

*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](mailto: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

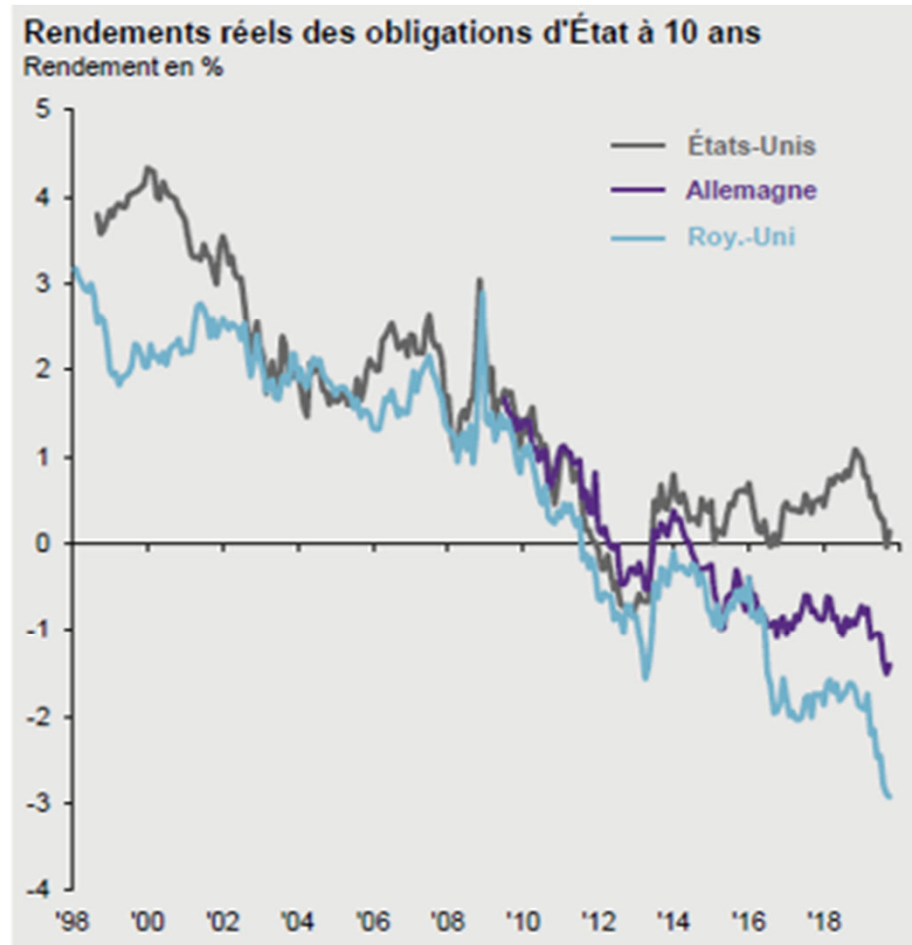
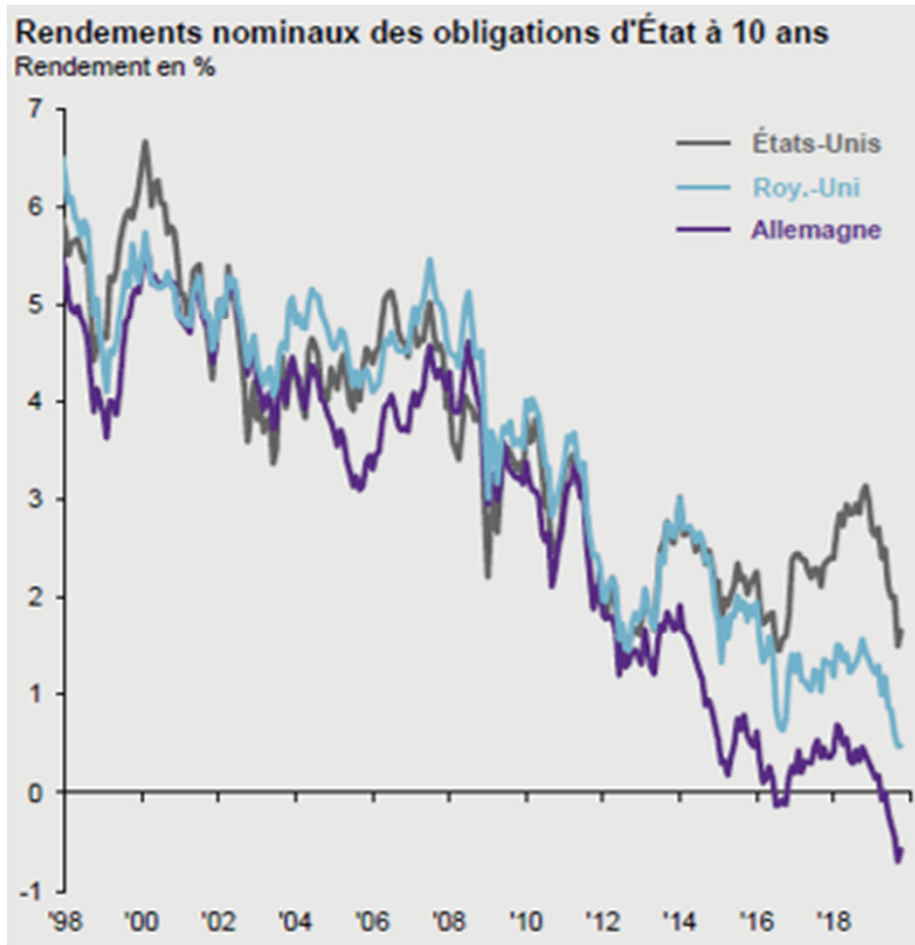
- Les taux négatifs concernent
  - Les taux nominaux de certains émetteurs (souverains surtout)
  - Les taux réels de ces mêmes émetteurs
  - Certains taux directeurs

# *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*

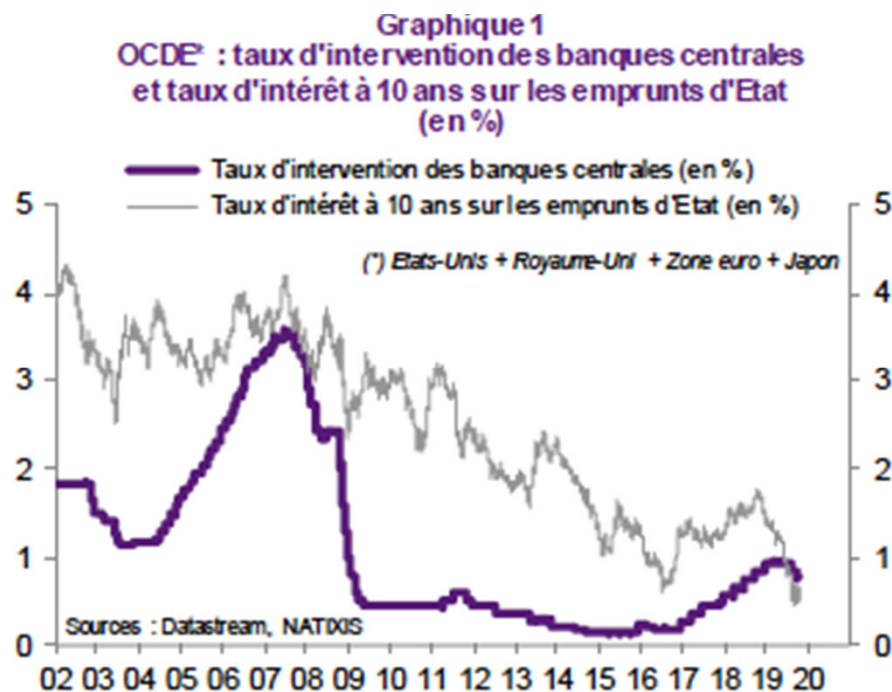
- Les banques centrales ont baissé leurs taux de refinancement en réponse à la crise de 2007-2008 :
  - jusqu'à un taux 0 que l'on pensait plancher « zero lower bound »
  - certaines ont abaissé leur taux de refinancement à un niveau négatif. Actuellement :
    - Banque nationale suisse (BNS) : -0,75%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



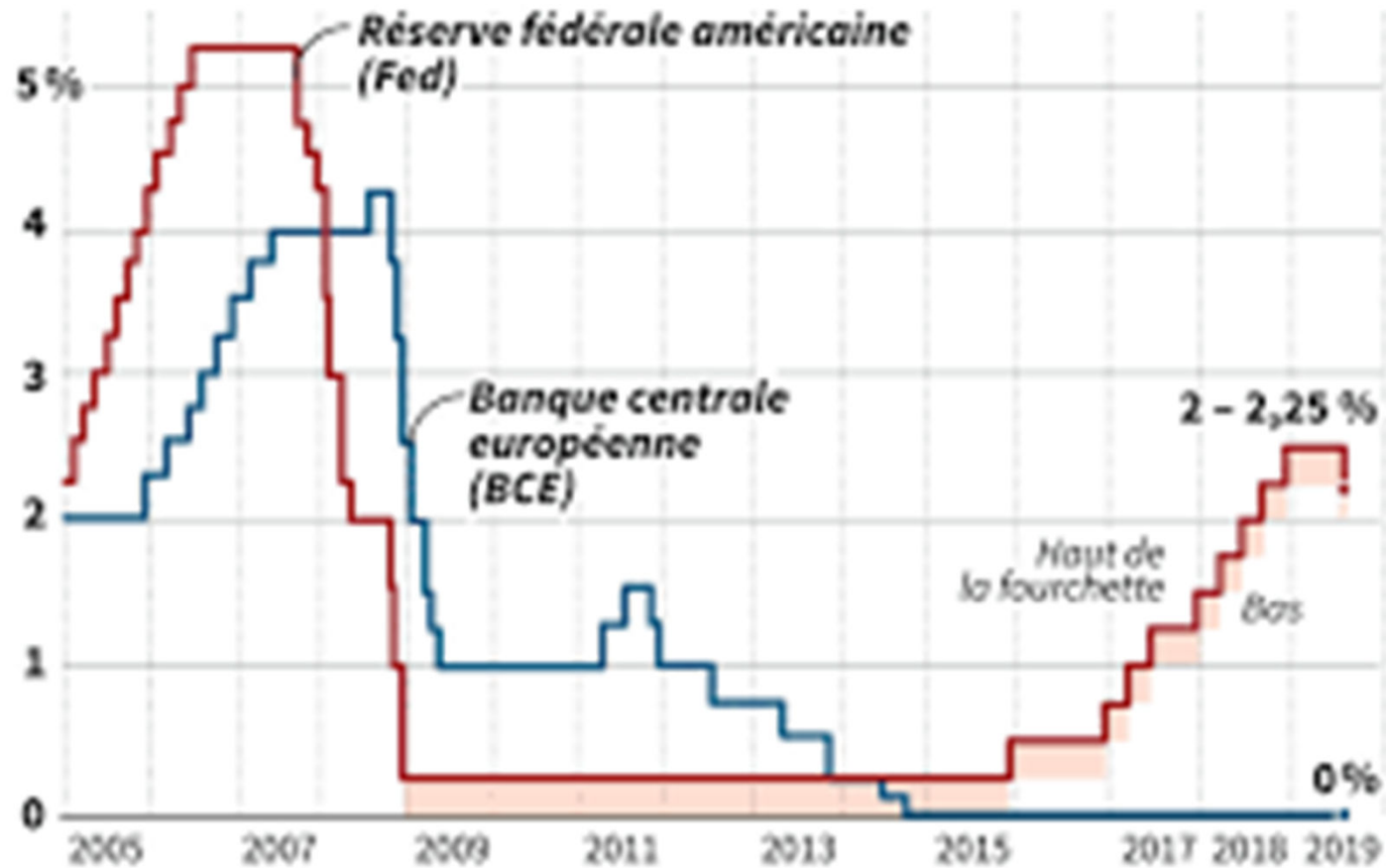
2 explications majeures :

- 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

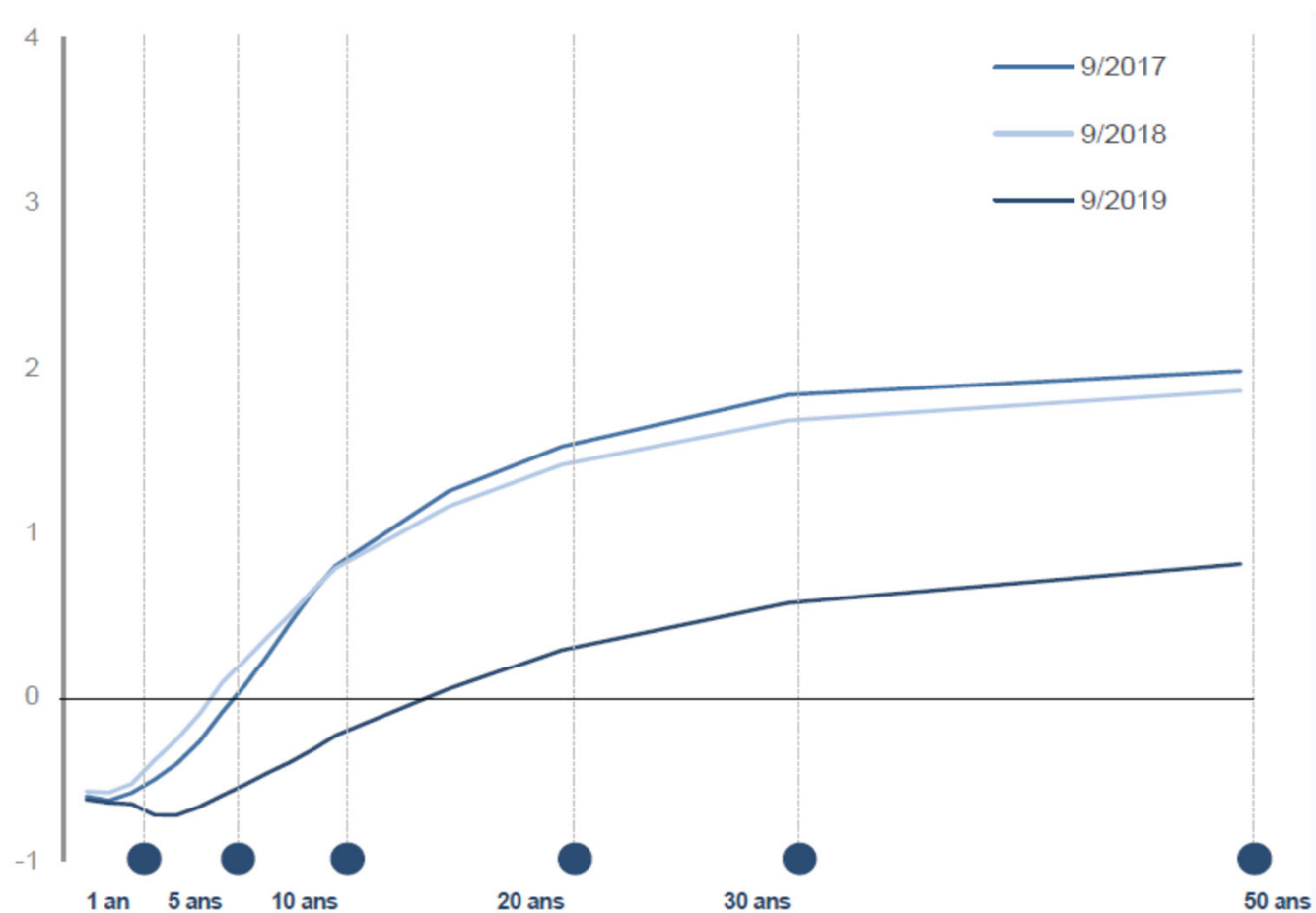
| date du changement | pourcentage |
|--------------------|-------------|
| 30 octobre 2019    | 1,750 %     |
| 18 septembre 2019  | 2,000 %     |
| 31 juillet 2019    | 2,250 %     |
| 19 décembre 2018   | 2,500 %     |
| 26 septembre 2018  | 2,250 %     |
| 13 juin 2018       | 2,000 %     |
| 21 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](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.

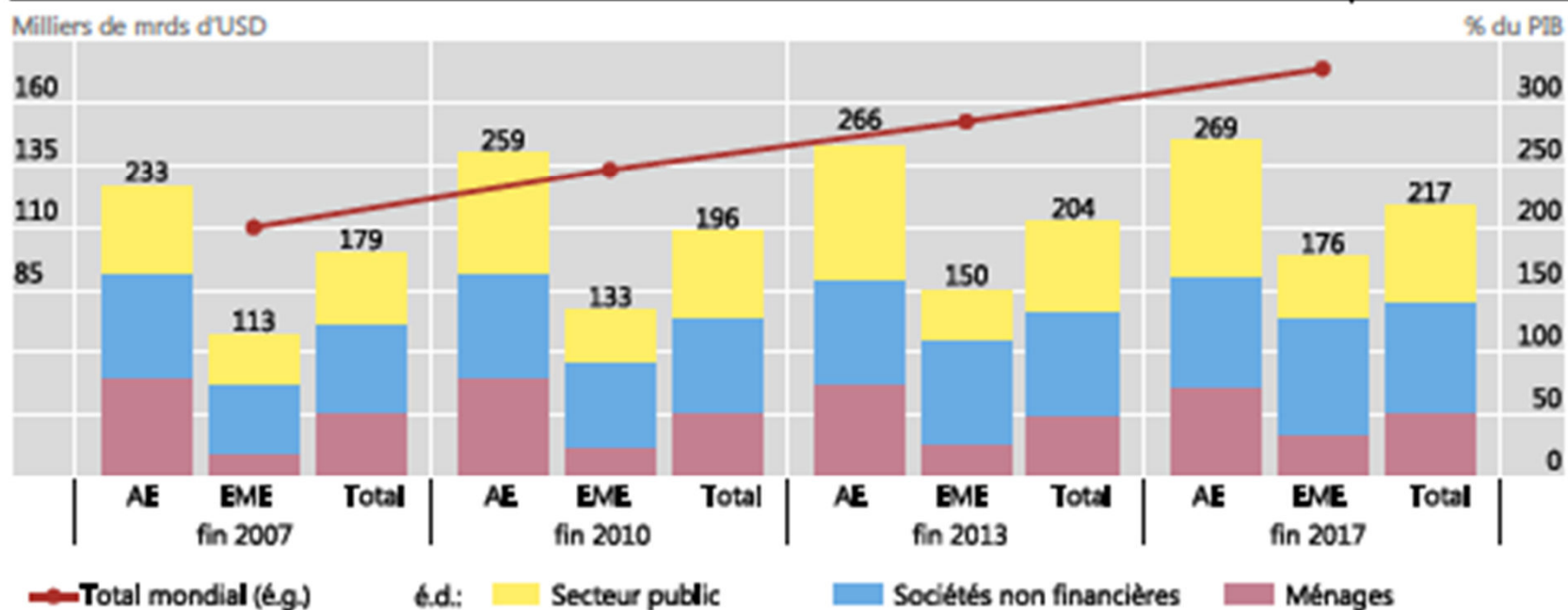
## *Effets potentiellement dangereux au niveau financier*

- 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'augmenter<sup>1</sup>

Graphique E.2



<sup>1</sup> 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](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   |