ici comme la cause des taux bas.*

Taux d'intérêt



Sources : Fed, BCE

© AFP

Dernier changement taux d'intérêts FED

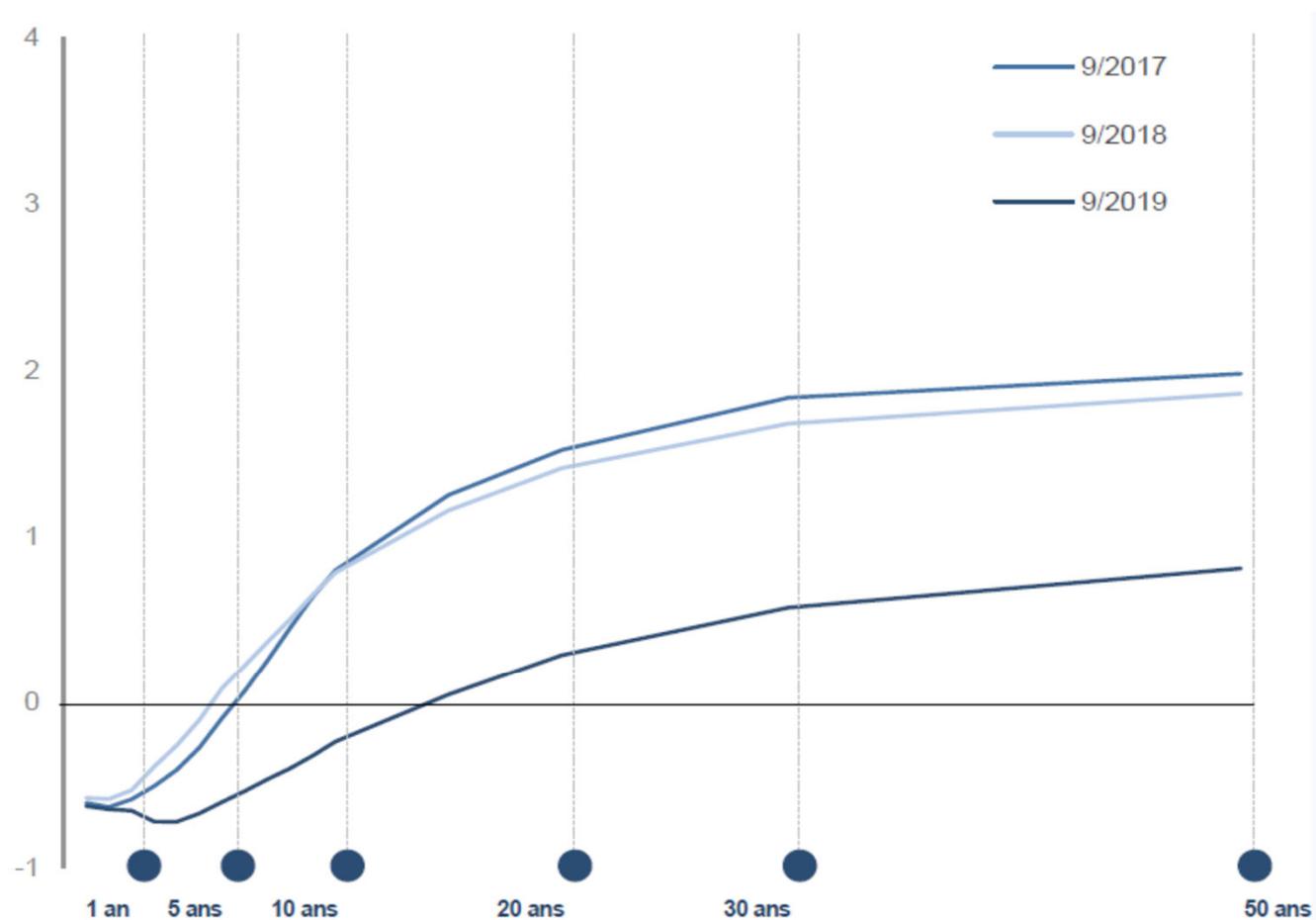
date du changement	pourcentage
30 octobre 2019	1,750 %
18 septembre 2019	2,000 %
31 juillet 2019	2,250 %
19 décembre 2018	2,500 %
26 septembre 2018	2,250 %
13 juin 2018	2,000 %
21 mars 2018	1,750 %
13 décembre 2017	1,500 %
14 juin 2017	1,250 %
16 mars 2017	1,000 %

Aperçu de taux d'intérêts d'autres banques centrales

banque centrale	région	pourcentage	date
Intérêt FED	Etats-Unis	1,750 %	30-10-2019
Intérêt BoE	Grande-Bretagne	0,750 %	02-08-2018
Intérêt RBA	Australie	0,750 %	01-10-2019
Intérêt BACEN	Brésil	4,500 %	11-12-2019
Intérêt BOC	Canada	1,750 %	24-10-2018
Intérêt PBC	Chine	4,150 %	20-11-2019
Intérêt BCE	Europe	0,000 %	10-03-2016
Intérêt BoJ	Japon	-0,100 %	01-02-2016
Intérêt CBR	Russie	6,250 %	13-12-2019
Intérêt SARB	Afrique du Sud	6,500 %	18-07-2019

Courbe des taux sur titres d'État français

valeur en fin de mois, en %



source : Bloomberg
[Bulletin mensuel de l'Agence France Trésor]

Note: Courbe des taux sur titres d'Etat français valeur en fin de mois, en %: Source: AFT / Bloomberg

L'explication structurelle

- Mais les taux sont bas aussi en raison **également de facteurs structurels**, qui poussent le « taux naturel » c'est-à-dire le taux rendement du capital à la baisse :
 - surabondance d'épargne (« saving glut » selon l'expression de B. Bernanke)
 - le vieillissement démographique
 - la stagnation séculaire (H. Summers).
- Lorsque le taux naturel < taux monétaire → tendance déflationniste (approche Wicksellienne - K. Wicksell (1851-1926) est un économiste suédois qui a inspiré Keynes), à laquelle la banque centrale n'a d'autre choix que de répondre par la baisse de son taux directeur.
- *La politique monétaire apparaît ici comme la conséquence des taux bas.*

« arme de poing ou signal de détresse » ?

- Les taux négatifs constituent-ils véritablement une arme de poing des banques centrales que celles-ci pourraient mobiliser davantage ou signalent-ils la trappe à liquidité dans laquelle les banques centrales sont enfermées ?
- Cf. « taux négatifs : arme de poing ou signal de détresse »
<https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/121-les-defis-d-une-economie-a-taux-zero/3402-taux-negatif-arme-de-poing-ou-signal-de-detresse>

3. Quelles conséquences ?

- Aubaine pour les emprunteurs et euthanasie pour les rentiers ?
- Une catastrophe pour les banques ?
- Entre fausses attentes et vrais problèmes
 - Fragilisation des investisseurs de long terme
 - Montée de l'endettement et instabilité financière

Une aubaine pour les emprunteurs ?

- Les optimistes y voient une aubaine pour les emprunteurs, leur prédisant des jours radieux à l'abri de l'insolvabilité :
 - Pour P. Artus, ils font disparaître l'insolvabilité (ITW Les Echos, 29/08/19)
- Une dette se rembourse !
- Tous les emprunteurs n'en profitent pas autant ...
« on ne prête qu'aux riches ! »
 - Ceux pouvant emprunter le plus sont ceux qui profitent le plus des taux bas
- Il suffit aux rentiers de se faire emprunteurs pour éviter l'euthanasie.

Les banques s'en plaignent beaucoup ...

- Les taux bas ou plus exactement l'aplatissement de la courbe des taux écrase certes la marge d'intermédiation des banques.
- Mais cette marge d'intermédiation n'est qu'une partie du PNB des banques. La moitié environ. L'autre moitié, les commissions, ne souffrent guère des taux négatifs.
- Le modèle d'activité des banques a bien changé. Les grandes banques ont une gamme d'activités qui dépasse de loin les activités traditionnelles de dépôts et de crédits.

... mais ne sont pas les acteurs qui en souffrent le plus

- L'incidence des taux négatifs sur les activités de marché des banques n'est pas évidente. Ce qui est perdu en rendement des actifs peut-être compensé par des plus-values financières
- Les études empiriques montrent que les grandes banques en pâtissent moins que les petites.
 - Cf. chronique JCS Le Monde 28 septembre 2019 : http://jezabel-coupey-soubeyran.fr/img/book/Le_Monde_JCS6.pdf
« Les grands groupes bancaires taillent comme jamais dans leurs coûts en sacrifiant leurs salariés ».

Problème de rentabilité des banques d'ordre structurel

- Les banques ont un problème de rentabilité plus structurel lié à leur modèle d'activité (malédiction de la rente)
- En devenant de très grands groupes n'ayant en tête que leur profit de court terme et le revenu des actionnaires, les banques ont oublié 2 facteurs essentiels de la rentabilité de plus long terme : la satisfaction de la clientèle et la maîtrise de la technologie. C'est précisément le terrain occupé par les fintechs et autres néobanques.

Les acteurs les plus touchés

- Ce sont vraisemblablement les investisseurs de long terme, assureurs vie et fonds de pension au premier rang.
 - Fonte des ratios de solvabilité 2 des assureurs vie
 - -22pts en 2019 pour Crédit agricole assurances (166%)
 - -23 pts pour AG2R La Mondiale (125%)
 - -18 pts pour CNP Assurances (169%)
 - -15 pts pour Groupama (152%)
- Ce qui laisse présager de grandes difficultés pour les régimes de retraites par capitalisation si la situation perdure.

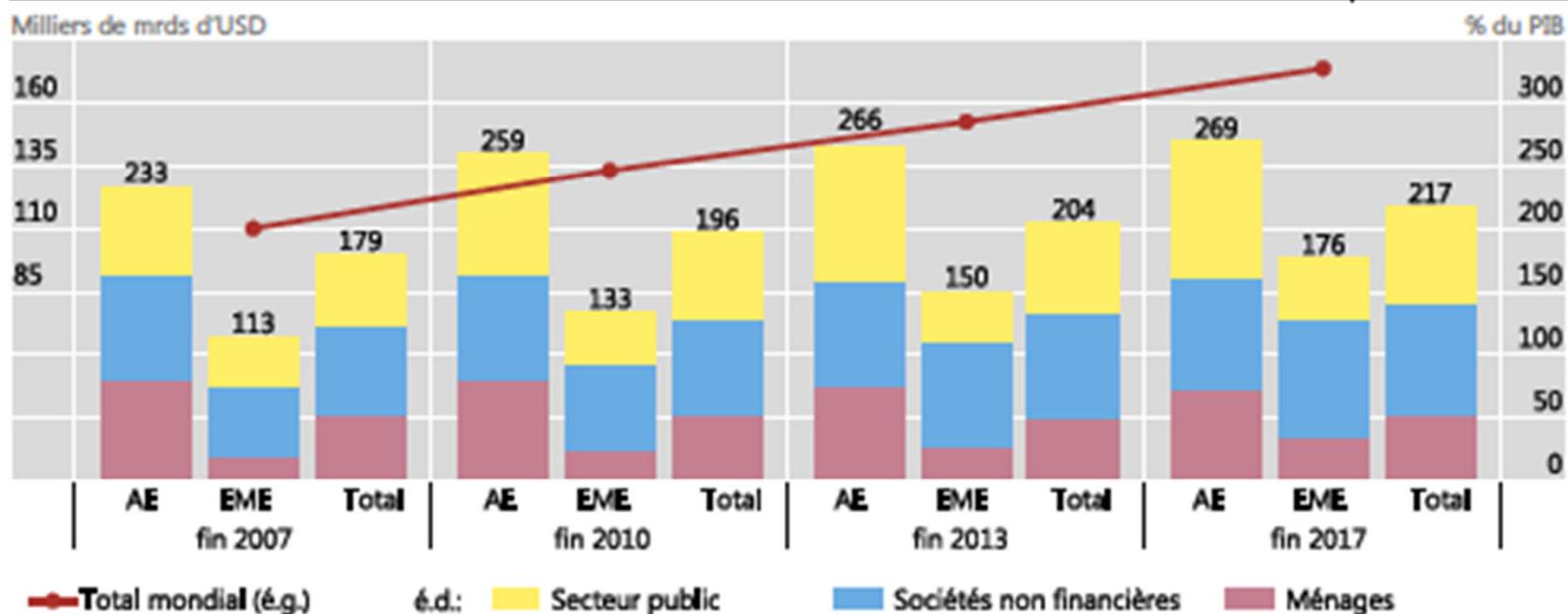
Effets potentiellement dangereux au niveau financier

- Pour Adrian et Natalucci (IMFBlog, 10 avril 2019), la poursuite de l'endettement que les taux bas favorisent alimente les bulles
- En l'absence de mesures d'accompagnement macroprudentielles, les taux bas sont générateurs d'instabilité financière.
- Forme de retour aux politiques monétaires trop accommodantes d'avant crise

Les taux bas favorisent l'endettement

La dette mondiale continue d'augmenter¹

Graphique E.2



¹ Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA. L'échantillon comprend toutes les économies déclarantes à l'exception de l'Irlande, en raison de la forte fluctuation des données causée par la restructuration de grandes multinationales.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; statistiques BRI sur le crédit total ; et calculs BRI.

- La dette des entreprises au niveau mondial est passée de 77% du PIB mondial en 2007 à 92% en 2017
- Celle des États de 58% à 87%
- Celle des ménages de 57% à 59%
- Celle du secteur financier de 80 à 86%
- Estimation IIF de la dette mondiale pour 2019 : 250000 milliards de dollars

4. Redéfinir la politique économique

- Les taux bas vont probablement le rester assez longtemps, en raison de l'orientation très accommodante des politiques monétaires et des facteurs structurels
- Les taux négatifs sont l'occasion ou jamais
 - d'activer la politique budgétaire
 - de redéfinir la politique monétaire
 - de mieux installer la politique macroprudentielle

Activer la politique budgétaire

- L'État doit montrer le chemin de l'investissement
- Les besoins collectifs sont immenses dans la santé, l'éducation, la transition écologique
- Sans ces investissements publics nécessaires, on ne parviendra à installer un sentier de croissance soutenable et suffisamment inclusif

Redéfinir la politique monétaire

- Des taux durablement bas et sans plus d'effets d'entraînement sur l'économie réelle questionnent grandement les marges de manœuvres de la politique monétaire.
- La politique monétaire fonctionnera d'autant mieux qu'elle sera articulée à la politique budgétaire et qu'elle mobilisera des instruments qui transmettent et distribuent mieux ses effets :
 - Hélicoptère monétaire : « drone monétaire » (monnaie numérique de banque centrale)
https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/01/04/de-quoi-faire-decoller-christine-lagarde_6024766_3232.html

Mieux installer la politique macroprudentielle

- Absolument indispensable dans un contexte de taux bas favorisant l'endettement
- Parer aux déséquilibres financiers
- Mix politique monétaire / politique budgétaire / politique macroprudentielle réduirait les divergences au sein de la zone euro

Conclusion

- Les taux bas ou négatifs sont davantage le symptôme d'économies en proie à la dépression qu'un instrument de relance.
- Ils obligent toutefois à redéfinir la politique économique et c'est une occasion à ne pas manquer.
- Tout particulièrement en zone euro, où le mix politique monétaire/politique budgétaire/politique macroprudentielle redonnerait de l'élan à une zone dont la pérennité est menacée.

Documents annexes

Aperçu du taux d'intérêts actuel d'un grand nombre de banques centrales

nom du taux d'intérêts	pays/région	taux actuel	tendance/direction	taux précédent	modification
taux d'intérêts américain FED	Etats-Unis	1,750 %	↓	2,000 %	30-10-2019
taux d'intérêts anglais BoE	Grande-Bretagne	0,750 %	↑	0,500 %	02-08-2018
taux d'intérêts australien RBA	Australie	0,750 %	↓	1,000 %	01-10-2019
taux d'intérêts brésilien BACEN	Brésil	4,500 %	↓	5,000 %	11-12-2019
taux d'intérêts canadien BOC	Canada	1,750 %	↑	1,500 %	24-10-2018
taux d'intérêts chilien	Chili	1,750 %	↓	2,000 %	23-10-2019
taux d'intérêts chinois PBC	Chine	4,150 %	↓	4,200 %	20-11-2019
taux d'intérêts danois Nationalbanken	Danemark	0,050 %	↓	0,200 %	19-01-2015
taux d'intérêts européen BCE	Europe	0,000 %	↓	0,050 %	10-03-2016
taux d'intérêts hongroise MNB	Hongrie	0,900 %	↓	1,050 %	24-05-2016
taux d'intérêts indien RBI	Inde	5,150 %	↓	5,400 %	04-10-2019
taux d'intérêts indonésienne BI	Indonésie	6,500 %	↓	6,750 %	16-06-2016
taux d'intérêts israélienne BOI	Israël	0,250 %	↑	0,100 %	26-11-2018
taux d'intérêts japonais BoJ	Japon	-0,100 %	↓	0,000 %	01-02-2016
taux d'intérêts mexicain Banxico	Mexique	7,250 %	↓	7,500 %	19-12-2019
taux d'intérêts néo-zélandaise	Nouvelle-Zélande	1,000 %	↓	1,500 %	07-08-2019
taux d'intérêts norvégienne	Norvège	1,500 %	↑	1,250 %	19-09-2019
taux d'intérêts polonaise NBP	Pologne	1,500 %	↓	2,000 %	04-03-2015
taux d'intérêts russe CBR	Russie	6,250 %	↓	6,500 %	13-12-2019
taux d'intérêts saoudienne	Arabie Saoudite	2,250 %	↓	2,500 %	30-10-2019
taux d'intérêts sud-africain SARB	Afrique du Sud	6,500 %	↓	6,750 %	18-07-2019
taux d'intérêts sud-coréenne	Corée du Sud	1,250 %	↓	1,500 %	16-10-2019
taux d'intérêts suédois Riksbank	Suède	0,000 %	↑	-0,250 %	19-12-2019
taux d'intérêts suisse SNB	Suisse	-0,750 %	↓	-0,500 %	15-01-2015
taux d'intérêts tchèque CNB	Tchéquie	2,000 %	↑	1,750 %	02-05-2019
taux d'intérêts turc CBRT	Turquie	12,000 %	↓	14,000 %	12-12-2019