

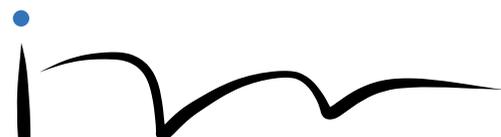
RECUEIL



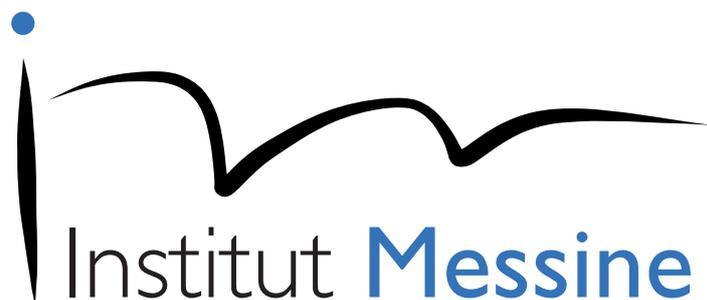
TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS

Douze regards

janvier 2016


Institut **Messine**

www.institutmessine.fr



Présentation

Créé au cours de l'année 2014 avec le soutien de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC), l'Institut Messine est un *think tank* qui rassemble en son sein des représentants de la société civile et de la profession des commissaires aux comptes qui se sont donné pour mission de réfléchir aux grands enjeux économiques auxquels sont confrontés le pays et ses entreprises. Il ambitionne de formuler puis de soumettre au débat, sous la forme de Rapports et de Notes, des idées et des solutions originales et concrètes susceptibles de nourrir la réflexion et l'action du décideur public.

L'Institut Messine s'efforce de créer les conditions de travail les plus propices au traitement d'un sujet, notamment par la composition de groupes de travail qui réunissent les meilleures compétences pour chacun des thèmes abordés, la diversité du recrutement garantissant une réelle diversité d'analyses. Dès lors, les opinions exprimées dans les Rapports sont celles de la collectivité du groupe, mais elles ne sauraient engager chacun de ses membres en particulier. *A fortiori*, les Notes et Rapports publiés sous l'égide de l'Institut ne l'engagent ni lui-même, ni ses organes de gouvernance, ni la CNCC.

Institut Messine
De l'audit à la société

www.institutmessine.fr

Remerciements

L'Institut Messine remercie particulièrement les personnes suivantes pour leur contribution.

Les auteurs de l'introduction générale

- **Michel AGLIETTA** - Spécialiste d'économie monétaire internationale et du fonctionnement des marchés financiers et ancien administrateur de l'Insee, Michel Aglietta est Professeur émérite de sciences économiques à l'Université de Paris-Ouest Nanterre-La Défense et Conseiller au Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII). Il a par ailleurs été membre du Haut Conseil des Finances Publiques et du Conseil d'analyse économique. Il est l'auteur de nombreux ouvrages dont : *Le dollar et le système monétaire international* (avec Virginie Coudert, La Découverte, 2014) et *Europe : sortir de la crise et inventer l'avenir* (Michalon, 2014).
- **Natacha VALLA, qui a supervisé ce recueil** - Natacha Valla est directrice adjointe du CEPII et responsable du programme « Macroéconomie et finance internationales ». Elle est par ailleurs membre de la Commission Économique de la Nation, du Comité scientifique de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et de la SUERF (*European Money and Finance Forum*). Natacha Valla a été Directeur exécutif chez Goldman Sachs, après avoir été économiste à la Banque centrale européenne et à la Banque France.

Les contributeurs

- **Robert OPHÈLE** - Sous-gouverneur de la Banque de France.
- **Maya ATIG** - Directrice générale adjointe de l'Agence France Trésor.
- **Jesper BERG** - Directeur général de l'Autorité de surveillance financière du Danemark.
- **Philippe CAPRON** - Directeur général adjoint de Veolia, en charge des finances.
- **Jean-Jacques DAIGRE** - Professeur émérite de droit bancaire et financier.
- **Ramon FERNANDEZ** - Directeur général adjoint d'Orange, en charge des finances et de la stratégie du groupe.
- **Marc FIORENTINO** - Dirigeant fondateur d'Euroland Corporate.
- **Philippe HEIM** - Directeur financier de Société Générale.
- **Hervé HANNOUN** - Ancien Directeur général adjoint de la Banque des règlements internationaux.
- **Denis KESSLER** - Président-Directeur général de SCOR SE.
- **Olivier KLEIN** - Directeur général de la BRED.

Le rapporteur

- **François MIGUET** - Étudiant à la Paris School of Economics.

L'Institut Messine tient également à remercier **Footprint > consultants** pour sa participation à l'élaboration de ce Recueil.

Sommaire

Remerciements	1
Avant-propos par Michel Léger	5
Introduction générale à la problématique des taux d'intérêt négatifs par Michel Aglietta et Natacha Valla	7
Robert Ophèle , Sous-gouverneur de la Banque de France.....	25
Maya Atig , Directrice générale adjointe de l'Agence France Trésor.....	33
Jesper Berg , Directeur général de l'Autorité de surveillance financière du Danemark.....	43
Philippe Capron , Directeur général adjoint de Veolia, en charge des finances.....	49
Jean-Jacques Daigre , Professeur émérite de droit bancaire et financier.....	55
Ramon Fernandez , Directeur général adjoint d'Orange, en charge des finances et de la stratégie du groupe.....	61
Marc Fiorentino , Dirigeant fondateur d'Euroland Corporate.....	69
Hervé Hannoun , ancien Directeur général adjoint de la Banque des règlements internationaux.....	75
Philippe Heim , Directeur financier de Société Générale.....	85
Denis Kessler , Président-Directeur général de SCOR SE.....	93
Olivier Klein , Directeur général de la BRED.....	101

Avant-propos par Michel Léger*

Comprendre et analyser une anomalie... qui devient la norme

Le lecteur a entre les mains un objet doublement remarquable.

D'une part, il s'agit de l'un des tout premiers efforts de compréhension des causes et des conséquences d'un phénomène extrêmement spectaculaire et pourtant à ce stade fort peu commenté : l'apparition, en zone euro, de taux d'intérêt négatifs, et le développement rapide des domaines dans lesquels ils sont en usage.

“ La question des taux d'intérêt négatifs est éclairée ici sous douze angles différents – les uns, plus théoriques, la plupart, très concrets – ce qui permet de faire ressortir l'objet de cette étude dans toute sa richesse. ”

D'autre part, la question, parce qu'elle comporte des dimensions multiples, est éclairée ici sous douze angles différents – les uns, plus théoriques, la plupart, très concrets – ce qui permet de faire ressortir l'objet de cette étude dans toute sa richesse : banquiers commerciaux, directeurs financiers d'entreprise, émetteurs souverains, hommes de marché, juristes mais aussi, bien sûr, économistes et banquiers centraux ont chacun et sa lecture, et sa pratique des taux

d'intérêt négatifs, et c'est justement en les donnant toutes à voir que l'on peut coller au plus près à cette si singulière réalité.

À ce double titre, l'Institut Messine est particulièrement fier (avec la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, sous l'égide de laquelle il a été lancé il y a deux ans) de verser aujourd'hui sa contribution au débat. Il espère le féconder utilement en donnant à connaître, y compris à des professionnels dont l'expertise ne saurait couvrir tous les champs de cette problématique protéiforme, et des pratiques, et des éléments d'analyse.

S'il fallait non pas résumer les textes qui vont suivre – ce qui est impossible –, mais en donner une forme de condensé pour mettre le lecteur en appétit, je retiendrais les trois « étonnements » suivants :

- L'apparition de taux d'intérêt négatifs semble donner au temps une valeur renversée et constitue une sorte de bizarrerie intellectuelle et de mystère conceptuel ouvrant à certains égards des abîmes de perplexité. Comment expliquer que... le prêteur paie l'emprunteur ? C'est pourtant ce qui se passe aujourd'hui.
- Sur le plan opérationnel, les agents économiques se sont adaptés à ce contexte absolument inédit avec une plasticité qui force l'admiration. Certes, des juristes aux banquiers, beaucoup ont dû mobiliser toute leur ingéniosité pour y parvenir mais, dans le fond, le fait que le monde soit « à l'envers » ne l'empêche pas de tourner.
- Des questionnements importants subsistent sur l'efficacité même des taux négatifs. Ils ont été mis en œuvre avec un objectif précis : permettre la reprise économique. À ce stade, on ignore encore si cet objectif sera

* Michel Léger, par ailleurs Commissaire aux comptes et Président de BDO France, est le Président de l'Institut Messine.

atteint – ce qui ne veut pas dire qu’il ne le sera pas ! On ignore, aussi, comment cette « anomalie qui dure » prendra fin : rapidement ou après beaucoup de temps, en bon ordre ou au prix de secousses importantes.

Sur tous ces points, c’est au lecteur de se faire un avis propre. Nous espérons que le matériel en fait largement inédit que nous lui proposons ici contribuera à ce que cet avis soit vraiment éclairé.

Introduction générale à la problématique des taux d'intérêt négatifs

par Michel Aglietta et Natacha Valla¹

Taux d'intérêt négatif, barrière de taux zéro et stagnation séculaire : Politique monétaire à réinventer, ou lame de fond économique et sociétale ?

Depuis quelques temps, on observe des situations insolites dans la finance : des taux d'intérêt nominaux négatifs pour les réserves déposées à la banque centrale. Les banques commerciales payent pour détenir des réserves libres plutôt que de les prêter. Cela s'est d'abord retrouvé sur certains marchés monétaires comme au Danemark ou en Suisse. Enfin, et plus étrange encore en apparence, les taux négatifs ou nuls se répandent sur la courbe des taux jusqu'à des échéances pouvant atteindre 10 ans. Ces situations sont couramment considérées comme des anomalies, parce que toute économie monétaire est contrainte par la barrière de taux nominal zéro. Élucider ces anomalies implique de répondre à un certain nombre de questions :

- Qu'est-ce que la barrière de taux 0 ?
- Sachant que les banques centrales mènent leurs politiques monétaires en fonction d'objectifs macroéconomiques, qu'est-ce qui les pousse à abaisser à tel point leurs taux directeurs ?
- Cette barrière étant une propriété fondamentale de la monnaie, elle ne peut être transgressée sans une remise en cause « philosophique » des économies monétaires. Qu'est-ce qui fait qu'en apparence on puisse observer des chiffres négatifs et compatibles avec la barrière ?
- Pourquoi l'anomalie des taux négatifs peut-elle s'étendre à des échéances plus ou moins lointaines et quels liens cela a-t-il avec des interrogations plus fondamentales sur l'avenir du régime de croissance qui a accompagné le développement de la sphère financière en vigueur depuis une trentaine d'années ?

Ces questions, qui sont de l'ordre de la théorie économique, nous tâcherons d'y répondre, avant de nous pencher sur des problèmes plus fondamentaux sur la sphère financière. Nous nous interrogerons sur sa capacité à allouer de façon effective l'épargne, au sens large du terme, vers les entités (ménages, entreprises, sphères d'activité) qui ont besoin de financement externe pour se développer. De façon plus large, s'il perdure, un niveau de taux d'intérêt extrêmement bas aura un impact sur les grandes questions de notre temps que sont la soutenabilité, l'inclusivité de la croissance et du développement, la montée des inégalités, le financement des investissements nécessaires pour surmonter les externalités environnementales et le soutien à la croissance à long terme.

1. Michel Aglietta est conseiller spécial au CEPII et Natacha Valla est directrice adjointe du CEPII.

I. État des lieux des politiques monétaires non-conventionnelles

Depuis la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, les grandes banques centrales des économies développées ont poursuivi des politiques monétaires dites « non-conventionnelles ». En temps normal, la politique monétaire est mise en œuvre *via* la fixation d'un taux d'intérêt nominal auquel les banques se refinancent. La banque centrale maîtrise ainsi les taux d'intérêt à très court terme sur les marchés sans avoir à modifier la taille de son bilan². Le niveau de taux d'intérêt directeur est décidé périodiquement par le comité de politique monétaire et les refinancements accordés sont à court, voire à très court terme. Les taux des échéances les plus lointaines se déterminent librement sur les marchés financiers, en fonction des anticipations d'évolution des facteurs économiques fondamentaux, eux-mêmes influencés par la politique monétaire.

Par rapport à cette situation jusqu'alors d'usage courant, les politiques monétaires non-conventionnelles ont revêtu deux formes : des instruments usuels de politique monétaire utilisés à des fins non-conventionnelles ou des instruments nouveaux.

L'adoption de ces politiques a répondu à deux sortes de préoccupations : d'abord réparer le mécanisme de transmission de la politique monétaire, particulièrement dans un contexte de dégradation avérée ou potentielle d'une partie significative du système bancaire, afin d'éviter un blocage du marché interbancaire ; ensuite surmonter la limite à zéro des taux d'intérêt (*Zero Lower Bound*) dans un environnement de faible croissance et d'inflation très basse où, si un choc de demande négatif devait intervenir, la politique monétaire conventionnelle n'aurait plus, compte tenu de taux d'intérêt déjà très faibles, de marges de manœuvre pour s'opposer à l'enclenchement d'une spirale déflationniste.

Dans l'ensemble, il en ressort, comme l'écrit l'économiste historien Barry Eichengreen (2015)³, que la crise appelait une réponse de politique monétaire hors du commun et c'est ce que les grandes banques centrales ont livré à l'histoire. Pour autant, les circonstances de la crise financière initiée en 2007-2008 ont suscité des interrogations très profondes quant au fonctionnement des économies contemporaines.

II. Narratif sur l'anormalité des économies contemporaines

a) La notion centrale du taux d'intérêt naturel

Toutes les économies sont monétaires. Les économies modernes sont à monnaie endogène : la monnaie y est créée par le système bancaire (élargi au *shadow banking* dans les économies à finance développée et libéralisée). L'offre et la demande de monnaie y interagissent. La demande « réelle » de monnaie n'est pas stable car elle dépend à la fois des changements dans la croissance (non seulement dans ses fluctuations cycliques, mais aussi les ruptures de ses « modes ») et de la dynamique financière. On a d'ailleurs longtemps considéré que la sphère financière ne pouvait pas être caractérisée de la même manière que la sphère économique. En particulier, les notions de croissance tendancielle et de croissance cyclique lui sont longtemps restées étrangères. Mais la doxa a évolué. La macroéconomie reconnaît aujourd'hui l'existence de cycles financiers de grande amplitude

2. Une description détaillée des enjeux des politiques monétaires non-conventionnelles reprise dans cette partie est disponible dans Christian Pfister et Françoise Drumetz : *Politique monétaire*, ed. De Boeck, 2015, ainsi que dans Françoise Drumetz, Olivier De Bandt, et Christian Pfister, *Stabilité financière : crises, instruments et politiques*, Ed. De Boeck, 2013.

3. *Hall of Mirrors: The Great Depression, The Great Recession, and the Uses-and Misuses-of History*, Ed. Oxford University Press, 2015.

et de longue périodicité qui sous-tendent les cycles économiques. En présence de ces « super-cycles » financiers qui sous-tendent les fluctuations économiques, les banques centrales ont abandonné le contrôle direct de la quantité de monnaie pour réguler l'équilibre épargne-investissement à l'aide d'un taux d'intérêt pivot, le taux d'intérêt dit *naturel*. Aussi éloigné que le concept de taux naturel puisse paraître de la problématique des taux zéro, ce détour est nécessaire pour bien comprendre les enjeux de la « barrière à taux zéro ».

b) Un taux « neutre » et des anticipations d'inflation

Le taux d'intérêt naturel reflète le taux de rendement anticipé sur les biens de capital nouvellement produits, autrement dit le taux de rendement marginal net anticipé du capital. Ce taux est postulé *neutre* dans un régime de croissance régulière, lorsque l'investissement projeté à ce taux de rendement marginal est égal à l'épargne désirée par l'ensemble des agents économiques. C'est le taux pour lequel l'équilibre épargne-investissement est réalisé lorsque le PIB est à son potentiel. Il s'agit bien sûr d'un équilibre de moyen terme, et non de court terme, qui se trouve correspondre à l'horizon de la politique monétaire. Il s'ensuit que l'autorité monétaire devrait fixer son taux d'intérêt directeur (taux nominal) à un niveau égal au taux naturel si elle recherche la stabilité des prix (c'est-à-dire, si elle souhaite que l'inflation soit nulle). Plus généralement, on peut définir un taux naturel, nominal cette fois-ci, qui correspond au taux naturel réel auquel s'ajoute l'anticipation d'inflation à long terme des marchés financiers. Sur une trajectoire anticipée de croissance régulière, les anticipations d'inflation sont alignées sur la cible d'inflation de la banque centrale. Le taux naturel *nominal* neutre est alors égal au taux réel neutre, plus la cible d'inflation de la banque centrale.

Pourquoi ce détour pour mettre en lumière les difficultés potentiellement posées par un niveau de taux d'intérêt proche de zéro ? C'est qu'il y a besoin d'une référence pour juger si un taux d'intérêt est trop haut ou trop bas. Pour définir ce taux de référence, la théorie économique a cherché à unifier la microéconomie et la macroéconomie, pour pouvoir appliquer à cette dernière le présupposé de l'efficacité, c'est-à-dire de la rationalité économique pure, l'essence de la rationalité fondamentale de l'*homo economicus*. Tous les agents économiques ont été considérés comme ayant les mêmes préférences, définies par l'utilité que procurent la consommation privée, une vie infinie (pour ne pas dire éternelle) et une perception parfaite du futur. Dans ce cadre, le taux réel neutre est déterminé par trois facteurs seulement : la préférence sociale de temps, la volonté (et capacité) du « ménage représentatif » de renoncer à la consommation présente pour la consommation future, et, bien sûr, la croissance potentielle, elle-même déterminée par les fondamentaux économiques que sont la démographie, le progrès technique, et l'accumulation du capital productif.

c) De faibles taux d'intérêt réels peuvent expliquer la divergence dans la zone euro

Si le taux réel neutre était connu de la banque centrale, l'ajustement monétaire serait fort simple. Il suffirait de guider le taux réel du marché monétaire pour le faire converger vers le taux réel neutre. Lorsque le taux de marché est inférieur au taux neutre, il y a en effet surchauffe et l'inflation s'accélère. À l'inverse, lorsque le taux de marché est supérieur au taux neutre, il y a sous-emploi des capacités de production et l'inflation décélère. Donc, si la banque centrale accommode la demande du secteur privé en liquidité au taux de marché, elle évite l'expansion excessive du crédit et l'inflation induite d'un côté, l'insuffisance de l'offre de crédit, la récession de la production et la déflation induite de l'autre.

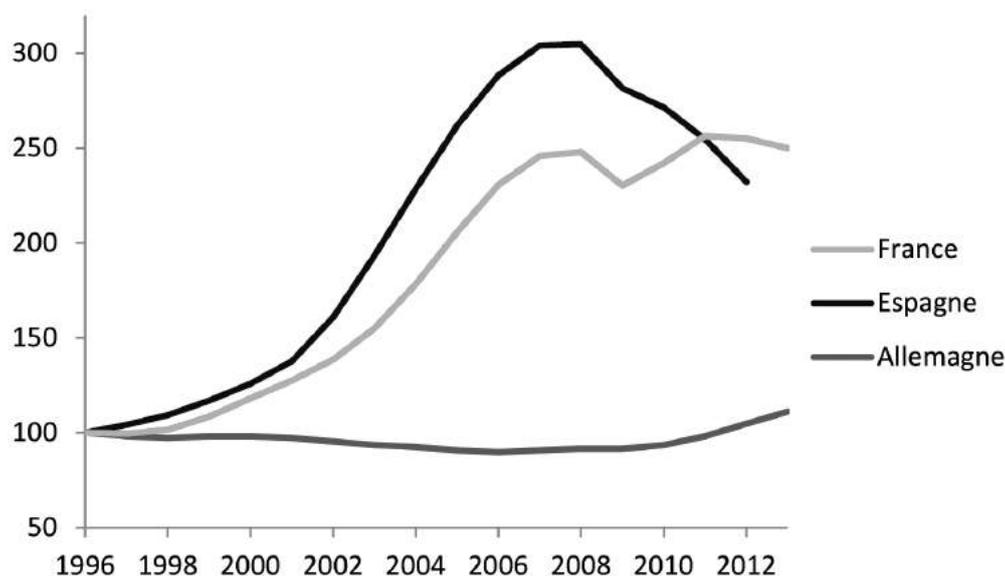
En réalité, la définition théorique du taux réel neutre n'est pas bien vérifiée empiriquement. Car les hypothèses de croissance équilibrée, résultant des fondements microéconomiques de la macroéconomie, ne correspon-

dent pas à la réalité des économies de marché. Celles-ci sont des systèmes continuellement en transformation. Nos économies font tout autant l'objet de déséquilibres conjoncturels autour d'une croissance tendancielle régulière que de « déséquilibres persistants ». Parmi ces grands déséquilibres figure l'interaction étroite entre les mouvements des grandeurs monétaires et les changements de prix relatifs (évoquée en son temps par l'école autrichienne d'économie). Les distorsions induites sur les prix relatifs (en particulier les prix d'actifs) par l'irruption d'un niveau butoir sur les taux d'intérêt et par l'injection de quantités considérables de liquidité dans le système financier sont particulièrement marquées.

Pour donner un exemple de telles distorsions de prix d'actifs à grande ampleur, rien de mieux que d'observer la zone euro depuis le milieu des années 1990. Après que les remous de la crise mexicaine se furent dissipés, les pays candidats à entrer dans la future zone euro ont commencé la convergence nominale de leurs taux d'intérêt vers le taux allemand. Dès mai 1998 cette convergence nominale était pratiquement achevée, puis la zone euro est entrée en opération le 1^{er} janvier 1999. De formidables divergences entre les économies de la zone euro en ont résulté, comme l'illustre le comportement des prix de l'immobilier (*Figure 1*).

Bien qu'il soit difficile d'identifier clairement des causalités tant ces divergences économiques entre les pays membres de la zone euro ont été nombreuses, il semblerait que les taux d'intérêt réels faibles et les innovations financières aient été un facteur important dans le gonflement des bulles immobilières (et des bulles de prix d'actifs en général).

Figure 1. Politique monétaire et prix d'actifs : l'exemple des prix de l'immobilier



Source : BCE, compilation d'indicateurs nationaux. Indicateurs des prix de l'immobilier (base 100 : 1996).

d) Constellation des facteurs pouvant faire baisser le taux naturel nominal

Au total, les théories de la croissance fournissent une famille de conditions assez intuitives qui font baisser durablement le taux naturel nominal :

- Lorsque la croissance potentielle ralentit par diminution de la population en âge de travailler ou des taux d'activité.
- Par ralentissement du rythme de progrès technique réduisant les gains de productivité.
- Par érosion tendancielle de la demande, par exemple sous l'effet d'une modération du salaire réel par rapport à la productivité, ou encore d'un accroissement massif des inégalités.
- Par baisse tendancielle de l'inflation lorsque les anticipations de long terme ne sont plus ancrées sur la cible annoncée par la banque centrale.
- Par augmentation de l'aversion pour le risque créant un surcroît d'épargne de précaution qui rechigne à s'investir.

Tous ces facteurs se comprennent dans une conception macroéconomique finalement assez « holistique ». Ils ont joué leur rôle dans la période qui a conduit à la grande récession post 2008⁴. Les facteurs démographiques, technologiques et sociaux ont induit une lente érosion de la rentabilité marginale du capital productif. Quant aux facteurs financiers, ils ont été prépondérants depuis le déclenchement de la crise financière. De façon concomitante, le taux naturel s'est littéralement effondré en 2008.

e) Le rôle du dollar et du cycle financier dans le recul des taux d'intérêt mondiaux

Le recul du taux naturel s'est propagé bien au-delà des États-Unis. La crise financière a été mondiale et la conjonction de la globalisation financière et de la prépondérance du dollar dans les transactions financières ont accentué la corrélation des taux d'intérêt nominaux entre les grandes monnaies. Il s'ensuit que le taux d'intérêt naturel s'est installé autour de 0 dans l'ensemble des pays avancés.

Les répercussions de la crise financière systémique ont été immédiatement drastiques pour les banques et d'autres intermédiaires financiers. Les banques centrales ont alors dû injecter des liquidités en levant toutes les conditions selon lesquelles elles les accordent aux banques dans les circonstances normales et les fournir au coût le plus faible possible. Les banques centrales anglo-saxonnes ont mis leur taux directeur au voisinage de 0 dès la fin de l'année 2008.

Nous mentionnions plus haut l'existence de grands cycles financiers sous-jacents aux cycles économiques : en 2008, leur retournement a coïncidé fort malheureusement avec une montée brutale de l'aversion pour le risque, provoquant une diminution de l'investissement productif et un excès d'épargne qui ont fait baisser le taux naturel. Les économistes convergent vers un ordre de grandeur d'une baisse de 2 %, ce qui est considérable.

Pour la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a eu plus d'inertie dans son mouvement d'assouplissement monétaire non-conventionnel que ses homologues anglo-saxonnes. Cette inertie, jointe à des poli-

4. Après une crise financière systémique, les économies ne retrouvent pas leur trajectoire antérieure comme après un choc conjoncturel. Les pertes massives en capital réduisent la dépense réelle surtout par l'investissement productif. La restructuration des banques est plus ou moins difficile selon l'engagement des États, les méthodes utilisées (sortie ou non des créances dévalorisées des bilans bancaires) et l'extension des prêts en dernier ressort des banques centrales. C'est ainsi que l'on distingue la *Grande Déflation* après la crise de 1873, la *Grande Dépression* après celle de 1929 et la *Grande Récession* après celle de 2008.

tiques budgétaires restrictives, a aggravé l'attentisme des acteurs privés, et partant, le marasme de la demande : la zone euro s'est enfoncée dans la stagnation.

Par la suite, c'est un régime auto-entretenu de croissance basse qui s'est installé, sous la menace du surplomb d'endettement. Ce surplomb reste aujourd'hui en suspens, car la baisse de l'activité économique et le reflux induit de l'inflation empêchent sa résorption. Car, si une augmentation de l'endettement à partir d'un niveau d'endettement faible est une force d'impulsion à la croissance, trop d'endettement est néfaste pour la croissance.

III. La barrière de taux nominal 0 et son impact sur la courbe des taux

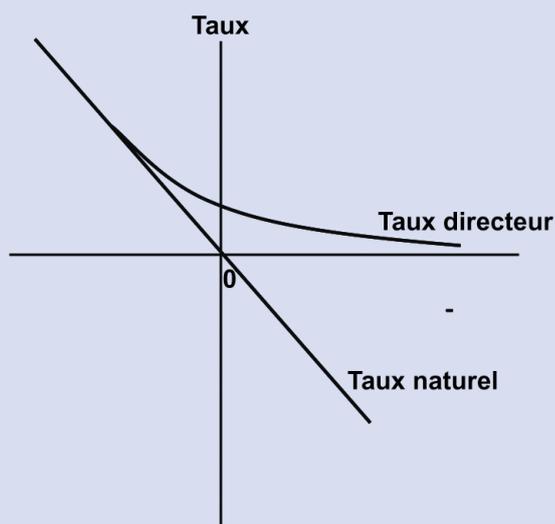
On saisit le piège dans lequel se trouve la politique monétaire. La monnaie émise par la banque centrale étant la liquidité absolue, quiconque disposant de titres financiers à court terme sans risque de crédit (par exemple des bons du trésor) a toujours l'option de les convertir en cash sans coût et sans limite. Il s'ensuit que le taux nominal du marché monétaire, directement influencé par la politique monétaire, incorpore une véritable option financière qui résulte de la contrainte plancher de taux 0. Car le cash, en tant que liquidité absolue et détenue anonymement, ne porte pas d'intérêt !

La borne à zéro du taux directeur de la banque centrale s'énonce en des termes simples, presque tautologiques : le taux directeur est soit égal au taux naturel nominal tant que celui-ci est positif, soit égal à zéro. Mais cette relation, pourtant simple en apparence, peut se lire dans une « grammaire » financière bien plus complexe ! (*voir encadré 1*).

Encadré 1 : Une lecture financière du taux directeur pour comprendre la courbe des taux

Le taux naturel *nominal* (et non réel) est le taux qui serait déterminé par la politique monétaire si elle suivait une règle standard connue des marchés financiers lorsque le PIB est à son potentiel (plein emploi efficace des ressources productives). Le taux directeur de la banque centrale englobe les situations de taux naturel négatif. Il peut se lire comme le rendement d'un produit financier synthétique. Il comprend un titre qui rapporte le taux d'intérêt naturel (réel) combiné à l'achat d'une option *put* dont le prix d'exercice est 0. Cette option garantit le plancher 0 quand le taux naturel devient négatif (*Figure 2*). Elle est implicitement vendue par la banque centrale sur l'opposé du taux virtuel.

Si le taux naturel nominal est négatif, la valeur intrinsèque de l'option est positive. Le taux nominal observé est trop haut par rapport au taux naturel que la banque centrale devrait fixer pour ramener l'économie vers la production potentielle (output gap 0). L'économie est bloquée dans une *trappe à liquidité*. Il en résulte une courbure du taux d'intérêt à court terme au voisinage de zéro par effet d'attraction de la barrière. La banque centrale est donc contrainte dans son action si elle s'attache à influencer l'économie à partir du taux court. Elle perd sa capacité de transmission de ses impulsions à l'économie. Elle doit donc inventer d'autres moyens d'action. Ceux-ci consistent à essayer d'influencer directement les taux longs.

Figure 2. Le taux court comme option sur le taux naturel anticipé


L'effet du plancher des taux d'intérêt s'étend sur toute la courbe des taux. Car une option a une valeur temps. Lorsque l'inflation basse est anticipée durable, les taux courts futurs anticipés ont une probabilité non négligeable de devenir négatifs, donc d'être virtuels. Les taux à terme (par exemple les taux à trois mois dans un an) observables dans la courbe des taux incorporent donc la valeur d'option pour le terme considéré, conformément à l'équation suivante :

Taux à trois mois dans un an = Taux naturel anticipé + prime à terme + valeur de l'option

La valeur d'option se répercute donc dans le taux long :

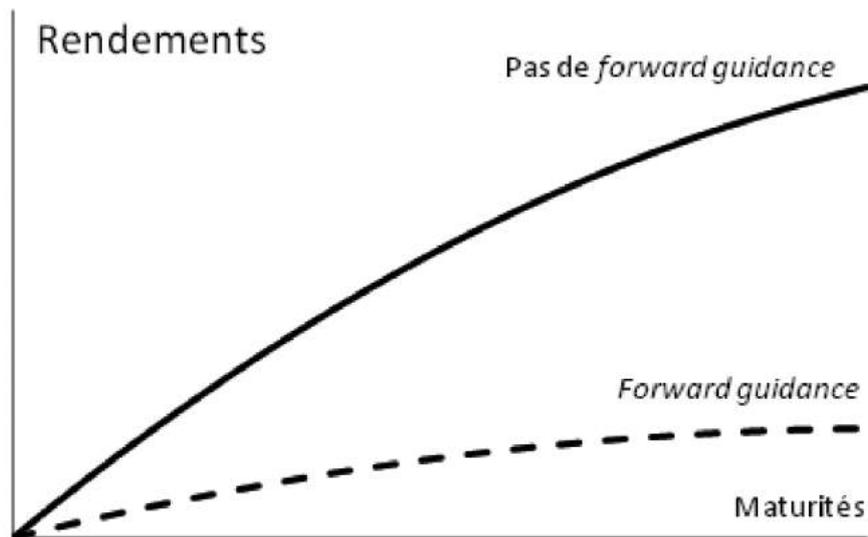
Taux à T ans = Moyenne des taux courts anticipés + prime de risque + valeur d'option

a) La *forward guidance* des banques centrales, un outil potentiellement puissant

Lorsque l'on considère un niveau donné de taux d'intérêt, celui-ci comprend généralement, et de façon implicite, des primes de risque. Ces dernières expriment *inter alia* (comme le risque de crédit, ou le risque de liquidité) l'effet de la volatilité des taux courts futurs.

Cette volatilité, ou forte variabilité, des taux futurs, correspond précisément à une valeur d'option.

Comme la valeur temps de l'option augmente avec la volatilité des taux courts futurs, la courbe des taux est déformée par rapport à ce qu'elle serait en situation normale. Le contenu en information de la courbe des taux est donc altéré (*Figure 3*). Pour mitiger cette déformation, les grandes banques centrales ont introduit dans leur panoplie la *forward guidance*, ou guidage des taux d'intérêt futurs, qui consiste à infléchir, par une communication explicite sur ses intentions, la forme de la courbe des taux. En indiquant qu'elle maintiendra les taux d'intérêt courts pendant longtemps, la banque centrale contribue à l'aplatir.

Figure 3. Déformation de la courbe des taux au voisinage du taux nominal nul


Ce faisant, la banque centrale cherche à agir sur les taux longs en influençant les taux courts anticipés. Elle le fait en s'engageant fermement à conserver le taux à court terme à zéro tant que ne seront pas atteintes certaines conditions d'emploi et d'inflation qu'elle énonce. Si cet engagement est crédible, la composante « anticipation » des taux longs restera basse. La *forward guidance* permet aussi de réduire la volatilité des taux courts futurs qui est incorporée dans le prix du risque. Elle abaisse donc l'ensemble de la courbe des taux.

b) Les achats de titres comme levier de premier ordre sur la courbe des taux

Les achats de titres financiers émis par le secteur public – couramment désignés comme « QE », pour *Quantitative Easing* – sont un autre instrument dans la panoplie des banques centrales contemporaines qui influence directement le niveau des taux d'intérêt. Rappelons que ces achats répondent à des motivations multiples, mais parmi celles-ci, la montée du prix du risque figure en bonne place, ainsi que la détérioration de la liquidité des actifs que détiennent les investisseurs financiers (liée au risque d'une forte perte de valeur si le besoin de liquider les actifs apparaît).

Pour réduire ces phénomènes indésirables, la banque centrale va procéder à des achats ciblés d'actifs longs, ce qui permet de mettre hors du stress de marché l'actif qui est le pivot des marchés financiers, c'est-à-dire les obligations d'État de différentes échéances. Elle aplatit la pente de la courbe des taux et donc complète la *forward guidance* par le contrôle de la prime de terme. Le cumul de ces instruments peut faire pivoter la courbe des taux jusqu'à l'horizontale, entraînant des taux voisins de 0 sur une large gamme d'échéances.

c) La barrière à zéro : une option sur le cash

La barrière de taux zéro est donc au sens strict une « option sur le cash ». En sa présence, même si cela peut paraître paradoxal, les taux d'intérêt nominaux observés sur les marchés peuvent être réellement négatifs, si l'option est, sans jeu de mots, « dans la monnaie ». Voici pourquoi.

- Des taux négatifs grâce aux coûts de transaction...

Une première raison découle des coûts de transaction associés à la détention du cash : commission, assurance, transport, risque de vol, etc. La barrière des taux nominaux pour les comptes de dépôts en monnaie scripturale serait donc négative, autant que peuvent l'être les coûts ci-dessus. Cela permet, notamment, à la banque centrale, d'appliquer des taux négatifs sur les réserves des banques commerciales sans que ceux-ci soient considérés comme une taxe sur les dépôts.

- ...ou à la compensation par une appréciation des changes anticipée...

Une autre raison est liée à l'apparition de taux de marché négatifs sur des titres de dettes en Suisse ou au Danemark. Cela s'est tout d'abord produit dans des petits pays très ouverts aux flux internationaux de capitaux et dont les monnaies sont susceptibles de s'apprécier suffisamment (la Suisse faisant peut-être cas d'exception) pour surcompenser la pénalité de déposer dans le pays. Le taux de rendement espéré pour les non-résidents déposants dans la monnaie nationale est égal au taux d'intérêt, lui négatif, auquel s'ajoute l'anticipation d'appréciation du change, elle, plus largement positive. C'est par ce mécanisme d'appréciation de la monnaie locale anticipée que le taux d'intérêt directeur local peut être négatif (car égal au taux d'intérêt monétaire en monnaie étrangère, moins l'anticipation d'appréciation du change).

- ...ou encore comme « prime » de liquidité

Une raison plus intrigante est l'acceptation de détenir des instruments financiers rapportant des rendements négatifs dans des pays où les monnaies sont anticipées pouvoir se déprécier. Il faut pour cela bien comprendre ce que représente la liquidité ultime émise par la banque centrale dans un contexte d'incertitude résultant des répercussions d'une crise financière systémique. Il s'agit de situations où les banques rechignent à se faire crédit et donc n'alimentent pas correctement le marché monétaire. L'évaluation des risques spécifiques des actifs et donc leur différenciation deviennent incertaines au point que les investisseurs financiers s'en défient. C'est la liquidité ultime, donc émise par la banque centrale et donc les titres qu'elle décide d'acheter en grande quantité, qui sont les réceptacles de la liquidité. La polarisation sur ces titres exprime le prix de la sécurité dans les cas d'aversion extrême pour le risque.

Le taux d'intérêt sur titres (analogue à la liquidité) est donc égal au taux de marché en situation normale duquel est soustraite une « prime de sécurité » : il peut donc lui aussi être négatif.

- Des taux négatifs au-delà du court terme ?

Pour comprendre la répercussion de la valeur d'option sur la courbe des taux et donc la possibilité que des taux nominaux négatifs s'étendent au-delà du court terme, considérons plus précisément les relations d'arbitrage sur la courbe des taux. Lorsque l'inflation basse est anticipée durable, les taux courts futurs anticipés ont une probabilité non négligeable de devenir négatifs. Les taux à terme (par exemple les taux à trois mois dans un an) observables dans la courbe des taux incorporent la « valeur d'option » (*voir encadré 1*) pour le terme considéré. Par exemple, le taux à trois mois dans un an sera égal au taux naturel anticipé, auquel s'ajoutent la prime de terme et la valeur de l'option. La valeur d'option se répercute donc dans le taux long.

d) Des interventions chirurgicales sur la courbe des taux

On a vu ci-dessus que la *forward guidance* de la banque centrale aplatissait la courbe des taux. Si elle cumule des achats illimités de certains types de titres dont la substituabilité avec le reste de la courbe des taux est faible, la banque centrale peut modifier sensiblement la structure des rendements.

Or, la substituabilité entre les actifs tout au long de la courbe des taux ne reste pas constante dans le cycle financier. Elle tend à augmenter dans les phases d'expansion des prix d'actifs financée à fort levier de crédit. La volatilité est alors faible, exprimant une baisse du prix du risque. Mais le retournement de la crise et la pression à la réduction du levier changent la donne : la volatilité augmente parce que l'incertitude grandit et provoque une hausse violente du prix du risque. La structure de rendements des actifs se polarise alors entre ceux qui sont menacés d'une sévère dévalorisation et ceux qui sont sécurisés par les achats de la banque centrale. Ce sont les immobilisations dans les actifs productifs qui sont les plus délaissées ; d'où la baisse de l'investissement qui entretient la basse croissance. Comme la banque centrale cherche à relancer l'investissement, elle vise à abaisser toute la courbe des taux par ses achats massifs d'actifs publics longs. Elle peut donc entraîner toute une gamme de taux d'intérêt vers des taux négatifs.

Ces évolutions polarisées peuvent être accentuées par la régulation prudentielle. Car des contraintes prudentielles durcies sur les banques et les compagnies d'assurances favorisent la détention de titres bien notés, dont font partie ceux qui sont acquis par la banque centrale, accentuant ainsi la polarisation avec les autres types d'actifs.

Tous ces mécanismes de marché, médiatisés par les politiques dites « non-conventionnelles » des banques centrales, nous ramènent aux raisons profondes pour lesquelles le taux d'intérêt naturel a baissé aussi profondément et, donc, au thème de la stagnation séculaire.

IV. Quelles implications des taux d'intérêt négatifs pour le secteur financier ?

Des actes du quotidien les plus anodins aux transactions financières les plus complexes, une valeur positive du temps est ancrée dans nos pratiques. En principe, la patience est récompensée. Au contraire, il est d'usage que l'impatience ait un coût : l'immédiateté (de la consommation, par exemple) se traduit par un coût positif dès lors qu'il induit une anticipation de flux de revenus futurs.

Des taux d'intérêt nominaux négatifs sont donc une expression très subversive de la valeur du temps. C'est une forme extrême du besoin de sécurité qui met la liquidité, donc le choix de ne pas prendre d'engagement sur l'avenir, au-dessus de toute autre décision. Mais un environnement de taux d'intérêt extrêmement bas accompagnés d'une liquidité mondiale ample est une gageure pour de nombreux acteurs économiques habitués à évoluer dans un monde « à l'endroit », où l'immédiateté – l'impatience – est pénalisée, alors que, au contraire, la patience est financièrement récompensée.

Les entités financières sont mécaniquement touchées par un renversement de ce paradigme. Les banques doivent complètement redéfinir leur gestion actif-passif, car la faiblesse du rendement de leurs actifs à revenu fixe – y compris leurs portefeuilles de prêts – rogne leurs marges d'intérêt. Les investisseurs institutionnels subissent aussi une forte pression sur les rendements : ils sont alors tentés par des stratégies d'allocation d'actifs de plus en plus risquées. D'ailleurs, des stratégies d'investissement jusqu'alors « standard » peuvent *de facto* cesser d'être viables. Mais ce sont aussi les investisseurs du secteur officiel, comme les banques centrales ou encore les fonds souverains, qui subissent ce retournement de paradigme et, partant, font face à de nouvelles contraintes.

Pour l'heure, les académiques seuls n'ont pas encore su fournir de paradigme efficace pour rendre compte de « l'univers des possibles » : des taux négativement pérennes sont-ils viables à long terme ? Ou l'environnement actuel ne peut-il être que transitoire ? Dans la pratique, c'est en croisant les réponses des acteurs du secteur

financier, des académiques, des superviseurs, et des *policy makers* que l'on peut rendre compte de la réalité de ces contraintes et des comportements qui permettront de s'y adapter.

a) Une forte pression sur la rentabilité financière

Le premier constat est celui d'une pression forte sur la profitabilité – en particulier celle des actifs financiers à rendement fixe (*fixed income*) – qui induit une prise de risque excessive de la part d'acteurs à la recherche de rendement. Ceci est vrai pour tous les acteurs financiers, mais le secteur de l'assurance-vie y est particulièrement vulnérable. La faiblesse des taux menace la solvabilité et la stabilité des acteurs dans ce secteur. Les assureurs-vie en Autriche, en Allemagne et en France y sont particulièrement vulnérables, car leurs bilans sont sujets à de conséquents « *duration mismatches* », et une majorité de leurs encours de contrats (au passif) a été conclue avec des rendements garantis.

Quelles conséquences les acteurs financiers peuvent-ils tirer de ces nouvelles pressions sur leurs bilans ? Les assureurs-vie peuvent chercher à diversifier leurs portefeuilles vers des actifs plus risqués, en espérant ainsi sauver leur existence : cela s'appelle du *gambling for resurrection*. Un scénario alternatif est celui du *statu quo* où le bilan est captif de titres à rendement fixe, certes à bas risque mais aussi au rendement minimal, permettant à peine d'honorer les engagements des contrats d'assurance-vie souscrits par leurs clients. Cela est tenable, mais pour combien de temps ? Si cela ne l'est pas, ce seront les épargnants qui en pâtiront parce que les assureurs et les fonds de pension compenseront le manque à gagner par des cotisations plus onéreuses.

Cette faible rentabilité ne s'exprime pas seulement sur les actifs à rendement fixe : toutes les classes d'investissement sont touchées (telles que les actions, les titres hybrides émis par les entreprises, ou l'immobilier). Il s'agit donc, à l'instar du mécanisme décrit plus haut, d'une faiblesse généralisée des rendements réels sous-jacents. En 2015, les investisseurs avaient encore du mal à accepter cette nouvelle réalité et à s'y adapter. Mais l'heure tourne et les déséquilibres s'accumulent en toile de fond.

b) Rendements négatifs et stagnation séculaire : quelques constats

Combien de temps la faiblesse des rendements nominaux et réels va-t-elle durer ? Dans un scénario bénin, l'économie européenne reprendrait lentement un chemin de croissance et, avec elle, les taux d'intérêt se normaliseraient à moyen terme. Aux États-Unis, il semblerait que cette dynamique soit déjà en marche à la fin 2015. Toutefois, s'agit-il d'une évolution de long terme ou d'un sommet de cycle, sachant que la reprise américaine dure depuis 6 ans et qu'aucune phase d'expansion aux États-Unis n'a jamais duré plus de 8 ans ? Dans un scénario de stagnation séculaire, en revanche, cette situation pourrait perdurer de nombreuses années. Ce scénario correspond à l'impact négatif des facteurs fondamentaux décrit plus haut.

Un troisième scénario de forte remontée des taux à un horizon lointain ne peut pas être exclu non plus. Mais il suppose le déclenchement d'une vague d'investissements créant les bases d'un nouveau régime de croissance à long terme, donc une extinction du régime de financiarisation des économies et l'essor d'un régime de développement soutenable.

Les trois scénarios ne sont donc pas à mettre sur le même plan comme s'ils étaient trois modalités d'un même processus. Ces trois scénarios ont bien évidemment des implications radicalement différentes pour la gestion actif-passif des investisseurs institutionnels et des banques. Toute la difficulté réside dans l'évaluation des probabilités relatives de chacun de ces scénarios.

c) Une réparation différée des bilans bancaires

Premier constat : la combinaison de taux extrêmement bas et d'une fourniture de liquidité surabondante par les banques centrales a conduit les banques à atermoyer sur la « réparation » de leurs bilans (les anglo-saxons ont appelé cela l'« *evergreening* » des prêts). L'allocation du crédit a d'ailleurs pu subir une distorsion avec le financement de placements de plus en plus risqués par le système financier, banques ou *shadow banking*, à la recherche de rendement.

Second constat : l'acculturation du monde financier aux taux bas s'est effectuée en deux phases. Dans une phase initiale, les banques ont pu tirer bénéfice des taux plancher : leurs coûts de financement obligataire devinrent subitement extrêmement bas et finalement très peu reliés à leur risque effectif. Certes, certains établissements n'ont plus trouvé de financeurs (ajustement par les quantités), d'autres ont vu leurs cours boursiers s'effondrer et leur capitalisation boursière réduite à peau de chagrin (ajustement par l'*equity*). Mais comme les politiques monétaires non-conventionnelles ont induit un décalage vers le bas de la courbe des rendements, les résultats bancaires ont été dans un premier temps « boostés », car la « durée » de leurs dépôts est typiquement plus courte que celle de leurs actifs.

Le vécu « taux bas » fut moins faste dans un deuxième temps : alors qu'elle se prolongeait, la période de taux d'intérêt très bas a ensuite pesé sur la rentabilité du secteur bancaire et financier. Tout d'abord, la marge d'intérêt, pierre d'angle des revenus de la banque de détail, a été compressée non pas par le *niveau* des taux, mais par la *pente* de la courbe des taux qui s'aplatit : le différentiel de rendement entre les actifs longs et les passifs courts s'amenuise. Dans un tel contexte, le plancher à zéro des taux d'intérêt nominaux a représenté une vraie « aubaine » pour le déposant.

D'une manière générale, tant que le système financier n'est pas apte à imposer un coût aux dépôts, et, à l'extrême, à la détention d'argent liquide (et tant que la psychologie collective n'est elle non plus pas prête à accepter une telle « taxe à la liquidité »), le déposant jouit d'une garantie de capital devenue extravagante dans un monde où il est devenu finalement compliqué et coûteux de transmettre de l'épargne (ou plus généralement des actifs financiers) aux générations futures.

d) La négativité, un saut qualitatif ?

La frontière semble symbolique entre un taux nul et un taux négatif. Mais elle est cruciale. Notre troisième constat est de nature micro-prudentielle : l'impact des taux négatifs sur les banques va bien au-delà des effets sur leurs revenus ci-dessus commentés :

- D'abord, elles doivent parfois tout bonnement revoir leurs infrastructures, leurs systèmes d'information. Certains modèles de produits dérivés sont également remis en cause car ils reposent sur des lois de distribution statistiques qui ne tolèrent pas de valeurs négatives. C'est le cas des options de taux d'intérêt comme les *swaptions* par exemple.
- Vient ensuite la question du comportement des déposants : leurs clients vont-ils changer l'allocation de leur liquidité dès lors que leur banque « rogne » leurs dépôts ?
- Enfin, le risque d'intérêt qui découle d'un allongement de la durée doit être complètement réévalué.

e) Le dilemme des taux bas pour les banques centrales

Nous avons évoqué le rôle central joué par les banques centrales dans la dynamique des taux bas. Mais n'oublions pas que celles-ci ont également des bilans énormes à gérer, donc des actifs à investir, et, surtout, qu'elles ont constitué des réserves de taille parfois considérable. Elles sont donc à la fois juges et parties dans l'affaire.

Pour la gestion de leurs réserves, les banques centrales font face à ce que l'on peut présenter comme le « triangle de gestion des réserves » : celui constitué par la politique monétaire, le rôle de liaison de marché et celui du management financier. Il leur faut donc arbitrer entre la sécurité de l'investissement, la liquidité et le rendement des réserves parmi ses objectifs d'investissement.

f) Taux bas et bulles de prix d'actifs : quel danger pour les acteurs financiers ?

Historiquement, des phénomènes de bulles ont pu apparaître dans toutes les classes d'actifs. La plupart d'entre elles furent largement financées par la dette, et en particulier par le crédit bancaire, ayant pour implication d'augmenter les risques de crises bancaires.

Mais la question des bulles prend une dimension toute particulière dans l'environnement actuel. Cette fois-ci, il ne s'agit pas seulement de bulles engendrées par des innovations financières ou technologiques : ce sont les politiques monétaires elles-mêmes qui mécaniquement nourrissent des bulles.

Voici tout le paradoxe de la situation actuelle : les politiques monétaires engendrent des bulles qu'il sera difficile d'éliminer par une simple remontée des taux directeurs sans engendrer de l'instabilité financière. Ce n'est certainement pas un hasard si l'élaboration d'instruments dits « macro-prudentiels », destinés à préserver la stabilité financière par une approche macroéconomique et macro-financière, par opposition à l'approche « micro » des politiques prudentielles traditionnelles, font l'objet d'un tel effort de développement : il faut trouver un substitut aux instruments usuels pour mettre en place toutes les conditions qui permettront de retrouver des valorisations et des taux soutenables sans produire de cracks boursiers et obligataires. Les mesures macro-prudentielles sont plus ciblées que les politiques de taux car elles s'appliquent à des secteurs ou sous-secteurs financiers spécifiques.

Nous l'avons souligné, les taux bas induisent une élévation des risques dans de nombreux marchés financiers car, dans un tel environnement, l'épargne cherche le rendement.

Quelles conséquences, donc, pour la stabilité financière ? Que constate-t-on en pratique ? Lorsque les banques centrales commencèrent leurs achats d'actifs à grande échelle, la perception générale était que cette politique non-conventionnelle ne serait que temporaire. Mais en 2015, l'exotisme des politiques monétaires s'est radicalisé avec l'entrée en bonne et due forme du taux d'intérêt littéralement négatif dans la panoplie des banques centrales. Ainsi en 2015, la zone euro, le Danemark, la Suède et la Suisse ont introduit des taux directeurs négatifs. Combinés à la *forward guidance* et aux achats d'actifs à grande échelle, ces taux ont conduit les taux nominaux de marché en territoire négatif, pour une gamme de maturités sur la courbe des rendements allant du taux au jour le jour et jusqu'à 5 ans. La mise en œuvre de politiques monétaires non-conventionnelles s'est donc très largement affranchie des préoccupations et critiques liées à leur impact sur les prix d'actifs et sur leur volatilité. Une dimension supplémentaire à prendre en compte le jour où, si celui-ci arrive, il sera décidé de revenir à une conduite plus orthodoxe de la politique monétaire.

V. Au-delà du cycle financier et des taux de marché : comment actualiser l'avenir en situation d'incertitude devant les défis des faibles taux d'intérêt ?

a) Actualisation du futur dans une économie de concurrence parfaite

Quelle est la valeur aujourd'hui d'un revenu ou d'un coût attendu dans l'avenir ? C'est le problème de l'actualisation des valeurs économiques futures. Il est généralement reconnu qu'un euro disponible dans un temps t vaut moins qu'un euro disponible aujourd'hui. Il y a donc normalement un facteur de dépréciation du futur qui est positif. Il est lui-même inversement lié au *taux* de dépréciation du futur et il est d'autant plus grand que le temps s'écoule. Si r est le taux de dépréciation du futur, appelé taux d'actualisation, le facteur d'actualisation est $1/(1+r)^t$.

Le facteur d'actualisation est donc le prix fictif retenu pour actualiser les coûts et avantages futurs. Pour les économistes, l'analyse traditionnelle coûts-avantages s'inscrit dans une perspective utilitariste. Dans les modèles usuels de croissance optimale, l'utilité est exclusivement celle de la consommation privée et les individus sont supposés avoir des préférences homogènes, en sorte que le facteur d'actualisation a une définition simple : c'est la quantité de consommation à laquelle un agent économique est prêt à renoncer au présent pour obtenir une unité supplémentaire de consommation à l'avenir. Dans un monde de prévision parfaite, le taux d'actualisation économique associé est le taux d'intérêt sans risque, lequel est déterminé par la condition de maximisation de l'utilité intertemporelle de la consommation de chaque individu⁵.

Cette élasticité exprime la substitution intertemporelle des utilités. Si e est cette élasticité, l'utilité marginale baisse de e % lorsque l'utilité de la consommation augmente de 1 %. On peut donc interpréter e comme la résistance à la substitution intertemporelle en univers certain, ou bien l'aversion relative au risque en univers incertain.

Dans ce cadre théorique, les économistes proposent d'approximer le taux d'actualisation en utilisant le taux d'intérêt sans risque du marché des capitaux, auquel ils appliquent un ajustement pour prendre en compte à la fois le niveau de risque, et l'aversion des agents pour celui-ci⁶.

Le taux d'actualisation ainsi conçu et mesuré est essentiel pour calculer les rendements prospectifs des projets d'investissement. Plus il est élevé, plus le facteur de dépréciation du futur est grand, plus les cash-flows futurs anticipés sont faibles. Un taux d'actualisation élevé défavorise donc les investissements longs à réaliser, à dépenses fixes importantes et retours sur investissement lointains. Nous sommes alors bien loin d'une croissance optimale à long terme ! Notamment, *quid* du taux de préférence pure pour le présent, encore appelé préférence de temps (*time preference*) ?

b) Le taux de préférence pour le présent est tout autant éthique qu'économique

La problématique de la croissance soutenable au XXI^e siècle est étroitement mêlée aux formidables incertitudes qui entourent notre futur : le changement climatique y figure en premier plan. Élaborer une politique ne

5. Le taux d'actualisation s'exprime ainsi comme le taux de préférence pure pour le présent, auquel s'ajoute le taux de croissance optimale pondéré par l'élasticité de substitution des utilités marginales.

6. Comme l'incertitude est supposée probabilisable, elle s'exprime sous la forme d'une fonction de densité de probabilité du logarithme de la consommation. On obtient alors l'estimation suivante : Taux d'actualisation = taux d'intérêt sans risque - (coefficient d'aversion pour le risque) x (variance du log de la consommation).

consiste pas à effectuer des arbitrages entre la consommation présente et future sur un sentier donné, mais à choisir *entre* des sentiers de croissance de la consommation extrêmement différents. Par conséquent, le taux d'actualisation social est lui-même dépendant du sentier, il varie dans le temps, il est différent pour chaque séquence incertaine de résultats et, avec les marchés financiers très imparfaits que la crise a révélés, il diffère en fonction de l'agrégat considéré.

Le taux de préférence pure pour le présent n'a pas de lien systématique avec les préférences intertemporelles des individus. C'est un taux qui a une valeur de nature éthique plus qu'économique, et qui renvoie à l'attitude de la société face à son avenir. Si la société est postulée exister infiniment, il doit être égal à zéro ! Les préférences individuelles de temps sont positives parce que les individus savent qu'ils sont mortels et ne savent pas la date de leur mort. Si, au contraire, la société est immortelle, la préférence sociale de temps doit être nulle. Il n'y a pas de distinction entre le présent et le futur face à l'éternité. La seule raison pour laquelle le taux de préférence pour le présent pourrait être légèrement positif est la possibilité d'un effondrement (écologie, guerres...) qui mette fin à la vie sur terre telle que nous la connaissons.

c) Le taux d'actualisation au cœur des enjeux intergénérationnels

Si la préférence sociale de temps doit être logiquement nulle ou proche de zéro, il n'en va pas de même des préférences de l'individu lorsqu'il pondère le facteur temps pour anticiper, ou différer, telle ou telle décision économique (l'encadré 2 revient sur le lien entre préférences temporelles, générations et inégalités). Pour l'économiste, ces décisions mettent en œuvre « l'élasticité de substitution intertemporelle » propre à l'individu. Cette volonté dépend des différences de préférences individuelles et de la répartition du revenu jugée viable (ou souhaitable d'ailleurs) sur un sentier de croissance soutenable.

Or, le taux d'actualisation, ou taux d'intérêt naturel défini plus haut, est dérivé d'une fonction de bien-être qui présuppose l'homogénéité des préférences et la consommation privée comme seul argument du bien-être. On a vu que ce postulat montre ses limites dès lors que les revenus, les patrimoines et les pouvoirs ne sont pas également répartis. Ces limites sont encore plus marquées dans une perspective intertemporelle, car elles peuvent avoir tendance à se renforcer au cours du temps, lors du passage d'une génération à l'autre. Nous voilà à nouveau au cœur de la problématique qui nous intéresse, celle de la valeur du temps et de son reflet dans les prix financiers de long-terme dans des circonstances historiques qui engendrent des taux d'intérêt de marché bas.

Encadré 2 : Préférences temporelles, générations et inégalités

Le bien-être social n'est pas l'agrégation des préférences individuelles. Le théorème d'impossibilité d'Arrow démontre qu'il est en effet impossible à toute procédure de choix social dans une société démocratique d'agréger de manière incontestable des préférences individuelles hétérogènes dans une fonction de bien-être social. Il faut, en effet définir l'égalité de manière que la comparaison interpersonnelle soit possible, non seulement en calculant des indices empiriques, mais au niveau des principes qui légitiment les choix publics.

En mettant l'équité au cœur de la justice, Rawls balaye la théorie utilitariste de Bentham. Les êtres humains ont des facultés morales capables de reconnaître le sens du bien commun. Il s'ensuit que la raison est une aptitude humaine d'un ordre supérieur à la rationalité. Car la raison est la liberté d'exercer le raisonnement

public dans l'évaluation sociale. Cette liberté n'est pas que formelle. Elle ne peut s'exercer qu'à travers l'accès aux biens premiers, dont nul ne doit être privé si la conformité au principe de justice comme équité est respecté.

Les biens premiers définissent les libertés réelles à l'aune desquelles on doit mesurer les inégalités. Ce sont les ressources matérielles, éducatives et institutionnelles à la base des opportunités individuelles. Elles forment un ensemble beaucoup plus large que le revenu. Il faut y ajouter la qualité de la santé publique, l'éducation primaire, les libertés de base, l'absence de barrage (notamment de l'argent et des connivences) aux pouvoirs et prérogatives attachées aux fonctions sociales et les biens environnementaux. Il s'ensuit que ne sont justes que les inégalités qui améliorent la situation des plus défavorisés eu égard à l'accès aux biens premiers.

Produire et reproduire le socle de biens premiers à travers les générations est un devoir des sociétés qui exige un investissement social impliquant que la finance soit compatible avec des investissements dont le rendement social est supérieur à la rentabilité privée ; ce qui implique un facteur d'actualisation suffisamment faible, défini par la puissance publique et incorporé dans le calcul économique par une organisation financière favorisant l'investissement à long terme. Un taux d'actualisation faible veut dire un taux d'intérêt naturel bas mais positif, censé favoriser la valorisation des rendements futurs lointains, donc les investissements à long terme qui sont financés par des investisseurs patients. Il faut donc que la courbe des taux de marché épouse cette contrainte pour que le coût du capital soit compatible avec la courbe des rendements des investissements de différentes échéances.

d) Temps, inégalités et équilibre « épargne-investissement »

La prise en compte de l'impact de long-terme des inégalités sur le taux d'intérêt naturel requiert plus qu'une prise en compte d'agents hétérogènes. Il faut que les inégalités se répercutent sur les comportements d'emprunts et de prêts. Cela est possible dans les modèles à générations imbriquées où les individus sont emprunteurs puis épargnants au cours de leur cycle de vie. Plus précisément, les individus parcourent trois phases dans leur vie du point de vue de l'équilibre épargne-investissement : ils empruntent lorsqu'ils sont jeunes, épargnent aux âges intermédiaires et donc prêtent aux jeunes, consomment leur patrimoine lorsqu'ils sont vieux. Comme le taux d'intérêt naturel dépend de l'offre relative d'épargne vis-à-vis de la demande d'emprunt, il est influencé par les transformations entre les générations qui modifient fortement l'équilibre épargne-investissement. Pour que le taux d'intérêt naturel puisse devenir négatif, il faut que le cycle de vie se combine avec des inégalités intra-générationnelles.

Considérons l'impact suivant des inégalités. Supposons que dans la génération jeune plus d'individus sont contraints à des limites d'emprunts plus basses parce que leur collatéral n'est pas suffisant. Dans la génération intermédiaire, moins d'individus aux revenus plus concentrés ont la capacité d'épargner. Seuls les ménages riches d'âge intermédiaire épargnent et fournissent des fonds à tous les emprunteurs. Leur capacité d'épargne s'accroît avec la concentration de la richesse. Mais la capacité d'emprunt se rétrécit chez les jeunes parce que moins nombreux sont ceux qui ont des garanties suffisantes apportées par leurs parents. Dans ces conditions les inégalités sociales auto-entretenues et donc transmises entre les générations exercent une pression à la baisse sur le taux d'intérêt naturel, lequel peut devenir négatif.

e) Taux d'actualisation et démographie

Rappelons que selon les séries historiques établies par Angus Maddison, l'éminent économiste qui a fourni les premières analyses historiques de la croissance dans une perspective comparative⁷, les pays dits « avancés » n'ont jamais connu une croissance tendancielle par tête (moyenne glissante sur 10 ans) supérieure à 2 %, hormis dans la reconstruction post-1945 suivie des « Trente glorieuses », c'est-à-dire à l'ère du dividende démographique. Actuellement, tous les pays dits « développés » ont une croissance par tête tendancielle autour de 0,5 % par an. Une faible croissance tendancielle n'est compatible qu'avec un rendement marginal du capital, donc un taux d'actualisation, bas.

Le facteur démographique semble jouer un rôle prépondérant dans la longue baisse du taux d'intérêt réel dans les pays de l'OCDE depuis le début des années quatre-vingt. Celle-ci est bien corrélée avec l'augmentation du poids des « *prime savers* » (population de 35 à 69 ans) dans la population totale. Car, avec la transition démographique, le nombre plus élevé des *prime savers* élève le taux d'épargne globale, tandis que la réduction du poids des jeunes adultes (25-34 ans) freine la capacité d'endettement des ménages.

Le vieillissement démographique agit plus directement encore sur la croissance potentielle par la baisse du taux de participation, à moins que cette baisse ne soit compensée par une augmentation massive du taux de participation des femmes. Une étude de l'OCDE a calculé qu'une convergence progressive des taux d'activité hommes/femmes sur 20 ans élèverait le taux de croissance annuel moyen en Europe de 0,4 % en France, 0,5 % en Allemagne, 0,6 % en Espagne et 1 % en Italie⁸. Les femmes détiennent donc une des clés qui permettraient au taux d'intérêt réel de long terme de remonter. Mais leur plus forte participation au marché du travail reposerait tout autant, sinon plus, sur une évolution profonde des mentalités encore assez inhibées sur ce sujet, que sur de « simples » politiques structurelles⁹.

Conclusion

Les taux d'intérêt – nominaux, réels, naturels, directs, de marché, d'équilibre, d'actualisation – sont devenus très bas à la suite de la Grande Récession. La politique monétaire conduite par les grandes banques centrales y a largement contribué, mais des lames de fond de natures démographique, écologique, et sociale, en sont une cause beaucoup plus pérenne.

La barrière de taux zéro n'est pas (seulement) un artefact « mécanique » de nos systèmes comptables ou juridiques : cette barrière est une propriété fondamentale de la monnaie. Elle ne peut être transgressée sans une remise en cause « philosophique » des économies monétaires. Mais des chiffres négatifs sont compatibles avec la barrière, y compris à des échéances (dans un futur) lointaines.

Paradoxalement, le franchissement de la barrière de taux zéro a remis en cause le principe d'efficacité maximale des marchés financiers : toujours plus de liquidité dans les marchés, toujours plus de transferts de risque, toujours plus d'homogénéité par la généralisation des arbitrages. Tant que l'économie et la finance sont loin de cette « barrière », la dynamique des prix et des taux prend des apparences de résilience endogène. Mais

7. Voir par exemple Maddison, A., *Contours of the World Economy*, Oxford University Press, 2007.

8. Voir OCDE : *Achieving stronger growth by promoting a more gender-balanced economy*, rapport publié le 15 août 2014.

9. Voir Valla, N., « Du G20 au W20, la croissance et le genre », *L'Agefi Hebdo*, Octobre 2015.

une réflexion reste encore à inventer autour de « zéro ». Intuitivement, on aimerait qu'il existe une grande diversité d'acteurs dont les objectifs, les *business models* et les modes de gouvernance soient suffisamment hétérogènes pour induire des boucles de rétroaction capables de bloquer tout emballement exponentiel et d'assurer la résilience du système. Ainsi, des investisseurs à long terme responsables et, par conséquent, non soumis à la contrainte des « benchmarks » de marché, seraient indubitablement des piliers de résilience. Ils devraient être protégés par une régulation qui construise des complémentarités avec d'autres acteurs, capables de constituer des boucles de rétroaction dans lesquelles ils puissent exercer des forces stabilisantes.

C'est en fait peut-être à une réflexion collective sur un référentiel nouveau qu'invite notre analyse des anomalies liées aux taux d'intérêt négatifs. De nombreuses problématiques s'y croisent : la monnaie et son rôle dans l'économie, la finance et la société ; la valorisation du temps, que l'on conçoit traditionnellement comme étant intrinsèquement positive ; l'innovation financière, et la façon dont elle permet de décomposer les taux d'intérêt en composantes innovantes ; les moteurs de la croissance et la stagnation séculaire ; et, enfin, le rôle des banques centrales comme trait d'union entre ces différentes dimensions.

Robert Ophèle,

Sous-gouverneur de la Banque de France

Second sous-gouverneur de la Banque de France depuis 2012, Robert Ophèle a été désigné par le gouverneur de la Banque de France pour le représenter en tant que président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Il est par ailleurs membre du Comité de Supervision du mécanisme de supervision unique de la Banque centrale européenne et membre du collège de l'Autorité des marchés financiers. Au sein de la Banque de France, il a notamment été directeur général des Opérations et l'adjoint au directeur général des Études et relations internationales, chargé des questions de politique monétaire et de la coopération avec l'université.

Il est troublant que, malgré l'éventail de mesures aujourd'hui mises en œuvre par la Banque centrale européenne (BCE), ni la croissance ni l'inflation ne reviennent. Cela est-il un signe de l'inefficacité des politiques monétaires, et en particulier des instruments non-conventionnels ?

Il peut effectivement paraître troublant qu'avec toutes les mesures mises en place par les banques centrales depuis la crise (ouverture sans limitation des facilités de refinancement contre collatéral de qualité, recours dans certains cas à des refinancements d'urgence – *Emergency Liquidity Assistance* (ELA) –, baisse des taux, *quantitative easing*, etc.), nous ne parvenions pas à atteindre notre objectif d'inflation. Fait encore plus déconcertant, nos indicateurs d'inflation à horizon de 5 ans étaient même jusqu'à récemment encore en baisse, ce qui pourrait laisser croire à des pessimistes que l'on ne parviendra jamais à sortir du problème. Cela questionne bien sûr l'efficacité de nos instruments : est-il possible de combattre la très faible inflation ? Le plancher théorique à 0 % (*zero-lower bound*) pour les taux d'intérêt complique-t-il le retour d'une dynamique positive des prix ? L'anticipation d'une inflation faible par les agents économiques est-elle le reflet d'une stagnation séculaire des économies européennes ? Pourquoi l'injection massive de liquidités ne conduit-elle pas mécaniquement à une hausse des prix ?

“ Avant de remettre en cause l'efficacité des politiques mises en place, il faut prendre conscience que les décisions prises sont là en premier lieu pour éviter les scénarios catastrophes. ”

Les banquiers centraux regardent la situation actuelle avec beaucoup d'attention. Mais avant de remettre en cause l'efficacité des politiques mises en place, il faut prendre conscience de ce que recherche un banquier central dans les circonstances que nous avons connues : d'abord éviter le pire, c'est-à-dire les « *tail risks* », ou risques extrêmes, à savoir la déflation et la longue récession. Les décisions prises, qui peuvent sembler mauvaises ou inefficaces, sont là en premier lieu pour éviter les scénarios catastrophes.

S'agissant de la déflation, nous l'avons évitée et les anticipations d'inflation semblent repartiées à la hausse mais nous faisons encore face à un risque non négligeable dans la zone euro³¹. Un tel scénario aurait des conséquences désastreuses pour les économies européennes puisqu'il augmenterait encore davantage le poids de la dette des agents économiques endettés, notamment les États. Il est aujourd'hui nécessaire que nous concentrons nos efforts pour éviter la déflation en Europe.

S'agissant de la croissance, plusieurs indicateurs laissent en réalité penser qu'elle revient en zone euro, fût-ce très progressivement.

Compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire, il est probable que nous ne commençons à ressentir les effets réellement favorables de la politique monétaire qu'en ce début d'année 2016 et qu'il faudra encore du temps pour que la situation s'améliore durablement.

La montée en puissance des instruments utilisés par la BCE a été fulgurante avec, depuis juin 2014, une rémunération négative des réserves excédentaires et, encore plus surprenant, un programme de quantitative easing. Quels sont au fond les objectifs de ces mesures ultra-accommodantes ?

En ce qui concerne les taux d'intérêt négatifs, ils font dans une certaine mesure partie de la politique « normale » de la BCE. Les banquiers centraux utilisent des modèles de type « règle de Taylor »³² pour permettre

“ Dans la situation actuelle, il est nécessaire de mettre en place des taux d'intérêt négatifs pour rapprocher le niveau d'épargne de celui de l'investissement et permettre à l'activité économique d'atteindre son potentiel. ”

à la croissance de se rapprocher de la croissance potentielle et de l'inflation cible. Certes, ces modèles fournissent des cadres de raisonnement et des ordres de grandeur et ils ne sont ni une vérité absolue ni une prédiction normative, mais il semble qu'ils pointent vers un taux d'intérêt *naturel* négatif : dans la situation actuelle, il est nécessaire de mettre en place des taux d'intérêt négatifs pour rapprocher le niveau d'épargne de celui de l'investissement et permettre à l'activité économique d'atteindre son potentiel.

Quant au recours au *Quantitative Easing* (QE), il répond à des objectifs sensiblement différents. Puisque l'inflation restait très faible dans la zone euro, malgré les mesures exceptionnelles de fourniture en liquidité déjà engagées vis-à-vis du secteur bancaire, il était nécessaire de changer de paradigme en forçant l'excès de liquidité dans le système bancaire, puis dans l'économie. Jugez-en : la première grande décision en matière de fourniture de liquidité date d'octobre 2008, avec le passage à un système de *fixed-rate full allotment*³³ pour les opérations d'*open market*. Les établissements y déterminent eux-mêmes leur demande de liquidité et sont en mesure d'en obtenir de façon illimitée tant qu'ils fournissent les garanties adéquates.

Dans un premier temps, ce système a entraîné un excédent de liquidités important sur les marchés résultant entièrement de la stratégie des établissements bancaires. Ceux-ci étaient, à l'époque, dans un contexte de crise où la solidité des intervenants de marché n'apparaissait pas assurée, très friands d'une liquidité centrale qui leur fournissait un surfinancement leur servant en quelque sorte d'assurance. Mais les choses se sont pro-

31. Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

32. Équation qui relie le niveau d'inflation et l'*output gap*, c'est-à-dire la différence entre la croissance réalisée et son potentiel, avec un niveau « désirable » de taux d'intérêt.

33. Système qui permet la fourniture de liquidités à taux fixe sans limite de montant.

gressivement régularisées et l'excédent de liquidité s'est résorbé. Les établissements, qui avaient repris confiance dans le fonctionnement des marchés pour obtenir de la liquidité, ont renoncé à ces excédents superflus. Devant cette réduction spontanée de l'excédent de liquidité dans le système bancaire, et face à la faiblesse de l'inflation, nous avons logiquement pris l'initiative d'injecter directement de la liquidité par des opérations de rachats d'actifs « en plein » : ce fut le lancement du QE en mars 2015. Ce sont aujourd'hui 600 milliards d'euros qui ont été injectés directement dans le système.

Comment fonctionne le système de refinancement de la BCE ? Et comment les taux négatifs et le QE sont-ils susceptibles d'aider la transmission traditionnelle de la politique monétaire ?

La politique monétaire conventionnelle de la zone euro est un système de refinancement traditionnel. Il repose sur plusieurs taux directeurs : un taux principal de refinancement encadré par un corridor constitué, pour la borne inférieure, du taux de la facilité de dépôt et, pour la borne supérieure, du taux d'escompte. Le taux principal de refinancement est le taux auquel les établissements financiers ayant accès aux facilités de la banque centrale peuvent se refinancer à horizon d'une semaine. Le taux de dépôt est la rémunération des liquidités excédentaires placées à la banque centrale à horizon de 24h : ainsi, si une banque a trop de liquidités, elle peut les déposer auprès de la banque centrale, mais ceci est pénalisé puisque la rémunération de ces dépôts est inférieure aux taux de refinancement. Elle est même aujourd'hui négative. La facilité marginale permet à une banque d'obtenir des facilités de financement pour 24 h si elle s'est trompée dans sa prévision de liquidité : il s'agit d'une fourniture de liquidité qui est pénalisée puisqu'elle coûte plus cher que le taux de refinancement. L'écart entre le taux de refinancement et les bornes du corridor fait qu'il n'est pas neutre d'avoir de la liquidité insuffisante ou excédentaire ; il y a un coût d'opportunité.

La taille du corridor – l'écart entre les taux directeurs – est un enjeu majeur, puisque l'abaissement du taux de refinancement à 15 points de base en juin 2014 puis à 5 points de base en septembre 2014 a conduit à pousser irrémédiablement le taux de dépôt en-deçà de la borne théorique de 0 %. Nous avons considéré que, pour que la politique monétaire conserve son efficacité, il fallait conserver un écart d'au moins 25 points de base entre le taux de refinancement et la facilité de dépôt pour que le mécanisme incitatif continue à jouer : sans cela, les établissements n'auraient sans doute pas modifié pas leur comportement pour une différence de seulement quelques points de base sur 24 h. C'est donc la nécessité de maintenir un mécanisme incitatif fondé sur la largeur du corridor qui a provoqué le passage du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif à partir de juin 2014.

“ Il fallait conserver un écart d'au moins 25 points de base entre le taux de refinancement et la facilité de dépôt pour que le mécanisme incitatif continue à jouer, c'est la nécessité de maintenir un mécanisme incitatif fondé sur la largeur du corridor qui a provoqué le passage en territoire négatif à partir de juin 2014. ”

Dans cette optique, il existe une complémentarité entre la politique des taux et le QE. En effet, lorsqu'il n'y a qu'un faible excès de liquidité dans le système bancaire, le taux directeur est bien le taux principal de refinancement, mais lorsqu'il y a un excédent massif, c'est la borne inférieure du corridor qui devient le taux directeur effectif qui guide les taux du marché interbancaire : les banques ayant des liquidités en excédent doivent arbitrer entre le placement de leurs réserves à la facilité de dépôt et le prêt de ces liquidités sur le marché interbancaire. Le QE contribue encore davantage à la baisse des taux sur les marchés financiers, notamment en prolongeant cette pression à la baisse tout au long de la courbe des taux, c'est-à-dire pour des échéances plus longues. Cela aide ainsi au rééquilibrage de l'épargne et de l'investissement.

Les politiques monétaires non-conventionnelles comportent d'autres voies d'action, qui vont au-delà des taux négatifs et du QE. Parmi celles-ci, il ne faut pas négliger la communication. La BCE a par exemple envoyé des messages forts dans un sens accommodant à l'automne 2015. En réponse à cette communication, les marchés se sont attendus à plus d'assouplissement. Ce faisant, la BCE agit sur les taux longs tout autant de façon directe (par ses opérations de rachat d'actifs) qu'indirecte, en faisant baisser par sa communication les anticipations à moyen terme de taux d'intérêt de court terme. Aussi, toutes les maturités de la courbe des taux de la zone euro ont bénéficié de ce mouvement de baisse : avec une bonne signature, on peut aujourd'hui émettre à des taux négatifs jusqu'à horizon de 5 ans sur les marchés obligataires.

Quels sont les risques s'attachant à une utilisation prolongée des politiques monétaires non-conventionnelles, en particulier les risques de « bulle » ? Est-il possible aujourd'hui d'entrevoir un horizon de sortie pour ces politiques ?

L'horizon de sortie reste encore ouvert en ce début d'année car, si le retour de la croissance commence à se faire sentir, l'inflation est restée extrêmement faible. Nous regardons plusieurs indicateurs pour déterminer

“ Tout l'enjeu à présent est de faire en sorte que les effets de la politique monétaire se fassent assez rapidement sentir pour pouvoir entamer une normalisation sans que les inconvénients des politiques non-conventionnelles sur la valeur des actifs se prolongent trop longtemps. ”

quand il sera opportun de remonter les taux directeurs et de mettre fin aux opérations d'achat de titres. Un indicateur important sur les perspectives d'inflation reste l'anticipation dans 5 ans de l'inflation à 5 ans, telle que mesurée par des instruments de *swaps*. Elle donne une bonne approximation à moyen terme. Aujourd'hui, cet indicateur montre que l'inflation anticipée est encore faible, nettement en dessous de 2 %, mais elle va dans la bonne direction puisqu'elle est remontée au cours de l'automne 2015. Mais dans l'ensemble, comme cela a été dit par la BCE, le scénario le plus probable est que la politique monétaire reste durablement accommodante dans la zone euro.

Tout l'enjeu à présent est de faire en sorte que les effets de la politique monétaire se fassent assez rapidement sentir pour pouvoir entamer une normalisation sans que les inconvénients des politiques non-conventionnelles sur la valeur des actifs se prolongent trop longtemps.

Pour l'instant, il ne semble pas que les marchés actions ou le marché immobilier fassent ressortir des valorisations aberrantes. En revanche, il y a plus de risques sur les produits à forte volatilité. C'est d'ailleurs pour cela qu'ont été prévues des mesures macro-prudentielles, mobilisables en cas de besoin pour restreindre le risque d'apparition de bulles.

En ce qui concerne le QE, la sortie est une problématique en soi, elle se déroulera forcément en plusieurs temps. La première étape consistera à réduire puis arrêter les achats d'actifs. La seconde, à ne plus réinvestir les tombées. La troisième, le cas échéant, à revendre les actifs achetés dans le cadre du QE. L'horizon de sortie pour ce type de politique monétaire est très long, surtout si l'on considère que les achats des banques centrales incluent des titres de dette souveraine avec des maturités de 30 ans. Un des enjeux sera donc de ne pas être « prisonnier » des portefeuilles de QE. Plus largement, et à plus long terme, il faut que la BCE soit en mesure d'assouplir sa politique monétaire au moment du prochain retournement de cycle économique que la zone euro traversera forcément un jour dans le futur.

Vous avez mentionné les marchés de swaps d'inflation comme indicateur phare pour observer les anticipations d'inflation. N'y a-t-il pas un risque qu'un indicateur devienne biaisé – ou « endogène » à la politique monétaire – dès lors que, précisément, utilisé par la banque centrale ?

Oui c'est un risque que la théorie économique a bien mis en évidence (critique de Lucas ou loi de Goodhart). En réalité, nous utilisons plusieurs indicateurs d'anticipations d'inflation, chacun donnant un éclairage particulier. Il existe ainsi d'intéressantes enquêtes auprès des ménages et des entreprises de la zone euro sur l'inflation anticipée à différents horizons ; malheureusement, ces sondages ne donnent qu'une information limitée. Les ménages ont, en général, des anticipations assez statiques puisqu'ils tendent à « prolonger la courbe », estimant le plus souvent que l'inflation de demain sera l'inflation prévalant aujourd'hui. Les sondages auprès des entreprises présentent d'autres inconvénients : les indicateurs sont par exemple très différents en fonction des secteurs concernés et de leur sensibilité au coût des matières premières.

Nous utilisons également les anticipations du *Survey of Professional Forecasters* (SPF) : la BCE interroge directement des experts dans des institutions financières ou non-financières – typiquement, des économistes de banque – sur l'inflation à différents horizons. Le SPF est très informatif dans le détail. C'est d'ailleurs plus la distribution des anticipations individuelles qui « parle » que leur moyenne pour évaluer l'évolution des perceptions.

Enfin viennent les « indicateurs de marché », notamment à partir de contrats de *swaps*, d'options ou de points morts d'inflation pour les obligations indexées qui, de fait, peuvent, être biaisés. Les opérations de QE, bien que visant toutes les maturités, ont d'ailleurs perturbé notre capacité à inférer à partir de la courbe des taux les anticipations d'inflation ou de taux d'intérêt futurs.

N'y a-t-il pas un antagonisme dans le recours simultané à une politique de taux bas et à une politique quantitative ? Quels risques ferait peser une remontée des taux sur le bilan de la BCE et des banques centrales nationales et quelles conséquences cela peut-il avoir sur le revenu monétaire des États ?

En effet, une remontée des taux pèserait sur les comptes des banques centrales puisque le coût de financement du portefeuille de QE pourrait être supérieur au revenu tiré de ce portefeuille (qui n'est pas valorisé au prix de marché mais en coût historique amorti). Mais soyons clairs, les profits et pertes, c'est-à-dire le résultat, de la banque centrale est en partie contra-cyclique : il est souvent très bon quand tout va mal... et plus médiocre quand tout va bien. C'est donc une préoccupation du second ordre : si, un jour, la BCE décidait de remonter ses taux, elle s'exposerait peut-être à des pertes, mais cela adviendrait *a priori* dans une situation où l'économie irait mieux. L'impact final sur les finances des États devrait être faible car il serait en partie compensé par des rentrées fiscales qui, par hypothèse, seraient alors orientées à la hausse.

“ Si la BCE décidait de remonter ses taux, elle s'exposerait peut-être à des pertes, mais cela adviendrait *a priori* dans une situation où l'économie irait mieux. L'impact final sur les finances des États devrait être faible car il serait en partie compensé par des rentrées fiscales qui, par hypothèse, seraient alors orientées à la hausse. ”

Il faut d'ailleurs noter que le Conseil des gouverneurs n'a pas souhaité que le risque lié aux opérations de QE soit partagé : chaque banque centrale nationale est responsable de ses opérations d'achat et seulement environ 20 % des actifs achetés dans le cadre du programme font l'objet d'un partage des risques. Cette « ségrégation » conduit chaque banque nationale à rester concentrée sur la dette de son propre pays. Cela profite d'ailleurs aux banques centrales des pays périphériques, dont le revenu monétaire est plus important.

La politique monétaire de la BCE ne reconnaît pas d'objectifs de change. Peut-on considérer cependant que l'abaissement des taux directeurs à des niveaux record cherche de manière déguisée à booster le commerce extérieur en dévaluant l'euro ?

Les taux directeurs ont, il est vrai, un impact sur le taux de change. Par exemple, les Suisses, qui ont été pionniers dans les taux négatifs, ont fait ce choix pour contrebalancer les entrées de capitaux et limiter l'appréciation de leur monnaie. Cependant, il faut être très prudent avec cet aspect car la boîte de Pandore de la guerre des monnaies est très vite ouverte...

La seule façon dont le canal du taux change entre aujourd'hui dans l'horizon de la politique monétaire, c'est par le biais des effets indirects sur l'inflation domestique d'une dépréciation de la monnaie. L'euro a un taux de change flottant, déterminé sur les marchés, et la BCE n'intervient pas pour essayer d'en manipuler le cours afin de dynamiser le commerce extérieur et la croissance.

L'environnement de taux bas et négatifs a des conséquences concrètes et réelles sur plusieurs secteurs d'activité. L'aplatissement de la courbe des taux pose en particulier des difficultés pour le fonctionnement du secteur bancaire, notamment de la banque de détail. Qu'en pensez-vous ?

Il est vrai que le *business model* traditionnel de la banque est très fortement challengé dans la situation actuelle ; il est nécessaire que celui-ci évolue : la rentabilité des activités de banques de détail subit un effritement général en raison de la concomitance de trois phénomènes. Tout d'abord, les banques ont dû faire face à un durcissement réglementaire très important après la crise. Elles doivent dorénavant, à activités inchangées, détenir plus de fonds propres, ce qui réduit mécaniquement leur rentabilité. Ensuite, la révolution technologique augmente le nombre d'acteurs et la concurrence dans le secteur, avec en particulier la multiplication des banques en ligne, l'émergence de plateformes facilitant les financements directs et de nouveaux intermédiaires proposant des services de paiement. Enfin, l'effet des politiques monétaires de taux bas et l'aplatissement de la courbe des taux viennent en effet laminer la marge intrinsèque des banques : lorsque les taux sont positifs, les banques, qui ne rémunèrent pas l'essentiel de leurs dépôts, peuvent prêter à un taux élevé et réaliser ainsi une marge d'intérêt significative. En l'absence d'une politique active de facturation de commissions, c'est cela qui leur permet de couvrir leurs frais très lourds, comme le maintien d'un réseau dense d'agences.

Aujourd'hui, les taux auxquels les banques peuvent placer les dépôts collectés sont extrêmement bas et elles ne peuvent appliquer des taux négatifs sur les dépôts car il y a toujours l'alternative du cash chez l'épargnant. La marge d'intérêt est donc comprimée.

Nous sommes, je pense, au début d'un phénomène profond de transformation de la banque de détail. Il faut s'attendre à ce que les banques réduisent leur nombre d'agences et leurs frais de fonctionnement, avec tous les problèmes que cela posera pendant la transition. Beaucoup d'emplois dans le secteur bancaire pourraient

à terme être menacés, dans un secteur qui représente aujourd'hui tout de même près de 400 000 emplois directs en France...

“ Nous sommes, au début d'un phénomène profond de transformation de la banque de détail. ”

Mais les banques ont un solide avantage comparatif : elles peuvent s'appuyer sur leur vision globale du client et réaliser leur marge non pas sur une prestation particulière mais sur

un panier de services dont la rentabilité globale compense la faible marge engrangée sur un crédit consenti à taux très bas et peu rentable. Il est vrai cependant que cette approche globale est elle aussi menacée

aujourd'hui avec l'éclatement des services bancaires, l'entrée de nouveaux acteurs incitant les clients à ne plus avoir tous leurs services dans le même établissement.

La titrisation représente un autre « challenge » pour ce modèle global. Elle est difficilement compatible avec des crédits à taux bas : les investisseurs potentiels dans les crédits tritisés n'ont pas, eux, accès à l'éventail des services bancaires – ni donc aux sources de revenu complémentaires. Ils réalisent leur marge uniquement sur le crédit acheté. Il sera sans doute nécessaire à terme de remonter le coût des crédits pour que les banques rétablissent leur marge dans ce nouvel environnement.

Différentes voix au niveau européen proposent une séparation des activités de banque de détail et de banque d'investissement. Quelles seraient les conséquences d'une telle réforme pour la rentabilité du secteur bancaire ?

À mon sens, c'est le type de réforme où les seuls gagnants seraient les grandes banques étrangères. Cela ne rétablirait en rien la rentabilité de la banque de détail et cela affaiblirait les activités de banque d'investissement qui ne pourraient plus s'appuyer sur une structure financière de bonne taille ; dans un marché qui par nature a vocation à être international et donc en concurrence avec tous les autres acteurs internationaux, cela risque d'être rédhibitoire pour les acteurs européens. La structure de banque universelle constitue selon moi un cercle vertueux dans lequel toutes les activités de la banque ont à gagner.

“ La structure de banque universelle constitue selon moi un cercle vertueux dans lequel toutes les activités de la banque ont à gagner. ”

Qu'en est-il du secteur de l'assurance ?

L'environnement de taux bas pose de sérieux problèmes aux assureurs, en particulier pour l'assurance-vie et tout ce qui relève des « branches longues », mais ils se manifestent sur le plus long terme. Le risque est d'abord de nature commerciale ; dans l'assurance-vie en euros, la répercussion de la baisse des taux sur les rémunérations servies dépend de la politique de chaque compagnie et elle est d'autant plus rapide que la collecte est élevée ; on s'oriente donc vers des rendements très bas et, de façon paradoxale, on y sera d'autant plus vite que les rendements servis sont aujourd'hui élevés et que la collecte reste significative. Par ailleurs, une hausse brutale des taux qui interviendrait à un moment où l'essentiel des plus-values latentes aurait été déjà consommée affecterait également le rendement du produit. Or, les clients peuvent décider d'arbitrer vers d'autres placements. Ce risque ne doit être ni surestimé ni sous-estimé mais mesuré au regard des incitations fiscales qui bénéficient au produit, régime au regard de l'impôt sur le revenu qui pénalise les seules sorties avant 8 ans, mais donne un avantage évident au regard de la transmission des patrimoines.

Quant aux contrats à taux garantis, autre source de difficultés potentielles pour les assureurs, ils ne sont pas très utilisés en France, contrairement à l'Allemagne.

Les difficultés du secteur de l'assurance à maintenir un rendement réel positif s'étendent également aux systèmes de retraites. Cela tient au fait qu'il n'y a pas de réels fonds de pensions en France et que les produits de retraite complémentaires sont proposés le plus souvent par des assureurs. Ces produits sont donc soumis à la réglementation des assurances, notamment à la dernière en date, Solvabilité II, qui décourage le placement en actions à cause des exigences de fonds propres qui leur sont associées. Il est dès lors très difficile pour l'épargnant français de s'arracher aux taux d'intérêt négatifs car l'essentiel des produits proposés sont disproportionnellement investis en obligations à cause des contraintes réglementaires.

Mais je voudrais souligner l'intérêt d'une modalité d'épargne particulière : l'assurance-vie en unités de compte. L'argent investi y représente des parts de titres en actions ou obligations. Cela permet de prendre un risque plus important avec un rendement plus élevé. D'une manière générale, il est étonnant de voir qu'en France, les avantages fiscaux ont toujours été tels que les épargnants investissent dans les produits les moins risqués. Ceci s'explique historiquement, avant la libéralisation des marchés de capitaux et l'internationalisation de la dette souveraine dans les années quatre-vingt, l'État cherchait à obtenir l'investissement des agents domestiques dans les finances publiques afin de réduire son coût d'emprunt. Une dette publique a cependant la vertu de pouvoir être vendue à l'étranger. Il aurait donc probablement fallu atténuer ces incitations fiscales à mesure que le placement de la dette publique française s'internationalisait afin que l'épargne des agents domestiques se réoriente vers le financement du tissu économique local et d'entreprises françaises.

La BCE ne cesse de réitérer son message aux États, les incitant à profiter de la baisse des coûts de financement pour mener des politiques structurelles et se réformer. Cependant, on voit mal dans la situation actuelle ce qui pourrait inciter les États à ne pas emprunter davantage puisque le coût est quasi nul... ne voyez-vous pas un paradoxe dans cette situation ?

Il est certain que les États ont aujourd'hui une occasion historique, avec un coût de l'endettement aussi bas, pour restaurer un équilibre financier à bon compte. Cependant, il ne faut pas se tromper. Si le coût de l'endettement est aussi bas pour les États aujourd'hui, il faut aussi avoir à l'esprit que l'absence d'inflation est très pénalisante pour les agents économiques endettés.

On sait aujourd'hui que la politique monétaire seule ne suffira pas à nous sortir de la crise car les États ont pris un poids économique tel que leur action est nécessaire pour assurer un retour de la croissance. Les taux bas sont dans une certaine mesure anesthésiants et permettent de rendre supportable la gestion de la dette publique. Mais ces taux doivent accompagner les réformes, il ne faut pas espérer qu'ils assurent à eux seuls la reprise de l'activité économique et de l'inflation.

“ Si aujourd'hui, les États s'endettent pour mener des réformes et non pour financer des transferts stériles à moyen terme, alors il est possible d'envisager une sortie rapide de la crise. ”

À ce titre, je pense que le problème pour les finances publiques n'est pas tant celui du niveau de l'endettement en valeur absolue que la composition de l'engagement financier des États. Si, aujourd'hui, les États s'endettent pour mener des réformes et non pour financer des transferts stériles à moyen terme, alors il est possible d'envisager une sortie rapide de la crise. Si les marchés ont confiance dans la

reprise de l'activité et que les réformes menées sont crédibles, il est probable que les coûts de financement des États resteront bas. Cela aidera à sortir des politiques monétaires non-conventionnelles.

Maya Atig,

Directrice générale adjointe de l'Agence France Trésor¹⁰ (en charge de la gestion de la dette publique)

Maya Atig a fait l'essentiel de sa carrière à la direction du Trésor où elle a notamment été chef du bureau des affaires bancaires et monétaires, puis des entreprises et intermédiaires d'assurance, secrétaire générale adjointe du comité consultatif de la législation et de la réglementation financières et sous-directrice des assurances.

La Banque centrale européenne a surpris les marchés en abaissant son taux de dépôt en dessous de zéro en juin 2014. Depuis quand les taux négatifs sont-ils apparus dans la pratique de l'Agence France Trésor ?

Les taux négatifs ont été expérimentés par l'Agence France Trésor (AFT) depuis la mi-juillet 2012, soit bien avant la décision de la Banque centrale européenne (BCE) de faire passer son taux de dépôt sous la barre du zéro. C'est même fin 2011 que nos taux court terme – ceux des BTF 3 mois – ont approché des - 10 points de base. Plus récemment, vers le 13 août 2015, les taux ont à nouveau très nettement décroché, ce qui nous a permis d'émettre, à partir de l'automne, largement en dessous du taux de dépôt de la BCE – comme, par exemple le lundi 16 novembre 2015, au taux de - 0,29 % pour des maturités d'un an alors que le taux de dépôt était à - 0,20 %.

Comment expliquez-vous le passage de taux à court terme en territoire négatif et, aussi surprenant que cela puisse paraître, le fait qu'ils soient en dessous du taux de la facilité de dépôt de la BCE depuis cet été ?

Tout d'abord, il faut garder à l'esprit que les banques – ou toute autre institution financière ayant un accès au guichet de la banque centrale – ont le choix entre déposer leurs liquidités excédentaires à la BCE, en payant aujourd'hui le prix de 30 points de base¹¹, ou alors de les investir à court terme dans des titres liquides, c'est-à-dire pouvant être très facilement rééchangés sur le marché pour récupérer du cash. Cet arbitrage fait que le taux, pour les titres courts et sans risque, suit d'assez près le taux de dépôt de la BCE. Il est aujourd'hui en dessous pour deux raisons :

10. L'Agence France Trésor (AFT) a pour mission de gérer la dette et la trésorerie de l'État au mieux des intérêts du contribuable. Créée en février 2001, l'AFT s'inscrit dans la continuité de l'action de la direction générale du Trésor, et est placée sous l'autorité du Directeur général du Trésor. Elle poursuit le développement de nouveaux produits et la modernisation de la gestion de la dette et de la trésorerie de l'État afin de réduire son coût pour les finances publiques et pour le contribuable.

L'AFT recourt essentiellement à deux instruments : les OAT (et, jusqu'en 2017, les BTAN qui sont des obligations à moins de 5 ans) et les BTF :

- Les OAT, obligations assimilables du Trésor, sont les obligations de l'État français. Elles comportent un coupon et une maturité pouvant aller de 2 ans à 50 ans.

Parmi les OAT, les OATi et les OAT€i, qui représentent environ 10 % du stock de dette, sont des obligations indexées à l'inflation.

- Les BTF, bons du Trésor à taux fixe, sont, eux, des contrats d'échanges financiers et ne comportent pas de coupon. Ils servent à la gestion de la trésorerie de l'État à court terme et ont des maturités allant jusqu'à 1 an.

11. Cet entretien a été réalisé au début du mois de décembre 2015.

- Les anticipations formulées par les marchés concernant le taux de la BCE : beaucoup estimaient très probable qu'il diminue encore. Ils préféraient dès lors opter pour une rémunération encore plus négative de leur liquidité pendant 6 mois ou 1 an afin de se protéger contre le risque d'une nouvelle baisse des taux de la BCE sur la même période. Ce phénomène a des implications très singulières, comme le fait que le taux sur nos titres à 1 an est parfois en dessous de celui sur nos taux à 3 mois ou à 6 mois, cette (légère) inversion de la pente de la courbe des taux reflétant vraiment les anticipations de baisse des taux directeurs.
- De manière générale, nombre d'acteurs préfèrent avoir un portefeuille de titres liquides plutôt que des sommes en dépôt au jour le jour à la BCE. Cela permet en effet une gestion plus dynamique de la trésorerie puisque des titres peuvent être re-prêtés facilement ou générer des plus-values. Les titres de dette que nous émettons à court terme – les bons à taux fixe (BTF) – sont des titres de référence en Europe : le marché de la dette française est très liquide et très profond, ce qui constitue un attrait supplémentaire pour les investisseurs, et cet attrait se traduit par des rendements inférieurs.
- Dernière explication : nous avons relativement rationné notre offre cette année en diminuant nos émissions. Cela tient tout simplement au fait que nos besoins sont moindres, puisque les rentrées d'impôts ont été conformes aux attentes, et que nous avons touché un montant élevé de primes d'émission lors des adjudications (21,7 Mds € exactement). Nous rejoignons ainsi certains de nos voisins qui se finançaient moins cher que nous depuis plusieurs années parce qu'ils émettaient moins.

“ Certes le passage des taux en territoire négatif crée initialement un choc de nature psychologique mais les esprits et les pratiques s'y adaptent ensuite très rapidement. ”

Je ne pense pas que la « négativité » des taux proprement dite fasse changer tant que cela le comportement des acteurs de marché. Le problème vient davantage de l'environnement de taux bas en général, qui écrase les rendements. Certes le passage des taux en territoire négatif crée initialement un choc de nature psychologique mais les esprits et les pratiques s'y adaptent ensuite très rapidement.

Il faut aussi voir que si la rémunération de nombre d'obligations est négative aujourd'hui, cela est compensé par l'absence de risque de contrepartie sur les émetteurs de ces obligations. Notons également que de meilleures perspectives de rendement existent par ailleurs, par exemple avec le marché boursier français considéré comme encore assez faiblement valorisé.

Pour notre part, la décision de la BCE de passer en territoire négatif nous a d'abord surpris car, par la même occasion, l'argent de l'État, que nous déposons à la Banque de France, est passé en rémunération au taux de la facilité de dépôt du fait d'une décision explicite de la BCE pour toutes les entités publiques de la zone euro. Pour autant, nous nous finançons par ailleurs dans de très bonnes conditions, le bilan reste positif pour l'État, donc pour le contribuable.

La nouvelle régulation qui contraint désormais les banques et les compagnies d'assurances à détenir plus de titres « sûrs » a-t-elle par ailleurs eu un impact sur la demande de vos titres ?

Oui, cela s'est ressenti. Les établissements bancaires ont très significativement augmenté leur demande pour nos titres au cours des dernières années afin de constituer leurs *buffers* de liquidité. Ils n'expliquent pour autant pas à eux seuls le décrochage de nos taux depuis l'été 2015, qui est vraiment le résultat d'un effet d'anticipation. Mais il est certain que la pondération du risque imposée par la régulation dans les bilans des banques oblige celles-ci à investir massivement dans des titres très liquides et notamment du souverain français. Passée la phase de montée en charge des coussins de fonds propres (*buffers*), ce phénomène se manifeste aujourd'hui

essentiellement par des effets périodiques sur la demande de titres souverains à cause des tombées qu'il faut réinvestir.

Pour ce qui est des assureurs, l'effet de la régulation sur la demande de titres est beaucoup moins net. Les assureurs détenaient déjà beaucoup de souverain avant la mise en place de la nouvelle régulation. Ils cherchent d'une certaine manière à s'en désengager aujourd'hui car les rendements sont devenus très faibles. Or, parmi les possibilités ouvertes aux assureurs par Solvabilité II, des produits alternatifs aux obligations d'État, bien que plus coûteux en termes de capitaux propres, restent attractifs grâce à leur rendement qui est bien meilleur.

Qu'en est-il de la dynamique des taux longs ? Comment expliquez-vous la transmission de la baisse des taux sur la partie la plus longue de la courbe des taux ?

Les bases d'investisseurs ne sont pas forcément les mêmes entre les maturités courtes et longues, et les raisonnements d'investissement diffèrent également.

Les maturités courtes sont très appréciées des investisseurs qui souhaitent placer leur liquidité à court terme (gestionnaires de trésorerie, OPCVM monétaires, etc.). Il y a aussi une demande très forte de la part des banques centrales étrangères qui, typiquement, investissaient dans des BTF jusqu'à 1 an et surtout en obligations courtes (OAT jusqu'à 2 ans) pour la constitution de leurs réserves de change. Des encours importants de réserves en euro sont d'ailleurs constitués depuis les années 2000 *via* des achats de dette française.

Les investisseurs à plus long terme (OAT à 5 ans, 10 ans, 15 ans voire 30 ou 50 ans) se situent, eux, plus dans une logique de gestion de portefeuille. Sont ainsi concernés les assureurs, les fonds de pension, etc. Investir dans des titres à long voire à très long terme leur permet d'allonger la durée moyenne de leur portefeuille pour couvrir un risque spécifique.

Aujourd'hui, la composition de nos porteurs de dette a évolué, à cause d'une translation générale de la demande sous l'effet d'une recherche de rendement aussi élevé que possible dans l'environnement de taux bas et négatifs. Les taux à 3 mois étant fortement négatifs, les investisseurs qui se portaient auparavant sur du 3 mois achètent désormais des titres à 6 mois ou à 1 an. La demande sur les titres à 1 an se déporte désormais à 2 ans ou à 5 ans et ainsi de suite. L'évolution la plus surprenante reste toutefois celle relative à la demande des banques centrales étrangères : certaines d'entre elles investissent désormais à 30 ans, ce qui est atypique pour des réserves en devises.

Ce phénomène de translation le long de la courbe des taux est ainsi auto-entretenu : l'allongement de la maturité demandée conduit à un écrasement encore plus fort du rendement des titres de maturité longue, l'une et l'autre se renforçant mutuellement. On peut appeler cela l'« effet du fer à repasser » : la quête de rendement positif conduit à un écrasement général de la courbe des taux. D'une certaine manière, cela veut dire que la transmission de la politique monétaire des taux court terme aux taux long terme fonctionne bien.

Ce que vous nous décrivez là semble correspondre exactement à l'objectif que s'est fixé la BCE. Pensez-vous que la politique monétaire a joué un rôle moteur dans la relance de la chaîne du crédit en Europe ?

La question centrale est en effet de savoir si cette baisse générale des taux active effectivement la chaîne du crédit et la remontée des anticipations d'inflation dans les pays de la zone euro, car c'était *in fine*

“ La question centrale est de savoir si cette baisse générale des taux active effectivement la chaîne du crédit et la remontée des anticipations d'inflation dans les pays de la zone euro. ”

l'objectif du passage du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif. À titre tout à fait personnel, je ne suis pas sûre que l'impact des phénomènes que nous venons d'évoquer sur le comportement de prêt des banques des pays *core* de la zone euro ait été jusque-là gigantesque. Mais cela tient peut-être au fait que le rationnement du crédit a été plus bénin dans ces pays qu'ailleurs. La baisse des taux y aurait activé la demande de crédit de la part de certaines entreprises qui étaient hésitantes, mais l'offre même de crédit était déjà présente et n'a donc pas surréagi du fait de taux de dépôt négatifs.

En revanche, l'effet est probablement très différent pour les économies dites périphériques. Ce n'est sans doute pas une coïncidence si, un mois ou deux après le passage du taux de dépôt de la BCE en territoire négatif, le crédit bancaire a décollé en Espagne et même, dans une certaine mesure, en Italie. Les banques avaient accumulé depuis plusieurs années la liquidité et l'avaient réinvestie dans les obligations souveraines de leur pays (ce qui de plus leur assurait un rendement plus élevé à cause des *spreads* sur la dette des pays périphériques). Aujourd'hui, le coût du crédit a très significativement baissé dans ces pays et l'offre s'y est débloquée. Il s'agit d'un effet net de la politique monétaire, même si dans les données publiques sur les actifs des banques espagnoles et italiennes, leurs actifs en dette publique restent élevés.

Mais si la chute du taux de la facilité de dépôt a induit les banques à se désengager de la dette souveraine domestique, cela n'a-t-il pas contribué dans une certaine mesure à faire augmenter encore davantage les spreads sur la dette de ces pays ?

Il est vrai que les banques sont devenues de gros porteurs de dette publique au cours des dernières années : cela a fortement contribué à la chute des *spreads* dans les États périphériques de la zone euro. Aujourd'hui, sous l'effet croisé de la chute du taux de dépôt de la BCE et des taux souverains, les banques ont dû chercher d'autres alternatives pour le placement de leur cash et accroissent leurs prêts à l'économie réelle. Cette transition aurait pu être une source de tensions pour les émetteurs souverains des pays dont les banques détiennent une partie importante de la dette publique, et auraient pu s'en retirer en provoquant un renchérissement de leurs coûts de financement.

“ Le QE a contribué à faire revenir les investisseurs internationaux sur la dette des pays périphériques, et a conduit les investisseurs domestiques des pays périphériques à investir davantage dans leur économie et moins dans le financement de leurs États, ce qui est doublement positif. ”

C'est là que le *quantitative easing* (QE) entre en jeu : il a rendu possible une substitution dans la base de porteurs de dette puisque le programme d'achats d'actifs publics dans le cadre du QE de la BCE a plus que largement compensé la chute de la demande provenant du secteur bancaire. Au total, le QE a contribué à faire revenir les investisseurs internationaux sur la dette des pays périphériques, et a conduit les investisseurs domestiques des pays périphériques à investir davantage dans leur économie et moins dans le financement de leur État, ce qui est doublement positif.

Les finances des États sortent de la crise très fragilisées, et cependant leurs coûts d'emprunts sont historiquement bas grâce à la BCE... Ce décalage ne conduit-il pas à une négligence du risque réel des dettes souveraines ?

La dette publique française, en particulier, n'est-elle pas plus risquée qu'il n'y paraît, considérant ses rendements très faibles ?

La dette publique française reste un placement extrêmement sûr. C'est d'ailleurs le message que nous envoyons à nos investisseurs aujourd'hui : la France est une très bonne option car notre marché de dette

publique est très profond, très liquide et très sûr. Ainsi, les investisseurs qui achètent de la dette publique française peuvent être certains de trouver acheteur en cas de revente, le tout en s'exposant à un risque de crédit extrêmement faible puisque la France a toujours honoré ses engagements.

Selon les prévisions pour la dette publique française à la fin de 2015, le déficit public devrait continuer à diminuer l'an prochain et notre ratio d'endettement devrait plafonner en 2016 et décroître à partir de 2017. Certains de nos voisins ont, certes, une performance de déficit primaire – c'est-à-dire avant charge de la dette – meilleure que celle de la France, mais, pour certains, leur niveau de dette est si élevé que la charge de la dette y pèse beaucoup plus sur les finances publiques. C'est le cas de l'Italie par exemple qui dégage un excédent primaire important mais dont le niveau d'endettement dépasse 130 % du PIB – là où nous sommes à 96,3 %. Cela dit, l'Italie dispose d'une épargne forte et d'un tissu industriel très développé. Elle bénéficie de facteurs de résilience propres qui ont été sous-estimés pendant la période de la crise.

“ La dette publique française est une très bonne option car notre marché de dette publique est très profond, très liquide et très sûr. ”

N'y a-t-il pas un risque d'emballlement de l'endettement souverain dès lors que la baisse des taux conduit à une baisse de la charge de la dette qui crée une sorte de « fausse bouffée d'oxygène » pour les finances publiques des États ?

Non, cela est une idée souvent diffusée mais fautive dès lors que l'on comprend comment est préparé le budget de l'État. Tout d'abord, au moment des prévisions de dépenses budgétaires, c'est la « norme budgétaire » qui sert de référence – en gros la limite qui ne doit pas être dépassée. Or, cette norme est calculée hors charge de la dette, et hors pensions. Impossible, donc, pour les acteurs politiques, de « miser » sur une diminution de la charge de la dette pour ne pas réduire les dépenses ou en créer de nouvelles : il faut aligner les dépenses prévues avec les recettes anticipées.

Vient ensuite le calcul prévisionnel de la charge de la dette, sur lequel nous préférons toujours être prudents : il vaut mieux revenir devant le Parlement pour proposer une baisse de la charge de la dette au fur et à mesure qu'elle se matérialise que pour demander l'inscription d'une charge plus élevée. À ces fins, nos prévisions pour l'évolution des taux sont conservatrices, car ils peuvent bouger très vite au cours de l'année et nous prenons cela en compte. Par exemple, nous prévoyions, en 2013, 46,9 milliards d'euros de charge de la dette : il y en a finalement eu 2 milliards de moins ; et 3,5 milliards de moins en 2014 ; mais en milieu d'année, les taux avaient fortement augmenté avant de revenir à un niveau plus faible. Outre cette pratique prudente, nous réalisons des scénarios de « choc », qui prévoient par exemple une hausse des taux sur toutes les maturités de 1 % – ce qui ne s'est jamais observé historiquement.

“ La dette indexée crée un coussin contracyclique pour contrer des baisses de recettes fiscales. ”

L'un des axes stratégiques de notre gestion de la dette tient enfin à l'émission d'une fraction assez significative de la dette en OATi ou OAT€i, c'est-à-dire en obligations indexées à l'inflation respectivement française et zone euro – ces obligations représentent aujourd'hui environ 10 % du stock de dette. Certes, si l'inflation augmentait, la charge de notre dette indexée augmenterait aussi. Mais ce mécanisme joue aussi dans l'autre sens : une part importante des rentrées fiscales suit l'évolution des prix – c'est le cas de la TVA, par exemple. Ainsi, si l'inflation réalisée est plus faible que l'inflation anticipée, les rentrées fiscales sont inférieures aux prévisions, mais la charge de notre dette diminue également au-delà de ce que nous anticipions.

Cette économie peut être considérable puisque 0,1 % d'inflation réalisée en moins de l'inflation anticipée correspond à 150-200 millions d'euros économisés sur notre charge de dette. Cet effet a été très important en 2014 car nous anticipions une inflation de 1,2 % alors que l'inflation réalisée n'a été que de 0,1 %. La dette indexée crée donc un coussin contra-cyclique pour contrer des baisses de recettes fiscales.

Passons maintenant à l'aspect plus opérationnel de la gestion de la dette publique dans l'environnement de taux bas et négatifs. D'un point de vue plus technique, les taux d'intérêt négatifs posent-ils des problèmes, d'ordre opérationnel ou juridique par exemple, pour l'AFT ?

Non, même s'il faut s'adapter au nouveau contexte. Tout d'abord, il faut savoir que lorsque l'on parle de taux négatifs sur les OAT, il n'y a jamais vraiment de paiement d'un intérêt négatif aux créanciers : le flux (paiement des intérêts) reste positif ou nul, mais ne s'inverse jamais. Nous émettons les OAT au plus bas avec un coupon nul ; nous la vendons ensuite aux enchères au plus offrant. L'achat de l'obligation donne droit au paiement dans le futur des cash-flows indiqués dans le descriptif de l'obligation – en l'occurrence le paiement d'un intérêt nul – et, aujourd'hui, nos clients achètent ce droit à une valeur qui *in fine* est supérieure à la somme qu'ils recevront effectivement de notre part (paiement des intérêts et remboursement du principal). Par exemple, si une vente d'OAT à coupon 0 % s'effectue pour 100 € à 2 ans, et que nous vendons ce titre à 102 € aujourd'hui, alors les cash-flows restent positifs, dans la mesure où les 100 € de principal sont remboursés, mais le rendement de l'OAT est, lui, négatif pour l'investisseur. On dit alors que cette OAT « cote » à taux négatif sur le marché secondaire.

En ce qui concerne les BTF, il n'y a pas de problème non plus car il s'agit seulement de contrats d'échange financier : on nous prête aujourd'hui un certain montant et nous rendons 100 € à une date donnée, il n'y a pas de coupon. On dit également que ces titres cotent à taux négatifs car, pour être payés de 100 € demain, les investisseurs apportent aujourd'hui un montant supérieur à ces 100 €.

Il n'y a donc aucun besoin, ni d'ailleurs de volonté de notre part (ni à notre connaissance d'aucun émetteur), de créer aujourd'hui un nouveau type de titre portant explicitement un coupon négatif – ce qui serait techniquement compliqué. Un coupon négatif serait par exemple problématique s'agissant de son traitement par les systèmes d'information et de paiement (comme *Euroclear*).

Les taux négatifs modifient-ils malgré tout la gestion de trésorerie de l'AFT, ou la comptabilité publique ?

Non. Lorsque nous touchons une prime sur la vente d'une obligation – ce qui est presque toujours le cas, y compris pour des obligations à taux positif, mais dans une moindre mesure – elle constitue une ressource de trésorerie, c'est-à-dire qu'elle ne va pas en diminution du déficit public, mais directement en ressources du tableau de financement de l'État. Ce tableau récapitule, en besoins, le paiement des amortissements de dette, le solde du déficit public ainsi que certaines autres charges mineures comme les reprises de dettes. Côté ressources, on trouve la dette émise, les recettes de privatisation affectées au désendettement, ainsi que les ressources de trésorerie – incluant, donc, les primes d'émission.

Les primes plus élevées liées aux taux négatifs permettent donc indirectement de financer le déficit public, mais il n'y a pas de « mauvaise incitation » donnée à l'État puisqu'il n'est pas tenu compte de ces primes d'émission dans le calcul du déficit budgétaire lui-même. C'est *a posteriori* que nous pouvons décider d'émettre moins de dette pour « boucler » le tableau de financement de l'État grâce à ces recettes de trésorerie supplémentaires.

Aujourd'hui, on voit mal comment les taux pourraient diminuer encore significativement. Est-ce que cela implique des transformations dans la stratégie de gestion de la dette ? Devient-il plus intéressant d'émettre long pour « bloquer » dans le temps ce faible coût de la dette ?

“ Aujourd'hui, à cause de l'écrasement des taux, les investisseurs sont demandeurs d'un rallongement des maturités pour avoir des rendements réels positifs. ”

Intuitivement, c'est une idée satisfaisante, mais elle doit être mise à l'épreuve des faits... Tout d'abord, il faut savoir que notre gestion de la dette se fait toujours largement en fonction de la demande. Nous tenons fortement compte des recommandations des Spécialistes en Valeur du Trésor (SVT), établissements bancaires en charge du placement de la dette française, que nous rencontrons chaque quinzaine. Il est

certain qu'aujourd'hui, à cause de l'écrasement des taux, les investisseurs sont demandeurs d'un rallongement des maturités pour avoir des rendements réels positifs. Cependant, pour que la décision d'allonger la maturité de leur portefeuille se cristallise chez eux, il faut que la différence entre le court terme et le long terme soit significative, et que cela corresponde à leur politique de risque : il est favorable pour un émetteur d'émettre à taux très bas à 30 ans, mais il faut que cela corresponde à l'intérêt de l'investisseur également pour que l'émission se déroule bien et que le prix ne « décale » pas.

Nous privilégions le fait que notre dette soit très liquide et donc nous conservons nos benchmarks et abandonons les souches de façon régulière, de 2 ans à 50 ans, de sorte à ne pas avoir d'inefficiences dans la courbe des taux. Aujourd'hui, notre plus grande maturité est de 50 ans, et nous faisons en moyenne sur cette échéance une émission tous les 18 mois d'un montant d'environ 1,5 à 2 milliards d'euros, ce qui est significatif mais peu en comparaison de l'ensemble de nos émissions. Mais la demande existe, bien que moins récurrente : les OAT 50 ans permettent par exemple aux assureurs de rallonger à bon compte la durée moyenne de leur portefeuille. Le marché ne nous semble pas assez profond pour une maturité plus longue, les quelques émissions à 100 ans récentes ont porté sur quelques dizaines de millions d'euros : d'une certaine manière, l'AFT est une « maison de gros » et ne vend pas au détail...

Au total, la maturité moyenne de notre stock n'a pas augmenté significativement au cours des dernières années : elle est passée de 6,9 ans en moyenne à 7,1 ans aujourd'hui. Pourtant, la maturité à l'émission, elle, s'est assez nettement allongée puisque les nouveaux titres émis ont une maturité moyenne de 9,5 ans en 2015, alors qu'elle était de 8,9 ans en 2014 et de 8 ans en 2011. Ce décalage et la lenteur de l'allongement de la maturité moyenne s'expliquent très simplement par le fait que... nous émettons moins de dette qu'avant en raison de la réduction de notre déficit budgétaire. En net, i.e. une fois retirés les amortissements, nous avons émis entre 90 et 100 milliards d'euros de dette en 2011, et seulement 70 milliards en 2015.

La maturité moyenne de la dette française est plutôt longue par rapport à nos homologues : l'Allemagne a une dette de 6 à 6 ans et demi de maturité, aux États-Unis, c'est entre 5 et 6 ans si l'on tient compte des achats de la Fed, et même de 4 ans si on les exclut.

Est-ce que le programme de rachats d'actifs publics entamé au mois de mars 2015 par la BCE dans le cadre de ses opérations de QE pose des difficultés particulières à l'AFT ? Les relations entretenues avec la base d'investisseurs ne risquent-elles pas d'être durablement perturbées dès lors qu'une part considérable de la dette publique est désormais directement captée par la BCE ?

C'est en effet une préoccupation légitime mais qu'il ne faut pas surestimer. Nous bénéficions du retour d'expérience du QE aux États-Unis. Pour nos homologues américains, l'un des sujets liés à la remontée des

“ Nos homologues américains doivent aujourd’hui rebâtir un marché de la dette, recréer une demande afin d’éviter que les taux ne remontent trop vite lorsque la Fed remontera ses taux directeurs. ”

et c’est la raison pour laquelle les rachats d’actifs en Europe se font aujourd’hui de manière lisse sur le marché secondaire et concernent toutes les maturités assez uniformément.

Il n’en reste pas moins que la BCE capte aujourd’hui une part importante de la nouvelle dette émise. En Allemagne, la BCE prend 100 % des nouvelles émissions de dette, car il n’y a tout simplement pas assez de nouvelles émissions ! En France, ce chiffre est entre 45 % et 50 %, ce qui reste considérable. Au mois de janvier 2015, nos investisseurs s’inquiétaient d’un éventuel assèchement de la liquidité sur les marchés de la zone euro en raison des opérations de QE. Nous n’avons de notre côté pas trop d’inquiétudes sur l’impact du QE car notre marché est extrêmement liquide, profond et efficient. Nos investisseurs ont été rassurés par le fait que chacune de nos lignes d’émission s’élève aujourd’hui à plus de 20 voire 30 milliards d’euros sur le marché secondaire, et donc, quand bien même la BCE en prenait 25 % ou un tiers, le montant journalier échangé resterait largement suffisant.

“ Nous n’avons pas trop d’inquiétudes sur l’impact du QE car notre marché est extrêmement liquide, profond et efficient. ”

De plus, notre politique d’émission est flexible et, si la BCE a trop acheté sur le marché secondaire et qu’un investisseur n’arrive plus à acheter d’obligations avec une certaine maturité, les SVT nous le font savoir dans leurs recommandations d’adjudication ; nous pouvons alors décider de réabonder la maturité en manque – parfois sur des montants très significatifs – en émettant des *off-the-run*, c’est-à-dire d’anciens benchmarks. Cette politique a été mise en œuvre à partir de 2011 et a permis de rassurer le marché avant le début du QE de la BCE. Aujourd’hui, ce sont 30 % de nos émissions qui concernent des titres *off-the-run*, alors que nous étions à 20 % il y a seulement deux ans !

La France a vraiment une politique particulière et de référence là-dessus. L’AFT tient particulièrement à ce que ses relations avec les SVT et ses investisseurs ne changent pas fondamentalement sous l’effet du QE et à préserver son savoir-faire de suivi de la demande – il sera en effet indispensable, lorsque la BCE arrêtera ses opérations de rachat, d’avoir conservé cette base d’investisseurs.

“ Notre flexibilité et notre écoute du marché est l’une des raisons pour lesquelles nous n’avons aucun problème à placer notre dette. ”

précédant le jeudi de l’adjudication, nos SVT sont réunis pour nous informer de l’état de la demande de marché. L’AFT intègre ces recommandations avant d’annoncer au marché les maturités et les montants précis offerts à l’émission.

D’une façon générale, la France a une stratégie de gestion de la dette publique encore plus axée que celle de beaucoup d’autres émetteurs publics sur la demande du marché. À titre d’exemple, dans le cadre de notre planning d’émissions, nous définissons chaque année en décembre nos besoins pour l’année suivante, sans pour autant donner de précisions sur les lignes qui seront abondées. Ensuite, chaque jeudi

Les Allemands s'engagent, eux, au mois de décembre par exemple sur des lignes précises, et donnent à intervalles réguliers un calendrier ferme indiquant pour chaque mois les maturités et montants à émettre ; ils suivent le calendrier quel que soit le taux et le contexte de marché en vigueur le jour venu. Dans l'environnement de taux bas que nous connaissons, cela peut valoir quelques tensions car, sur les plus courtes échéances, les taux étaient trop négatifs pour être attractifs. Dans le cas allemand, l'émetteur s'adapte en prenant ses propres titres en portefeuille si nécessaire, pour les vendre ultérieurement.

Nous sommes d'une certaine manière plus directs à l'AFT, puisque nous nous plaçons au plus près de la demande, même pour de très faibles maturités. Cette flexibilité et cette écoute du marché sont sans doute aussi l'une des raisons pour lesquelles nous n'avons aucun problème à placer notre dette à ce jour.

Jesper Berg,

Directeur général de l'Autorité de surveillance financière du Danemark

Jesper Berg était auparavant membre du Comité Exécutif et responsable des affaires réglementaires et de la notation de Nykredit Bank (la plus grande banque danoise de crédit). Il a par ailleurs occupé différents postes au sein de la banque centrale danoise, de la Banque centrale européenne et au Fonds monétaire international.

La banque centrale danoise, la « Danmarks Nationalbank », a été l'une des premières à utiliser des taux d'intérêt négatifs. Pourquoi ?

Le taux directeur de la banque centrale danoise n'est pas du tout orienté en fonction d'objectifs d'inflation, de croissance ou de chômage, comme c'est le cas pour la plupart des autres banques centrales. L'objectif principal et historique de la politique monétaire danoise est de maintenir le système de change fixe et la parité de la couronne danoise avec l'euro – auparavant avec le mark allemand. Au cours des années soixante-dix et quatre-vingt, une série de dévaluations avait entraîné une spirale inflationniste salaires-prix, si bien que le royaume a adopté, en 1982, ce système de change fixe. Ce choix est progressivement devenu crédible grâce aux mesures d'accompagnement – abandon de l'indexation des salaires et rigueur budgétaire – et, au fil des ans, le système de change fixe est devenu un instrument central pour assurer la discipline budgétaire et la flexibilité du marché du travail au Danemark.

Mais comment ce choix de système de change fixe a-t-il poussé la banque centrale danoise à recourir aux taux négatifs alors même que la Banque centrale européenne (BCE) n'y avait pas encore eu recours ?

En 2012, peu avant le passage des taux de la banque centrale danoise sous la barre de zéro, le sentiment qui dominait sur les marchés était que, si la zone euro s'effondrait, le Danemark réalignerait sa monnaie sur un « nouveau Deutsche Mark » qui allait mécaniquement s'apprécier par rapport aux autres monnaies européennes.

Face à ces craintes sur l'avenir de l'euro, le Danemark a connu un afflux massif de capitaux et une très forte augmentation de la demande de couronnes danoises. Pour mettre fin à ces pressions déstabilisatrices sur le taux de change – l'afflux de capitaux poussant à l'appréciation de la couronne danoise face à l'euro –, la banque centrale danoise a alors fait le choix de baisser ses taux directeurs à des niveaux encore plus bas, sous la barre du zéro, afin de dissuader les investisseurs de placer leur argent au Danemark.

En janvier 2015, les taux de la banque centrale danoise ont à nouveau été abaissés significativement, tombant au point bas de -0,75. Cette décision visait à rassurer les investisseurs qui craignaient que le Danemark ne suive la Suisse, laquelle venait de renoncer au change fixe avec l'euro et de laisser le franc s'apprécier. La politique du change et la politique économique en générale au Danemark sont très différentes de celles de la Suisse, mais il fallait envoyer un signal pour le manifester clairement.

Pensez-vous que la Suisse aurait pu être plus « ingénieuse » dans sa politique monétaire afin de maintenir la parité du franc suisse avec l'euro ?

Les Suisses auraient pu maintenir la parité mais, pour cela, ils auraient dû laisser leurs réserves de devises étrangères augmenter et auraient probablement dû communiquer officiellement sur le changement d'objectif des politiques économiques, en reconnaissant explicitement la stabilisation du taux de change comme « cible » de la politique monétaire. Il est néanmoins beaucoup plus facile de maintenir la parité d'une monnaie lorsque le marché pousse à l'appréciation, ce qui était le cas de la Suisse, qu'à l'inverse : défendre une monnaie qui tend à se déprécier implique de puiser dans des réserves de change pour la soutenir, réserves qui ne sont jamais infinies et qui peuvent s'épuiser.

Il n'existe *a contrario* pas de plafond pour les réserves de change des banques centrales. Il est donc possible pour l'autorité monétaire de créer autant de monnaie que nécessaire pour acheter des devises étrangères et lutter contre l'appréciation de sa propre monnaie. Le problème dans le cas suisse est que leur système de change fixe était beaucoup moins crédible que celui du Danemark.

En effet, exceptée l'expérience récente de contrôle de la parité du franc suisse, la politique monétaire suisse a été historiquement marquée par sa grande « indépendance ». La confiance des investisseurs vis-à-vis de la stabilité du franc suisse n'était donc pas acquise. De plus, les cantons suisses ont la particularité de dépendre financièrement des profits de la banque centrale. Avant l'abandon de la parité du franc suisse, ceux-ci avaient émis des critiques sur les actions de la banque centrale en raison des pertes qu'elle générerait en tentant d'empêcher la hausse du franc.

Le Danemark a également été le premier pays où un crédit immobilier a été consenti à taux négatif à des ménages...

Vous étiez alors à la tête d'une des grandes banques commerciales danoises, comment expliquez-vous cette bizarrerie ?

“ Au Danemark, dans la mesure où le financement vient du marché, le système de crédit est tout à fait capable de rester stable même avec des taux négatifs. ”

Une très grande part du crédit distribué aux ménages au Danemark vient des institutions de crédit hypothécaire qui ne collectent pas de dépôts et se financent directement sur le marché. En pratique, si vous souscrivez à un crédit immobilier au Danemark, le taux que vous paierez sera le taux sur l'obligation émise par l'institution qui vous délivre le crédit,

plus sa marge. Lorsque le taux directeur est passé en dessous de zéro, ces institutions ont naturellement « fait passer » les taux négatifs aux emprunteurs.

Ainsi, une large part du système financier danois peut en réalité parfaitement fonctionner avec des taux négatifs, contrairement à beaucoup d'autres systèmes bancaires européens plus intermédiés et dans lesquels les crédits sont financés par les dépôts des épargnants que les banques doivent continuer à rémunérer positivement ou à zéro. Au Danemark, dans la mesure où le financement vient du marché, le système de crédit est tout à fait capable de rester stable même avec des taux négatifs.

Les Danois ont souvent eu recours par le passé au crédit à taux fixe, souvent avec des maturités très longues, allant parfois jusqu'à 30 ans – mais souvent accompagné d'une possibilité de reconversion en prêt de plus courte maturité si les taux d'intérêt baissent. Cependant, depuis une vingtaine d'années, la pratique des prêts à taux variables est devenue de plus en plus courante, généralement avec une révision annuelle du taux d'intérêt. Durant la crise financière, cela a aidé les ménages qui ont pu bénéficier de la baisse des taux d'intérêt.

Cette pratique grandissante du prêt à taux ajustable n'a cependant pas que des avantages, bien au contraire. En cas de pressions baissières sur le cours de la couronne danoise, ce qui correspond à la situation inverse de celle que nous connaissons actuellement, il serait très difficile politiquement pour la banque centrale de remonter ses taux directeurs, puisque cela augmenterait les remboursements des emprunteurs recourant aux taux variables. C'est d'ailleurs ce qui a poussé la Suède et le Royaume-Uni à abandonner leurs systèmes de change fixe au début des années quatre-vingt-dix. Le Danemark, lui, a fait le choix de conserver son système mais avec des bornes plus éloignées pour la fluctuation de la parité.

Qu'en est-il des dépôts bancaires, qui constituent une part importante du financement du système bancaire danois ? Sont-ils eux aussi rémunérés négativement ?

Les taux d'intérêt sur les dépôts bancaires ne sont toujours pas devenus négatifs pour les particuliers¹². Les banques danoises, au moins jusque récemment, se sont refusées à taxer les dépôts. Pour le moment, la marge nette des banques n'a pas trop baissé bien qu'elles doivent rémunérer leurs dépôts au-dessus des taux de marché. Il est néanmoins légitime de se demander si elles ne vont pas très rapidement se retrouver sous pression, ce qui pourrait les amener à pratiquer également des taux négatifs sur les dépôts.

Plus généralement, comment l'environnement de taux bas ainsi que les nouvelles mesures macro-prudentielles transforment-ils le business model des banques au Danemark ?

Le problème principal est de savoir combien de temps cette situation va durer. Il pourrait en effet devenir nécessaire de « taxer » les dépôts de plus de clients mais, dans un premier temps, les banques danoises se débrouillent autrement : elles compensent la perte réalisée à raison de la non-répercussion des taux négatifs par l'augmentation des frais bancaires.

Étant donné l'écrasement de la courbe des taux, le seul avantage comparatif sur lequel les banques de détail peuvent s'appuyer est leur connaissance du client. Cela leur permet d'accorder plus facilement du crédit puisque l'asymétrie d'information est réduite par rapport à ce que proposeraient d'autres prêteurs telles que les compagnies d'assurances.

En ce qui concerne les nouvelles exigences réglementaires, il est certain qu'elles contraignent l'activité des banques et limitent la rentabilité du secteur. Cependant, on peut se demander si ces nouvelles exigences représentent un « fardeau » pour les banques actuelles ou si, au contraire, elles constituent finalement une barrière à l'entrée de nouveaux acteurs, protégeant ainsi la part de marchés des acteurs actuels. Je ne suis moi-même pas sûr de la réponse à cette question.

Certaines grandes entreprises sont concernées par le paiement d'intérêts négatifs sur leurs dépôts bancaires. Acceptent-elles en général cette situation ?

Les clients concernés par le paiement d'intérêt sur leurs dépôts n'ont pas modifié leur comportement et semblent accepter cette situation. Cela tient au fait qu'ils paieraient un taux encore plus négatif s'ils investissaient leurs liquidités excédentaires dans des obligations sécurisées ou dans de la dette souveraine. Les agents n'ont tout simplement pas d'autre alternative : ils doivent bien déposer leur argent quelque part...

“ Les agents n'ont tout simplement pas d'autre alternative : ils doivent bien déposer leur argent quelque part... ”

¹². Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

“Beaucoup d'épargnants et d'investisseurs préfèrent une rémunération nulle ou négative à une trop grande exposition au risque.”

Aujourd'hui, il y a un coût pour investir dans les produits présentant un faible rendement et un faible risque, et tous les investisseurs savent que les produits avec un rendement plus élevé sont aussi plus risqués. Il est possible d'avoir des rendements significativement positifs en investissant dans

des produits alternatifs mais il est nécessaire d'en accepter le risque – et beaucoup d'épargnants et d'investisseurs préfèrent une rémunération nulle ou négative à une trop grande exposition au risque.

Face à la baisse des taux de marché, les grandes entreprises ont-elles tendance à recourir dans de plus grandes proportions au financement non-bancaire ?

Le financement direct par le marché obligataire est assez limité au Danemark. Il ne représente que 10 % du passif des entreprises. On a observé une relative accélération de ce type de financement au cours des deux dernières années mais cela tient principalement au fait que les grandes entreprises danoises ont eu le sentiment que les banques avaient été trop prudentes après la crise et n'avaient pas su leur assurer une source de crédit stable. Mais, si l'on parle en grande masse, les entreprises continuent à se financer par le crédit bancaire. Ce canal représente toujours plus de 50 % du financement des entreprises aujourd'hui.

Le système bancaire danois semble très résilient aux taux négatifs, en particulier parce que, comme vous nous l'avez expliqué, les crédits sont assurés par des organismes qui se financent sur le marché.

Pensez-vous que le Danemark puisse servir d'exemple pour d'autres systèmes bancaires européens connaissant également des taux négatifs ?

Le système bancaire danois « externalise » le risque d'une façon unique. D'une part, en empruntant sur le marché pour financer leurs crédits hypothécaires, les banques se protègent contre ce qu'on appelle génériquement le « risque de taux d'intérêt ». D'autre part, elles conservent les crédits dans leur bilan et ont recours à des dispositifs de garantie pour se protéger contre le « risque de crédit ».

Le risque le plus « transparent », celui d'une variation des taux d'intérêt, est ainsi externalisé, tandis que le risque plus « opaque », celui de crédit, est pris en charge par les banques dans leur bilan. Ceci permet de résoudre pour partie l'asymétrie d'information existant entre investisseurs et emprunteurs lorsque l'on recourt à la titrisation, puisque la banque porte toujours le risque de crédit et est donc toujours incitée à exercer son rôle de *screening*.

Notre système de crédit permet un financement direct sur le marché pour les grandes entreprises et un financement par les banques des particuliers et des PME avec une prise en charge efficace du risque.

La titrisation classique peut néanmoins rester une solution pour les agents ne pouvant apporter de garantie immobilière ou pour les entreprises ne pouvant émettre d'obligations directement sur le marché.

À quelles autres difficultés les banques font-elles face dans l'environnement de taux négatifs ? Dans la zone euro, beaucoup avancent les problèmes juridiques et opérationnels posés par cette situation, qu'en est-il au Danemark ?

En effet, il ne faut pas sous-estimer les problèmes juridiques et informatiques. Les économistes tendent à négliger ces aspects et s'imaginent qu'ils sont simples à résoudre, mais ce n'est pas le cas : les banques ont dû accepter des investissements colossaux pour modifier les systèmes informatiques et leur permettre de fonctionner dans un environnement de taux négatifs.

Les opérateurs ont aussi dû gérer des problèmes techniques et juridiques importants. Un exemple : la plupart des investisseurs institutionnels investissant dans des billets à court terme n'ont pas sur leurs comptes de quoi payer les émetteurs car ces comptes sont destinés à recevoir de l'argent et non pas à en verser. Il a fallu concevoir une solution pour transférer l'argent depuis l'investisseur vers l'emprunteur, ce qui a été fait au Danemark par le biais d'une réduction du montant du principal remboursé par l'emprunteur à l'échéance à concurrence du montant des intérêts « inversés ». Cela évite ainsi de prélever de l'argent sur le compte du porteur des obligations.

Un autre problème juridique qui se pose est celui de la possibilité même d'un intérêt négatif dans un contrat de prêt. Nous n'étions pas sûrs qu'il y ait un fondement légal aux taux négatifs. Dans la majeure partie des cas, la documentation des titres financiers ne prévoyait tout simplement pas de cas de figure où le taux d'intérêt deviendrait négatif et n'indiquait pas si le paiement des intérêts devait s'inverser le cas échéant. Étant donné les doutes sérieux que nous avons sur ces questions au Danemark, les émetteurs d'obligations à taux variable dont le taux était devenu négatif n'ont pas demandé le paiement d'intérêts de peur que cela soit contraire au droit.

Que pensez-vous de l'existence théorique d'une borne inférieure à zéro pour les taux d'intérêt nominaux, en deçà de laquelle l'économie risquerait de tomber dans une situation de trappe à liquidité ?

Compte tenu des coûts fixes attachés à la détention de cash, la borne inférieure se situe probablement entre 30 et 50 points de base en dessous de zéro, même si nous n'avons aucune preuve là-dessus. À la suite de la mise en place des taux négatifs, il n'y a pas eu de « sursaut » vers la détention d'argent liquide. En revanche, on a assisté à des mutations dans le comportement des entreprises pour ce qui est du prépaiement des impôts, auxquelles le fisc s'est rapidement adapté.

Je pense qu'une des raisons principales pour lesquelles il n'y a pas subitement eu de ruée vers l'utilisation d'argent liquide est que le secteur financier ignore combien de temps cette période de taux négatifs va durer. Il y a des coûts fixes considérables si l'on veut changer ses instruments de paiement pour utiliser des pièces et des billets. Si vous anticipez que la période de taux négatifs va durer un an ou deux, par exemple, alors il est probable que le coût pour changer ses dépôts en argent liquide soit bien plus élevé comparé aux taux d'intérêt finalement assez limités que vous paieriez sur vos dépôts sur la même période. Les statistiques danoises sur le nombre de billets en circulation ne montrent aucun de signe de hausse. Cependant, la concurrence du cash s'accroît à mesure que l'environnement de taux négatifs s'installe durablement.

“ La concurrence du cash s'accroît à mesure que l'environnement de taux négatifs s'installe durablement. ”

On voit également apparaître des comportements nouveaux de la part des entreprises danoises : l'une d'entre elles propose de stocker de l'argent d'autres entreprises sous forme liquide contre le paiement d'un intérêt de 18 points de base. Ce type d'initiatives a néanmoins connu un succès limité jusque-là.

Les opinions sont actuellement très polarisées en ce qui concerne les scénarios de sortie pour les politiques non-conventionnelles et la remontée des taux, en Europe et aux États-Unis.

Comment pensez-vous que l'on sortira de cette période très spéciale en Europe ?

Nous approchons très clairement du moment où les taux de la Federal Reserve vont augmenter¹³. Le rebond de la croissance va également revenir en Europe, bien que l'on ignore quand et que l'on attende trop de la politique monétaire pour assurer le retour de la croissance.

13. Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

Reinhart et Rogoff montrent, dans leur étude de 2009 sur les crises financières¹⁴, qu'il faut en moyenne entre sept et neuf ans pour sortir d'une crise. Nous devrions donc bientôt arriver à ce moment. Il y a bien sûr la possibilité que les chocs négatifs venus de Chine et d'autres pays émergents maintiennent la croissance européenne à des niveaux anémiques, mais le scénario le plus probable est qu'on assiste à un retour de la croissance dans les prochaines années.

Le scénario favorable est celui où les taux d'intérêt aux États-Unis augmentent, ce qui « boostera » la croissance en Europe grâce au canal du taux de change et à une amélioration de la balance commerciale.

Pensez-vous que les nouveaux outils macro-prudentiels mis en place après la crise soient adaptés pour contrer le risque de développement de bulles et les distorsions de prix dans l'environnement de taux bas ?

D'une manière générale, il ne faut pas surestimer la capacité des outils macro-prudentiels à « diriger » le prix des actifs. Il y a aujourd'hui une volonté importante de prévenir le risque de nouvelles crises mais notre capacité à voir les problèmes avant qu'ils n'arrivent et les moyens que nous mettons en place pour les prévenir sont tous les deux discutables.

Les politiques macro-prudentielles ne peuvent pas résoudre tous les problèmes, même si cela ne signifie pas que nous ne devons pas essayer de les prévenir ! Je pense qu'il est nécessaire d'informer les décideurs politiques ainsi que l'opinion sur le fait que le succès n'est pas garanti et qu'il est possible qu'une nouvelle crise apparaisse.

Il faut cependant observer que, aussi bien fondées qu'elles puissent être, les politiques macro-prudentielles sont contradictoires avec la politique monétaire : celle-ci cherche à booster le crédit pour relancer l'économie réelle et se trouve entravée par les politiques macro-prudentielles qui, avec les meilleures intentions du monde, freinent la distribution de crédit.

Que pensez-vous du risque d'une bulle spéculative sur les marchés de valeurs à revenu fixe et des conséquences possibles de son éclatement pour le bilan des banques centrales ?

“ Les politiques monétaires non-conventionnelles font inévitablement peser le risque d'une bulle. ”

Les politiques monétaires non-conventionnelles font inévitablement peser le risque d'une bulle puisqu'elles cherchent à stimuler les marchés pour relancer l'économie. Les banques centrales s'exposent bien sûr elles-mêmes à des risques de perte dans le cas où les actifs qu'elles ont inscrits

à leur bilan viendraient ultérieurement à se déprécier. Mais, même si cela est difficile à expliquer à l'opinion, une banque centrale ne doit en aucun cas se préoccuper de ce problème dans le cadre de ses opérations de politique monétaire.

Il existe cependant à cet égard un enjeu important pour la crédibilité et l'indépendance des banques centrales : si celles-ci subissent des pertes, cela réduit leur contribution au financement des États, qui en ont généralement grand besoin. Il est très important de communiquer à l'avance sur ce problème afin que la crédibilité des banques centrales ne soit pas mise en danger le moment venu.

14. Reinhart C., Rogoff, K. (2009), *This Time Is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Philippe Capron,

Directeur général adjoint de Veolia, en charge des finances

Auparavant, il a notamment été Membre du Directoire et Directeur financier de Vivendi, Vice-Président exécutif puis Directeur des affaires financières du groupe Arcelor, Président-Directeur général d'Euler-SFAC et Vice-président de Bain & Company.

Comment expliquer que les agents économiques acceptent de se prêter à taux négatifs ?

Les taux négatifs sont une anomalie à tous les points de vue : la morale comme le bon sens veulent que, pour renoncer à la liquidité, un investisseur reçoive une contrepartie qui rémunère et l'absence de jouissance immédiate, et le risque de non-remboursement à l'échéance. Prêter son argent à taux négatif est, en soi,

“ La morale comme le bon sens veulent qu'un investisseur reçoive une contrepartie qui rémunère et l'absence de jouissance immédiate, et le risque de non-remboursement. Prêter son argent à taux négatif est absurde. ”

complètement absurde. La logique voudrait que, dans un tel environnement, les individus préfèrent mettre leurs billets sous le matelas, qu'ils thésaurisent au sens propre...

D'une certaine manière, aussi singulière que soit une situation de taux négatifs, on y retrouve en fait un concept classique, celui de la « trappe à liquidité » de Keynes poussée à son paroxysme.

Quel est l'impact de ce contexte sur la gestion de trésorerie de Veolia ?

Tous les acteurs ne se prêtent pas, en fait, à taux négatif et cela conduit à des arbitrages singuliers. Chez Veolia, par exemple, nous pouvons aujourd'hui, pour nous financer à court terme, émettre des billets de trésorerie en dessous de 10 points de base, voire à taux négatif, alors même que nous prêtons à des taux positifs : l'argent que nous déposons dans des placements dits « dynamiques », auprès de banques systémiques, est rémunéré entre 50 et 75 points de base¹⁵ tout en restant comptablement du cash. Étant donné l'assiette de plusieurs milliards d'euros sur laquelle nous pouvons faire cet arbitrage, nous pouvons y gagner jusqu'à 10 millions d'euros par an, ce qui réduit d'autant le coût de notre endettement. Cette minuscule activité parabancaire est bien sûr parfaitement légale. Nous avons bien en tête que cet arbitrage ne sera pas durable. Il n'empêche, le seul fait qu'il soit possible est bien révélateur de l'absurdité de la situation où nous sommes.

La question est : pourquoi des agents économiques rationnels acceptent-ils de prêter à taux négatifs ? Les banques en particulier sont en fait bien obligées de replacer leur argent dans le système et disposent de peu de choix en raison d'un contexte réglementaire complètement fou. D'autres acteurs empruntent parfois à des taux encore plus négatifs et engrangent donc un spread positif. Le serpent se mord la queue : la contrepartie du *Quantitative Easing* (QE), c'est que l'ensemble des régulations prudentielles officiellement mises en œuvre au nom de la protection du déposant – mais que je soupçonne en fait de viser d'abord à permettre aux États de trouver des acheteurs pour leur dette... – obligent pratiquement les banques à acheter des titres souverains,

15. Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

obligations d'État et bons du Trésor. Cette « demande forcée » pousse, sur toutes les échéances, les taux vers le bas, les amenant même souvent en territoire négatif. C'est donc parce que le système est surcontraint qu'on voit apparaître une véritable anomalie de marché : les taux négatifs.

Mais l'environnement macro-économique très déprimé que nous connaissons ne justifie-t-il pas à vos yeux que la Banque centrale européenne (BCE) cherche à relancer l'investissement par le recours aux taux négatifs ?

On voit bien que ces politiques ne sont pas efficaces et ne peuvent pas être des déclencheurs de l'investissement. La littérature économique a dûment établi que le vrai déterminant de l'investissement, c'est la demande anticipée. Ce n'est pas parce que les taux sont bas que les agents privés vont subitement décider d'investir !

“ Les politiques ultra-accommodantes n'ont pas d'autre véritable objectif que de soutenir le prix des actifs réels, et de permettre aux États de se financer. ”

Les chances de succès sur ce terrain sont très faibles. C'est pourquoi je pense que les politiques ultra-accommodantes n'ont pas d'autre véritable objectif que de soutenir le prix des actifs réels, et de permettre aux États de se financer. On voit d'ailleurs mal comment plusieurs États de la zone euro, et la France en particulier, pourraient financer leur dette si les taux réels étaient à des niveaux normaux.

Je suis frappé par le fait que le contexte actuel marque également les limites du modèle monétariste. Dès lors que l'afflux de monnaie ne conduit pas à un surcroît d'activité, il devrait, en bonne logique, se traduire par de l'inflation, ce qu'on ne constate pas du tout – en tout cas du côté de l'indice des prix : il est vrai que la valeur de certains actifs réels (immobilier) ou financiers s'est, en revanche, fortement accrue. La vélocité de la monnaie qu'on supposait être constante ne l'est donc pas, ou plus – peut-être à cause du *deleveraging* très considérable en cours, en particulier dans le secteur financier.

Justement, certains plaignent que, vu la très faible inflation que nous connaissons, si les politiques monétaires atypiques aujourd'hui mises en œuvre ne l'avaient pas été, alors on aurait sans doute connu une période de déflation...

Sans doute, mais faudrait-il le déplorer ? En étant un brin provocateur, je suis tenté de vous dire qu'une phase de déflation assumée nous aurait peut-être permis de crever l'abcès et de repartir plus vite... C'est le principe de la destruction créatrice ! On a différé les ajustements nécessaires, alors qu'ils étaient la seule solution pour retrouver de la croissance. Je crains qu'on ne gagne rien à mettre la poussière sous le tapis.

La séquence des années passées est assez navrante : la seule solution qu'ont trouvée les États pour rendre leur dette supportable a été d'obliger leurs banques à détenir de la dette publique, leur faisant courir un risque de défaut qui les a mises en danger... ce qui a obligé les États à intervenir pour les sauver, creusant ainsi encore davantage leurs déficits. L'État, à cause de sa propre faillite, organise la faillite de ses banques et alourdit sa propre dette pour les sauver.

Si on pousse le raisonnement jusqu'au bout, on peut même plaider qu'un ébranlement de la zone euro aurait du bon – en tout cas, que son maintien à tout prix nous coûte très cher.

Mais n'y aurait-il pas des coûts très importants attachés à la destruction de ce « bien commun » qu'est aujourd'hui l'euro ?

Certes, mais n'oublions pas le prix du maintien dans l'euro ! L'hétérogénéité des pays de la zone euro rend à mes yeux le projet d'une monnaie commune démiurgique, et sa mise en œuvre de plus en plus sacrificielle.

Les pays de la zone euro n'ont pas tous en même temps les mêmes besoins, ne serait-ce que pour des raisons de différentiels démographiques et de croissance. Si les États recouvraient l'usage des instruments de leur politique monétaire, certains pourraient, notamment en jouant sur le change, retrouver et de la croissance, et le chemin de l'inflation ce qui est très important : l'inflation est la seule solution accessible pour alléger le poids de la dette. Privés de ces instruments, les États sont contraints d'user de moyens féroces pour maintenir en vie les économies européennes avec une monnaie commune, alors que cette situation n'est pas viable.

“ Si les États recouvraient l'usage des instruments de leur politique monétaire, certains pourraient, notamment en jouant sur le change, retrouver et de la croissance, et le chemin de l'inflation. ”

En Grèce, il est normal que, dans la situation actuelle, les salariés n'acceptent pas volontiers une baisse de leur salaire – or c'est ce qui serait objectivement nécessaire pour compenser les écarts de compétitivité dès lors qu'ils demeurent au sein de la zone euro. En revanche, si la Grèce sortait – ou était sortie – de la zone euro et disposait d'une devise dévaluée par rapport à l'euro, tous les prix y chuteraient ensemble, ce qui permettrait au pays de renouer avec la compétitivité externe mais serait beaucoup moins douloureux pour les Grecs.

L'échec des politiques monétaires non-conventionnelles que vous avez décrit condamne-t-il donc l'euro ?

De toute façon, la faillite de l'euro est une fatalité, de la même manière que toute entreprise fera un jour faillite, ou que la mort de chacun d'entre nous est inévitable ! On ne sait bien sûr pas quand cela arrivera, mais la fin de l'euro paraît d'autant plus proche qu'il n'existe pas d'exemples dans l'histoire de survie d'une zone monétaire non intégrée – on l'a vu avec l'échec de l'Union latine au XIX^e siècle.

Soit l'Europe se fait vraiment par le biais d'une plus forte coordination des politiques économiques et d'une solidarité financière assumée, soit la disparition de l'euro est irrémédiable. La construction de la république américaine et de sa monnaie commune donne une très bonne illustration de cette tension : il a fallu que les États-Unis abandonnent la structure très lâche de Confédération préexistante et construisent une structure vraiment fédérale pour que leur monnaie devienne stable. Ce qui fait la force des États-Unis et la stabilité de leur monnaie, c'est que les citoyens américains consentent à payer des impôts qui alimentent des transferts entre États : le contribuable du Vermont finance celui du Mississippi. Mais, dans la zone euro, on voit mal aujourd'hui les peuples accepter de payer les uns pour les autres, notamment pour couvrir les erreurs des Grecs...

C'est tout de même pour éviter le défaut d'un pays de la zone euro, la Grèce, que l'on a mobilisé des trésors d'ingéniosité, et beaucoup de moyens ! N'est-ce pas de la solidarité ?

Ce sauvetage à chaud n'est pas l'expression d'une solidarité prévue *ex ante* et mise en œuvre d'un commun accord telle que celle que je viens de décrire. Il s'agissait effectivement d'éviter un défaut en zone euro, mais au titre d'une sorte de « solidarité monétaire » réflexe dont je ne comprends pas bien les fondements. Veolia, Danone et Renault émettent tous en euros, mais si l'un d'entre eux avait des problèmes, on ne voit pas bien pourquoi les autres viendraient à son secours et se montreraient solidaires de sa dette au seul motif qu'ils émettent dans la même monnaie. À ce titre, je ne vois pas non plus pourquoi on mutualiserait les risques sur les dettes publiques au sein de la zone euro : il y a une monnaie unique, oui, mais les dettes et les risques demeurent identifiés et distincts, État par État. On ouvre sans cela la voie à un aléa moral très lourd !

Revenons au phénomène des taux négatifs. Que se passerait-il selon-vous si les banques en venaient à « transmettre » ces taux à leurs clients en faisant payer les corporates pour leurs dépôts ?

Nos encaisses oisives sont aujourd'hui déposées auprès de banques qui ne nous les rémunèrent pas, mais ne nous font pas payer de taux négatifs. C'est le cas pour l'essentiel des très grandes entreprises : il y a un plancher de fait à zéro. Que se passerait-il si ce plancher était enfoncé ? C'est assez incertain, mais la conséquence générale à moyen terme serait fatalement l'accélération de la débancaisation de l'économie et le développement du *shadow banking*. Des opportunités de marchés apparaîtraient pour des intermédiaires organisant un système de prêt direct entre entreprises désireuses d'équilibrer directement leurs opérations de trésorerie sans passer par la pénalité des taux négatifs imposés par les banques. Une entreprise A qui a de la trésorerie prêterait, *via* un courtier, à une entreprise B qui en manque, cela à un taux qui leur conviendrait à l'une et à l'autre et qui, fixé sans grand lien avec les taux pratiqués par les banques, serait probablement positif.

Côté financement, le niveau des taux vous amène-t-il, par ailleurs, à desserrer la contrainte de sélectivité dans votre politique d'investissement ?

Non, ou marginalement. Nous avons en tout état de cause une enveloppe d'investissement fixée pour chaque année. Surtout, nous sommes résolus à conserver la même discipline financière et maintenons des exigences de rendement élevées. Dans cette perspective, comme rien ne dit que les taux resteront durablement très bas, nous préférons ne pas mettre à jour le WACC¹⁶ en comparaison duquel nous calculons le ROCE¹⁷ d'un

“ Comme rien ne dit que les taux resteront durablement très bas, nous préférons ne pas mettre à jour le WACC en comparaison duquel nous calculons le ROCE d'un investissement possible. ”

investissement possible. Nous ne souhaitons en général investir que dans des projets servant WACC+ 4 %. Certes, notre WACC, qui était de 6,5 % l'année dernière, serait sans doute aujourd'hui plus proche de 4 %, d'une part, parce que la dette est moins coûteuse – nous empruntons aujourd'hui à peu près à 1,5 % sur 10 ou 15 ans – et, d'autre part, parce que le coût du capital, dont le calcul est basé sur le taux sans risque, est lui aussi orienté à la baisse.

En apparence, cela permettrait de retenir des investissements dont la rentabilité est moindre. Mais c'est une tentation à laquelle il faut résister : il serait imprudent de lancer, à la seule faveur du contexte actuel, des projets qui ne satisferaient que temporairement nos exigences de rendement. Or, notre horizon d'investissement et de développement de projets est de 10, 15 ou même 25 ans et il me paraît très improbable qu'une situation de taux négatifs, ou en tout cas très bas, dure aussi longtemps.

Certaines entreprises mettent à profit la période extraordinaire que nous vivons pour procéder à de la croissance externe à bride abattue, dans certains cas en prenant des risques. C'est une stratégie que je peux comprendre, même si ce n'est pas la nôtre. En tout état de cause, ce n'est pas ce que j'appelle de l'investissement au sens de ce que la BCE cherche à faire advenir...

16. Le « *Weighted Average Cost of Capital* » (WACC), ou coût moyen pondéré du capital, est un indicateur de la rentabilité moyenne du capital d'une entreprise. Il peut mesurer plusieurs choses comme le rendement attendu par les actionnaires, l'intérêt demandé par les prêteurs ou encore le coût moyen des ressources de financement d'une entreprise.

17. Le « *Return On Capital Employed* » (ROCE), ou retour sur capitaux employés (ou investis), est un indicateur de la rentabilité économique de l'entreprise ou de la rentabilité des capitaux investis. Il mesure la performance économique d'une entreprise, c'est-à-dire l'efficacité de l'utilisation des moyens économiques de l'outil de travail au travers des résultats qu'il génère, indépendamment de l'impact des modes de financement qui se traduisent par un niveau de charges et produits financiers.

Venons-en à la gestion de votre passif. N'est-il pas intéressant, dans l'environnement actuel, de racheter ou de renégocier la dette que vous avez émise dans le passé à taux plus élevé ?

Je suis arrivé chez Veolia il y a seulement deux ans. Mes prédécesseurs avaient été très précautionneux et, sans doute pour bénéficier au maximum de ce qui paraissait déjà à l'époque comme un contexte de taux avantageux, avaient emprunté sur des maturités très longues : la durée moyenne de notre dette est de 8 ans. Nous payons sur certaines de nos obligations émises des coupons de 5 %, ce qui est considérable au regard des taux que nous connaissons actuellement.

Certes, si nous réémettions aux conditions d'aujourd'hui notre stock de dette actuel, nous diviserions notre charge de la dette par 4, celle-ci passant de 400 millions à 100 millions d'euros par an ! Mais c'est hélas une hypothèse très théorique... Il n'est malheureusement pas aussi facile que cela de racheter sa dette. Entre l'amélioration de la santé financière de Veolia et la baisse des taux, la valeur de marché de notre dette s'est en effet fortement appréciée. À titre d'exemple, nous avons procédé cette année à une opération d'ajustement technique de ce type en allégeant nos engagements sur l'échéance 2022. Cela nous a conduits à racheter notre propre « papier » pour un montant nominal total de 500 millions d'euros... mais cela nous a coûté 640 millions d'euros. Si nous l'avons fait, c'est que, sur une opération ponctuelle, cela peut avoir du sens, d'une part, parce que cela nous permet de nous refinancer sur une échéance plus lointaine et, d'autre part, parce qu'il est possible, comptablement, d'étaler le surcoût sur la durée d'une émission de substitution. Mais on voit bien que, appliqué à notre stock de dette total, cela serait extrêmement coûteux, donc absurde.

Au total, il n'est globalement pas possible de bénéficier de la baisse des taux pour réduire le coût du stock d'une dette constituée dans le passé à des taux plus élevés. Ce n'est qu'avec le temps, au fur et à mesure des tombées et des renouvellements à des conditions plus favorables – ce qui prend des années –, que se fait sentir l'effet bienfaisant de la baisse des taux. C'est ce qui explique que l'impact de la politique monétaire sur le coût de l'endettement des *corporates* soit loin d'être immédiat.

“ Ce n'est qu'avec le temps, au fur et à mesure des tombées et des renouvellements à des conditions plus favorables, que se fait sentir l'effet bienfaisant de la baisse des taux. ”

Puisque les perspectives de rachat ou de renégociation de dette en vue de bénéficier rapidement de la baisse des taux sont faibles, n'est-il pas en revanche opportun de racheter ses propres actions, voire de le faire à crédit, pour réduire son coût de financement global pondéré ?

Non : si l'on rachète son capital, on affaiblit son *rating* et, surtout, on augmente son risque théorique de faillite, ce que les entreprises et leurs organes de gouvernance répugnent à assumer. Par ailleurs, les *price earning ratio* étant élevés aujourd'hui, il vaut mieux réduire sa dette que son capital : il est beaucoup plus facile et moins coûteux, en cas de besoin, de réémettre de la dette que de réémettre du capital.

Il est vrai cependant que, aujourd'hui – et c'est une autre bizarrerie du contexte financier extraordinaire que nous vivons –, les entreprises européennes et américaines font plus de distributions de capital (dividendes et *buy back*) qu'elles n'appellent le marché *via* des augmentations de capital ou des introductions en bourse. Cela est totalement contraire à la théorie classique qui veut que le marché soit un apporteur net de capitaux aux entreprises, et non l'inverse.

Aujourd'hui, en Occident, ce sont les entreprises qui financent l'économie, et non le contraire : le marché est devenu un prédateur net de capitaux sur les entreprises... Cette situation est complètement déroutante, mais

“ L'épargne des ménages finance les dépenses publiques au lieu de financer les entreprises, tandis que les profits des entreprises contribuent, *via* les marchés, au financement d'entreprises concurrentes dans des pays émergents...” ”

que les profits des entreprises contribuent, *via* les marchés, au financement d'entreprises concurrentes dans des pays émergents...

elle se comprend si on la met en perspective en observant cette fois les flux de capitaux au niveau mondial : les *assets managers* utilisent l'argent que les entreprises leur « redonnent » pour financer d'autres entreprises, mais dans les émergents où, grâce à la croissance économique de ces pays, les profitabilités *corporate* sont meilleures.

Au final, chez nous, l'épargne des ménages finance les dépenses publiques au lieu de financer les entreprises, tandis

Jean-Jacques Daigre,

Professeur émérite de droit bancaire et financier

Jean-Jacques Daigre est consultant en droit bancaire et financier au cabinet d'avocats Ginestié Magellan Paley-Vincent. Docteur en droit et agrégé des Facultés de droit, il est Professeur émérite de droit bancaire et financier à l'Ecole de droit de la Sorbonne. Il écrit régulièrement dans plusieurs revues et est Directeur éditorial de la revue Banque & Droit.

Lorsque l'on observe les expériences récentes de la Suède, du Danemark, de la Suisse et maintenant de la zone euro, les taux d'intérêt nominaux négatifs semblent devenir une forme de nouvelle normalité qui ne pose pas de problèmes conceptuels majeurs aux économistes.

Qu'en est-il de la réflexion juridique sur cette pratique récente ?

Les taux d'intérêt négatifs ouvrent un abîme de questionnement aux juristes car, en droit français en tout cas, leur apparition jette un doute sur la nature du contrat qui lie les parties à l'opération de crédit. La réflexion n'en est qu'à ses balbutiements : les premiers articles juridiques sur le sujet datent du premier semestre 2015 et il n'existe encore aucune jurisprudence sur la question¹⁸. Dès lors, nous faisons face aujourd'hui à des situations concrètes qui créent une interrogation juridique car le fonctionnement de nombre de contrats bancaires ou financiers qui fait aujourd'hui apparaître des taux d'intérêt négatifs n'a pas été prévu.

“ Les taux d'intérêt négatifs ouvrent un abîme de questionnement aux juristes. ”

Concrètement, quel est le problème juridique ?

Pour le moment, la réflexion juridique a porté uniquement sur la notion de prêt tel que celui-ci est décrit dans le Code civil. Personne n'est encore entré dans le détail des différentes opérations bancaires et financières, sauf pour les obligations et un type très particulier de garantie de dérivé. Or, on recense usuellement trois grands types de contrats de financement. Tout d'abord, les prêts à proprement parler, au sein desquels on trouve les prêts ordinaires régis par le Code civil et le Code monétaire et financier, et les prêts beaucoup plus encadrés par le droit de la consommation. Il y a par ailleurs la catégorie des émissions obligataires, qui s'apparentent également à des contrats de prêts même si elles ne sont pas qualifiées comme telles. Elles relèvent du droit des sociétés pour la décision d'émission et la protection collective des obligataires, et du droit financier et pour la bonne information des souscripteurs et le bon fonctionnement des marchés, mais rien n'est dit sur la nature juridique d'une émission d'obligations. On trouve enfin les instruments financiers à terme (IFT), plus communément appelés les dérivés, qui pour la plupart ne sont pas des titres mais des contrats financiers faisant référence à des sous-jacents pouvant subir l'impact de la problématique des taux d'intérêt négatifs.

¹⁸. Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

L'une des complexités vient du fait qu'il n'y a pas de réponse unique du droit à ces questions puisqu'il existe en pratique des contrats de types différents. Mais, une chose est sûre, c'est que la première catégorie, celles des prêts au sens propre, est la plus concernée par la problématique des taux négatifs.

Il existe en droit français une distinction fondamentale entre les contrats dits « nommés », c'est-à-dire réglementés spécifiquement par un code ou par une loi et complétés par la volonté des parties, et les contrats dits « innomés », ne se rattachant pas à un modèle régi par un code ou une loi et uniquement « fabriqués » par les parties dans le cadre du principe de liberté des contrats. Le premier réflexe d'un juge, cependant, est de regarder si le contrat conclu par deux parties ne se rattache pas, en réalité, à l'une des catégories de contrats nommés afin de pouvoir trancher à la lumière de cette réglementation. En revanche, si ce que les parties ont « construit » ne correspond pas aux catégories « nommées » des contrats, alors le juge considère qu'il s'agit d'une production juridique originale, qu'il est *sui generis*. Il résulte de cette distinction très générale et d'apparence purement théorique d'importantes conséquences.

Que dit le Code civil sur les contrats de prêt ? Un taux d'intérêt négatif est-il concevable ?

L'obligation fondamentale d'un prêt dans le Code civil est la restitution intégrale de la somme prêtée, le jour venu. Elle doit se faire en quantité équivalente et dans la devise prévue, c'est le principe du nominalisme monétaire : pour 100 euros prêtés aujourd'hui, l'emprunteur devra rembourser 100 euros à la date spécifiée, assortis du paiement d'un intérêt – sachant qu'un prêt sans intérêt, c'est-à-dire à taux zéro, est juridiquement possible (on le rencontre dans les relations de famille ou amicales). On voit bien ici le problème que posent les taux d'intérêt négatifs : dans un contrat de prêt, il est nécessaire que l'emprunteur rembourse l'intégralité des sommes prêtées. Si l'on considère qu'en période de taux négatifs le prêteur doit payer des intérêts à l'emprunteur alors, au résultat, l'emprunteur remboursera un montant inférieur au montant prêté, ce qui remet en cause la nature juridique même du contrat de prêt puisque le remboursement du principal en totalité est une obligation de l'emprunteur.

“ L'obligation fondamentale d'un prêt dans le Code civil est la restitution intégrale de la somme prêtée, le jour venu. ”

“ L'emprunteur remboursera un montant inférieur au montant prêté, ce qui remet en cause la nature juridique même du contrat de prêt ”

Le problème majeur est donc que, juridiquement, un taux d'intérêt négatif ne se conçoit pas, du moins pas dans le cadre d'un contrat de prêt. L'intérêt, même si la loi ne prend pas soin de le définir, est quelque chose qui s'ajoute au capital. Si, dans la convention, on a prévu un mécanisme qui aboutit à un paiement d'intérêts par le prêteur, plusieurs analyses s'offrent aux juristes et, le moment venu, au juge.

Une première option consiste à reconnaître que la volonté des parties était bien de conclure un prêt et exclusivement un prêt, ce qui est certainement le plus fréquent et de loin, à penser qu'il y a bien prêt parce que telle était la volonté des parties. Dès lors, si pour une raison quelconque un contrat de prêt voit son taux d'intérêt effectif devenir négatif – par exemple, par application d'un paramètre servant de référence à un taux variable –, d'un strict point de vue théorique, soit l'on considère qu'il y a un plancher implicite à 0 % et donc que le prêt a été implicitement mais nécessairement accordé à titre onéreux au-delà de 0 % et gratuit à partir de zéro et en-dessous parce que c'est une unique opération de prêt, ce qui est possible dans le cadre du Code civil, soit qu'il s'agit d'un prêt assorti d'autre chose, soit d'une toute autre convention.

Une deuxième option consiste en effet à acter qu'il y a bien prêt, mais que les parties s'étaient accordées sur le fait que le taux d'intérêt pourrait être à la fois positif ou négatif. Il faut alors imaginer que, à côté du prêt,

qui ne permet pas que le principal ne soit pas remboursé, il y avait une autre convention liée, offrant un fondement juridique à la somme éventuellement versée par le prêteur à l'emprunteur. Mais quoi ? On entre alors dans le domaine de la recherche de l'intention véritable des parties, ce qui est toujours un peu divinatoire ! On peut cependant imaginer une libéralité accessoire consentie par l'un à l'autre et qui porte sur une partie du capital, ce qui permet de retrouver une qualification juridique conforme au Code civil. Mais cette lecture s'accompagne d'un certain nombre d'inconvénients, le moindre n'étant pas que, fiscalement, une libéralité entre non-parents est très lourdement taxée...

La troisième option consiste à reconnaître que, dans le cas d'espèce, rien ne dit que les parties aient vraiment voulu conclure un prêt, ce qui suppose un acte au contenu flou. Il deviendrait alors nécessaire de qualifier différemment ce contrat. Une doctrine tend à considérer qu'il pourrait s'agir d'un « dépôt rémunéré » : le déposant serait alors la banque et le dépositaire l'emprunteur. Curieuse situation ! La banque rémunérerait le service de dépôt mais les parties se seraient mises d'accord pour que la rémunération de cette prestation soit compensée avec l'obligation de restitution du client, lequel restituerait le dépôt moins la rémunération.

“ Il faut imaginer que, à côté du prêt, il y avait une autre convention offrant un fondement juridique à la somme éventuellement versée par le prêteur à l'emprunteur, par exemple une libéralité consentie par l'un à l'autre et qui porte sur une partie du capital. ”

On voit bien la bizarrerie de cette analyse puisque qu'il n'est évidemment pas dans la nature d'une banque de mettre son argent en dépôt auprès de ses clients, *a fortiori* en les rémunérant : cela n'a pas de sens et n'est éventuellement envisageable qu'entre particuliers, et encore. Pour les prêts bancaires, l'interprétation la plus solide à mon sens est celle d'une clause implicite de plancher à 0 %. Mais un paramètre sera important : l'analyse ne serait évidemment pas la même suivant qu'il s'agit d'un taux négatif d'emblée ou d'un taux variable devenant négatif en cours de route.

Voulez-vous dire qu'un taux négatif sur un prêt bancaire relève de la vente à perte, ou plutôt de la « prestation à perte », ce qui conduirait de facto à l'annulation des paiements d'intérêts par la banque lorsque les taux deviennent négatifs ?

La vente à perte ne s'applique pas à la prestation de services. De plus, il n'est pas sûr que les banques fassent des pertes. Si elles passent en taux négatif vis-à-vis de certains emprunteurs, il est probable que c'est parce qu'elles se refinancent à des coûts encore inférieurs, soit sur le marché soit auprès de la banque centrale et qu'elles font donc une marge ! De plus, il serait nécessaire, pour contraindre la banque au versement des intérêts à l'emprunteur, d'établir le lien entre le taux qu'elle applique sur le prêt et le coût de ses capitaux propres ou son coût de financement sur le marché. C'est d'ailleurs actuellement l'argumentaire qu'essaient de faire valoir des emprunteurs suisses ou frontaliers à des banques suisses sur des prêts en devise et indexés sur le Libor qu'elles leur avaient accordés – le taux sur ces prêts étant devenu négatif.

La notion de prêt dans le Code civil implique-t-elle que tous les contrats financiers sont assortis d'un plancher à 0 % ?

Ça devrait être le cas, du moins pour tout ce que l'on considère comme des prêts *stricto sensu* contrat de prêt. C'est d'ailleurs de là que vient toute la difficulté du travail des juges lorsqu'un taux devient négatif. Il est en effet de leur devoir, comme je vous l'ai dit, de déterminer d'abord si tel ou tel contrat relève d'un code particulier, de déterminer si les parties avaient vraiment contracté un prêt tel qu'il est entendu par le Code civil

ou si elles étaient d'accord pour que le taux d'intérêt puisse jouer dans les deux sens, auquel cas elles auraient conclu une opération différente, soit un prêt assorti d'une libéralité aléatoire, soit un dépôt rémunéré, soit je ne sais quoi d'autre.

Le mystère planant sur la qualification juridique des contrats à taux d'intérêt négatifs fait peser de nombreux risques opérationnels. Un risque est envisageable théoriquement, celui d'une *class action*, c'est-à-dire d'un recours collectif d'un grand nombre de personnes ayant souscrit à un même type de contrat et revendiquant collectivement un droit, par exemple le droit au versement d'un intérêt par la banque suite au passage du taux variable en territoire négatif. Cette initiative pourrait « forcer » la clarification de la question en permettant l'apparition d'une jurisprudence sur la procédure à suivre en cas de taux d'intérêt négatifs. Mais un délai important est à prévoir dans cette hypothèse dès lors que l'affaire irait certainement en appel, puis peut-être en cassation. L'incertitude risque donc de durer...

Ne vous semble-t-il pas urgent dès lors de mettre fin à cette situation de vide juridique ? Surtout si l'on considère que la situation actuelle pourrait durer encore de longues années si l'on entre dans un scénario à la japonaise...

Il est possible de clarifier juridiquement la situation des contrats de prêt avec un taux négatif, soit par convention, soit par la loi. Il semble aujourd'hui improbable que l'on en arrive là, d'autant moins que les banques ne semblent pas demandeuses d'une législation particulière pour les taux négatifs.

Quelle différence y a-t-il en droit anglais ou américain dans le traitement des taux négatifs par rapport à l'analyse que vous venez de faire ?

“ Contrairement au droit français, un contrat de prêt nanti d'un taux négatif me paraît en droit anglo-saxon si ce cas de figure est prévu par les parties. ”

Les taux négatifs ont très certainement des implications bien différentes lorsqu'on se place en droit anglais ou américain. Contrairement au droit français, ces systèmes admettent en effet bien plus qu'en France la liberté contractuelle des parties, et peu de dispositions d'ordre public ou de textes législatifs viennent interférer dans le fonctionnement

des contrats. C'est la volonté des parties qui prime. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les contrats sont souvent beaucoup plus longs : ils cherchent à prévoir tous les cas de figure, toutes les contingences possibles. Les dispositions du contrat sont ensuite appliquées à la lettre par le juge et, lorsque la règle contractuelle écrite n'est pas précise ou complète, le juge peut alors décider avec une assez grande liberté (« en équité »). Un contrat de prêt nanti d'un taux négatif me paraît donc envisageable en droit anglo-saxon si ce cas de figure est prévu par les parties. Mais il s'agit-là d'une remarque générale que je ne suis pas capable de préciser s'agissant du problème particulier des prêts à taux négatifs.

Passons maintenant aux cas de titres financiers plus spécifiques. Il semble qu'aujourd'hui nombre d'obligations comportant un taux d'intérêt négatif soient échangées sur les marchés. Ceci est-il possible juridiquement ?

Comme nous le disions plus tôt, il y a un doute sur la qualification juridique des émissions obligataires. Il s'agit fondamentalement d'opérations de prêt mais qui sont réglementées de façon si spécifique que l'on ne va pas chercher à raisonner par rapport aux recommandations du Code civil. Cependant, sur ce point, à défaut de précision dans le contrat d'émission, le raisonnement général sera probablement celui qui est évoqué plus haut (première option).

Il est nécessaire néanmoins de faire une distinction entre taux d'intérêt négatifs et rendement négatif. Un taux d'intérêt négatif correspond à la situation où le paiement prévu par le contrat a une valeur négative et il devient nécessaire, en théorie, pour le prêteur de rémunérer l'emprunteur. Un rendement négatif est le cas de figure où, dans un titre financier, la valeur actualisée des remboursements et paiements d'intérêts par l'emprunteur est inférieure à la valeur nominale du montant initial prêté. Dans le cas de certaines obligations dites « à taux négatifs », il s'agit en réalité d'obligations assorties d'un coupon nul ou positif mais vendues par les émetteurs sur le marché à un prix plus élevé que la valeur actualisée des remboursements, de sorte que le rendement de l'obligation devient négatif. Dans ce cas de figure, il n'y a pas de problème juridique, car la « négativité » impacte le prix de « vente » des obligations, non l'emprunt obligataire. Le problème se résout par l'augmentation du prix de vente de l'obligation par lequel l'émetteur reçoit le prêt du principal ainsi que le versement d'une prime que le prêteur accepte en quelque sorte de payer.

Qu'en est-il des contrats de swap ? Si une partie échange le paiement d'un taux variable contre le paiement d'un taux fixe et que le taux variable devient négatif, que se passe-t-il ?

Le *swap* n'est pas un contrat de prêt mais un contrat financier à terme. Le contrat stipule l'échange de montants financiers et peut donc *a priori* parfaitement fonctionner en territoire négatif. En revanche, on risque de retomber dans la plupart des cas sur la même problématique que pour les contrats de prêt puisque le contrat de *swap* est une enveloppe faisant référence à des sous-jacents, et c'est la nature juridique de ces sous-jacents qui va commander l'analyse en terme de prêt ou non. Ainsi, lorsque l'échange porte sur les éléments financiers de deux contrats de prêt, on retombe pour chacun des prêts sur le problème du plancher à 0 %.

“ Le *swap* n'est pas un contrat de prêt mais un contrat financier à terme. Le contrat stipule l'échange de montants financiers et peut donc *a priori* parfaitement fonctionner en territoire négatif. ”

Il faut cependant avoir à l'esprit qu'il existe une telle diversité de contrats de *swap* et de conditions que les situations peuvent fortement varier. Tout dépend du montage autour duquel le contrat s'articule.

Ramon Fernandez,

Directeur général adjoint d'Orange, en charge des finances et de la stratégie du groupe

Ramon Fernandez occupait auparavant les fonctions de Directeur du Trésor et de Président de l'Agence France Trésor.

Selon vous, le passage en territoire négatif des taux d'intérêt pratiqués par la Banque centrale européenne (BCE) était-il indispensable pour faire sortir la zone euro de la crise ?

Il faut d'abord acter que ce n'était pas la seule solution puisque, aux États-Unis, les taux de la Federal Reserve (Fed) ne sont jamais passés sous la barre du zéro et que la croissance américaine est aujourd'hui robuste¹⁹. Par ailleurs, la pratique des taux négatifs est loin d'être suffisante pour assurer la reprise en Europe : la BCE réitère constamment le même message enjoignant les gouvernements à profiter du temps que leur donne sa politique monétaire, qui leur assure des taux de refinancement très faibles, pour mettre en œuvre les réformes structurelles nécessaires pour stimuler la croissance.

Pourquoi la BCE a-t-elle eu recours aux taux négatifs alors que la Fed, comme vous l'avez souligné, ne l'a pas fait ?

“ Lorsqu'il n'y a pas de croissance ni d'inflation et que l'on souhaite faire baisser les taux réels à moyen et long terme, il peut être nécessaire d'amener les taux courts nominaux à des niveaux extrêmement bas, voire, aussi bizarre que cela puisse paraître, en dessous de zéro. ”

Le recours aux taux négatifs par la BCE s'explique certainement par l'absence d'autres moyens possibles. Lorsqu'il n'y a pas de croissance ni d'inflation et que l'on souhaite faire baisser les taux réels à moyen et long terme, il peut être nécessaire d'amener les taux courts nominaux à des niveaux extrêmement bas, voire, aussi bizarre que cela puisse paraître, en dessous de zéro. Une banque centrale peut également acheter directement des obligations avec différentes maturités afin d'agir sur la demande et de baisser homothétiquement toute la courbe des taux.

La Fed, la Bank of England et la BCE ont fait le choix d'utiliser un mix de ces deux options, la BCE ayant mis plus de temps à se décider puisque son choix de recourir au *Quantitative Easing* (QE) n'a été annoncé qu'en janvier 2015. L'objectif de ces politiques est de donner le temps aux emprunteurs de réduire leur endettement. Elles concernent principalement les États mais aussi quelques entreprises très endettées. La BCE cherche également à inciter les épargnants à moins privilégier l'épargne sans risque.

¹⁹. Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

L'état de surliquidité qui ressort de cette politique monétaire ne risque-t-il pas de « pousser au crime » les investisseurs et de favoriser ainsi le développement des montages financiers acrobatiques et l'apparition de bulles spéculatives ?

Une politique qui incite tous ceux qui détiennent de l'argent, qu'il s'agisse des épargnants ou des professionnels, à prendre plus de risques s'accompagne fatalement de cet inconvénient... Mais la BCE n'avait pas d'autre choix et la période que nous vivons comporte également des effets très positifs comme l'illustre le développement du marché de l'Euro PP²⁰ qui a permis aux Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI) d'avoir enfin un accès direct au marché : l'Euro PP pesait 16 milliards d'euros à fin septembre 2015, alors qu'il était nul il y a 4 ans. Ainsi, les ETI peuvent, en tout cas les plus grosses d'entre elles, se financer directement sur le marché, alors qu'auparavant tout reposait sur l'intermédiation bancaire.

N'y a-t-il pas un savoureux paradoxe à voir ainsi renforcés chez nous, comme conséquence de la crise, les financements de marché selon un schéma historiquement plus américain qu'européen... alors même que la crise de 2008 est née aux États-Unis ?

La sortie de crise prend beaucoup plus de temps en Europe qu'aux États-Unis, c'est un fait, et cela tient en partie à ce que la transmission de la politique monétaire a été plus efficace outre-Atlantique. Si les États-Unis, à la différence de l'Europe, n'ont pas eu besoin d'avoir recours aux taux d'intérêt négatifs, c'est justement parce que le financement de leurs entreprises se fait à 80 % sur le marché et seulement à 20 % par le canal des banques, ce qui a permis aux entreprises de bénéficier très rapidement des effets favorables de la baisse des taux de la Fed sur leur coût de financement.

“ Si les États-Unis, à la différence de l'Europe, n'ont pas eu besoin d'avoir recours aux taux d'intérêt négatifs, c'est parce que le financement de leurs entreprises se fait à 80 % sur le marché et seulement à 20 % par le canal des banques. ”

C'est aussi la raison pour laquelle la banque centrale américaine a rapidement cherché à agir sur les taux à moyen terme via des politiques quantitatives que nous avons mis plus de temps à adopter. Le cas de l'Europe était tout à fait différent : il a d'abord fallu, chez nous, résoudre la crise bancaire avant de pouvoir envisager la sortie de crise, d'une part parce que les difficultés des banques aggravaient la situation des États quand ils venaient à leur secours – ce qui créait une sorte de cercle vicieux – et, d'autre part, parce

que le financement bancaire, justement, est dominant en Europe. Agir sur les taux à court terme était une priorité pour la BCE parce que cela allégeait le coût de refinancement des banques, maillon essentiel du financement de l'économie sur notre continent.

La différence dans les systèmes de crédits aux États-Unis et en Europe est donc lourde de conséquences pour l'efficacité des politiques monétaires. La prééminence du financement par le marché outre-Atlantique se traduit aussi par un développement beaucoup plus important du marché pour les obligations à long voire à très long terme – certains grands *corporates* empruntent jusqu'à 30 ans aux États-Unis. Dans le secteur des télécoms par exemple, les entreprises américaines comme AT&T empruntent avec des maturités de 15 ans en moyenne alors que cette maturité n'est que de 6 à 7 ans pour les « telco » européennes.

20. Les Euro PP, « *Euro Private Placements* », sont des opérations de financement à moyen et à long terme principalement destinées aux ETI – cotées ou non cotées. Impulsé en 2012, le projet du marché de l'Euro PP français vise à permettre aux ETI de se financer directement sur le marché, avec des maturités allant de 5 à 10 ans, en les mettant en relation avec des investisseurs institutionnels *a priori* désireux de détenir les titres de créances jusqu'à échéance.

C'est vrai, la crise a fait évoluer le financement de l'économie européenne vers un système désintermédié dans de plus grandes proportions, mais cela ne me choque pas, au contraire : on a bien vu au pic des tensions bancaires en Europe qu'il y avait quelque chose de sain à ce que les agents aient de plus grandes facultés de financement de marché. Cela ne veut évidemment pas dire qu'il faille passer à un système 80/20 [80 % du financement assuré par les marchés, 20 % par les banques] comme aux États-Unis ! Cependant, venant de 20/80, un équilibre 50/50 (c'est-à-dire une répartition à peu près symétrique...) constituerait sans doute un progrès pour l'économie européenne, y compris parce que la nécessité, pour les entreprises, de « convaincre » le marché lorsqu'elles émettent, les oblige à une discipline constante.

Des taux d'intérêt durablement nuls ou négatifs comme ceux qui prévalent aujourd'hui sont regardés par certains économistes comme le symptôme d'une économie européenne et/ou mondiale durablement stagnante – c'est la thèse de la stagnation séculaire. Qu'en pensez-vous ?

Je ne parlerais pas de « stagnation séculaire » mais il est peu contestable que la croissance risque, en Europe, d'être durablement en dessous de ce que nous souhaiterions pendant encore plusieurs années. L'une des raisons est que les États sont durablement contraints dans leurs dépenses par le stock de dette existant, ce qui les empêche de stimuler la croissance.

A posteriori, on s'aperçoit en fait que les espoirs de croissance de l'avant crise étaient déraisonnables, et qu'il a fallu réviser à la baisse la « croissance potentielle ». Ce niveau de croissance atteignable en théorie par une économie était jusque récemment, en Europe, calculé à partir de niveaux de croissance observés avant 2008, période où la croissance tenait beaucoup à l'endettement des États européens. Ces niveaux de croissance n'étaient donc atteignables qu'à crédit, si bien que les estimations ont aujourd'hui été significativement revues à la baisse dès lors que les États n'ont plus la même capacité d'emprunt. La croissance potentielle est en réalité un concept devant être lié à la perspective d'une dette soutenable, ce qui est une des difficultés majeures pour les économies européennes aujourd'hui.

“ Il faut s'interroger sur la pertinence des instruments statistiques actuels au regard de l'évolution de l'économie et de la prise en compte des transformations liées à l'émergence de l'économie numérique et collaborative. ”

Il faut aussi s'interroger sur la pertinence des instruments statistiques actuels au regard de l'évolution de l'économie et de la prise en compte des transformations liées à l'émergence de l'économie numérique et collaborative.

On s'éloigne un peu de notre sujet principal mais pensez-vous qu'il soit possible de retrouver malgré tout le chemin d'une plus forte croissance ?

Après une crise aussi importante, beaucoup pensent forcément que la croissance ne reviendra pas, ce qui est une erreur. Historiquement, la croissance provient d'un mix d'innovations et de facteurs démographiques. Du côté de l'innovation, il est certain que les nouvelles technologies ont connu depuis trente ans un développement si rapide que les progrès à envisager dans ce secteur risquent d'être de plus en plus marginaux.

Dans sa description du phénomène de stagnation séculaire, l'économiste Robert J. Gordon prend l'exemple des coûts de transport qui ont diminué de façon exponentielle jusqu'aux années soixante alors que, aujourd'hui, on n'attend plus de grandes innovations dans ce secteur. Les avions ne vont pas plus vite qu'il y a 30 ans... ils vont même moins vite. Mais d'autres secteurs ont pris le relais : d'abord le numérique, et peut être demain l'énergie, par exemple, où il y a beaucoup d'innovations possibles dans le stockage notamment.

Il ne faut pas non plus oublier l'importance des facteurs démographiques. Le différentiel de croissance entre l'Europe et les États-Unis de la fin du xx^e siècle jusqu'à 2007 s'explique ainsi en très grande partie par le dynamisme de la démographie américaine, fruit d'une natalité et d'une immigration l'une et l'autre élevées. Et la France bénéficie justement d'une démographie très tonique, ce qui est un facteur très positif. Il y a donc de l'espace pour le retour de la croissance, même si cela va dépendre des politiques économiques et prendre du temps.

Revenons à la politique monétaire et aux taux nuls voire négatifs. Même si on en comprend le bien-fondé, il est assez troublant de voir ces politiques « hétérodoxes » se prolonger dans le temps... Est-il finalement devenu « orthodoxe » de faire du quantitative easing ? Et si la politique monétaire reste si accommodante alors que l'économie a repris le chemin de la croissance, quels instruments restent-ils aux banques centrales en cas de nouvelle crise ?

“ Aujourd'hui, tous les pays de l'OCDE ont simultanément un problème de surendettement qui, dans un contexte sans inflation, empêche la réduction de l'endettement. Il est donc nécessaire de diminuer « artificiellement » les rendements pour pouvoir gérer la dette. ”

La raison pour laquelle nous sommes toujours dans ce paradigme de liquidités abondantes est que le stock de dette reste trop important. Certes, d'autres pays ont pu dans le passé gérer des crises en utilisant des politiques économiques classiques, « orthodoxes », diriez-vous – c'est par exemple le cas du Canada, de la Suède ou encore de l'Australie. Mais leur succès est fortement lié au fait que leurs crises étaient isolées : le reste du monde n'avait pas les mêmes difficultés.

Aujourd'hui, tous les pays de l'OCDE ont simultanément un problème de surendettement qui, dans un contexte sans inflation, empêche la réduction de l'endettement. Il est donc nécessaire de diminuer « artificiellement » les rendements pour pouvoir gérer la dette. Le problème de l'endettement se résoudra sur des dizaines d'années. La sortie des politiques monétaires « hétérodoxes » n'est donc pas encore à l'ordre du jour, et la remontée des taux d'intérêt se fera de façon très progressive²¹.

Le moment viendra cependant, ce qui nourrit la crainte d'un krach obligataire lequel aurait, en plus de ses inconvénients classiques, celui de mettre à mal les bilans des banques centrales puisqu'ils sont gorgés d'obligations !

C'est à mes yeux un risque très théorique. La valorisation des titres de dette à prix de marché dans le bilan des banques centrales fait que ces dernières n'ont pas intérêt à contribuer à un éventuel krach en vendant leur « papier » et en cassant leurs portefeuilles... Elles ont au contraire tout intérêt à garder les « papiers » jusqu'à leur maturité. Les marchés obligataires risquent certainement d'être « nerveux » au moment de la remontée des taux mais celle-ci est très attendue et anticipée et le scénario d'un krach me semble peu probable. Ajoutons que, d'un point de vue technique, il est aujourd'hui difficile pour les intervenants de spéculer à la baisse dans la mesure où peu de « papier » est en circulation... justement parce qu'une grande partie en est détenue par les banques centrales.

“ Les marchés obligataires risquent certainement d'être « nerveux » au moment de la remontée des taux mais celle-ci est très attendue et anticipée et le scénario d'un krach me semble peu probable. ”

21. Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

Vous présidiez l'Agence France Trésor avant de rejoindre Orange. D'après vous, et en tenant en compte de votre fonction passée, n'y a-t-il pas un risque d'emballement de la dette souveraine des États de la zone euro ? dès lors qu'il leur est si facile d'emprunter, y compris les moins vertueux d'entre eux compte tenu de l'écrasement des spreads...

L'univers de taux très bas fait forcément courir le risque que tous les agents ne modifient pas leurs comportements, conduisant *in fine* à un endettement excessif. Il est néanmoins nécessaire que les grands États très endettés se réforment pour renforcer leur capacité à retrouver de la croissance. L'exemple du Japon qui, ayant assumé un endettement croissant et n'ayant pas entrepris de réformes, stagne depuis maintenant près de 20 ans est riche d'enseignements !

Il est vrai que la Banque du Japon ne dispose pas du même degré d'autonomie que la BCE ou même de la Fed, si bien qu'elle n'est pas en mesure d'exercer une quelconque forme de pression sur le gouvernement pour que celui-ci entame vraiment la réforme. Dans le cas de la zone euro, au contraire, les politiques monétaires accommodantes ont toujours été mises en relation avec la nécessité de mettre en œuvre des réformes (réforme du traité budgétaire en mars 2012, réformes structurelles, réduction du déficit public, etc.) Il en va de même aujourd'hui, la BCE insistant sur la nécessité pour les États de mettre à profit la période actuelle pour accélérer les réformes.

Évoquons maintenant les conséquences des taux bas et négatifs sur la trésorerie des grands groupes, et d'Orange en particulier. La distorsion introduite par les opérations de QE sur le marché pose-t-elle un problème dans la gestion du risque dans votre groupe ?

La situation de taux bas change bien sûr notre politique de placement, mais seulement à la marge. À titre d'exemple, les OPCVM monétaires dans lesquels les entreprises plaçaient traditionnellement leur trésorerie à court terme voient leurs encours diminuer en raison de leurs rendements proches de 0 % voire négatifs ; en revanche les OPCVM avec une maturité plus longue attirent plus d'investisseurs. D'une manière générale, les taux bas poussent les investisseurs à augmenter leur prise de risques (durations plus élevées, signature de moins bonne qualité). Nous avons fait le choix d'allonger les maturités sans augmenter le risque crédit. Mais, dans le même temps, l'abondance de la liquidité limite l'impact de ces changements dès lors qu'il n'est aujourd'hui pas nécessaire de détenir des encours de précaution aussi importants que par le passé, cela même si Orange conserve dans ce domaine une politique très prudente.

“ La baisse des taux a été homothétique et la baisse des intérêts sur l'argent que nous plaçons est compensée par une baisse de nos coûts d'emprunt. ”

Il faut souligner que ce qui importe dans la gestion des actifs du groupe est moins le niveau des taux que la différence entre les taux courts et les taux longs. Contrairement aux banques qui font de la transformation de court terme en long terme, nous empruntons, nous, à moyen et long terme et « prêtons » (au sens du placement de notre trésorerie) à court terme. Les taux négatifs ne changent donc pas grand chose à notre gestion de trésorerie : s'il est possible d'emprunter à 0 % et de prêter à - 1 %, le taux de marge n'est pas affecté par rapport à une situation où nous emprunterions à 1 % et prêterions à 0 %. La baisse des taux a été homothétique et la baisse des intérêts sur l'argent que nous plaçons est compensée par une baisse de nos coûts d'emprunt. Concernant nos dépôts à vue, ceux-ci sont rémunérés à taux zéro et ne sont pas encore affectés par une rémunération négative.

“ Certains ont mis quelque temps à accepter de travailler en taux négatifs – pensant que ceux-ci n’allaient pas durer – mais, petit à petit, les comportements s’adaptent sans problèmes majeurs. ”

Certes, les taux négatifs sont un frein psychologique pour beaucoup d’acteurs. Certains ont d’ailleurs mis quelque temps à accepter de travailler en taux négatifs – pensant que ceux-ci n’allaient pas durer – mais, petit à petit, les comportements s’adaptent sans problèmes majeurs. Les anticipations sur les taux restent d’ailleurs baissières, ce qui montre

que les investisseurs reconnaissent désormais bel et bien la réalité des taux négatifs.

La vocation de la politique monétaire est de « dégeler » les comportements. La situation favorise-t-elle chez Orange une forme d’audace dans l’investissement et la réalisation de projets ?

La politique d’investissement de notre groupe n’est pas impactée par la politique monétaire puisqu’elle est déterminée par des enjeux d’ordre beaucoup plus opérationnel. L’accélération de nos investissements au cours des mois et années les plus récents répond ainsi avant tout à des objectifs industriels pour le groupe.

Aujourd’hui, nous travaillons par exemple chez Orange sur le renouvellement des réseaux fixes ou sur le développement du très haut débit, la 4G et la fibre, qui auraient été engagés même si les conditions monétaires n’avaient pas été les mêmes. La situation est très différente pour certains de nos concurrents, en particulier les câblo-opérateurs, qui ont, eux, des ratios d’endettement beaucoup plus élevés et sont, dès lors, beaucoup plus dépendants du taux d’intérêt auquel ils peuvent emprunter.

Il est vrai cependant que la situation actuelle, même si elle ne détermine pas notre stratégie, rend plus aisé le financement de nos plans d’investissements ou de nos opérations de fusion-acquisition. Par exemple, dans le cas de la levée de fonds pour l’achat de Jazztel en Espagne (3,5 milliards d’euros d’*equity*), la situation de liquidités abondantes nous a permis d’émettre à l’automne 2014 des titres hybrides dans de très bonnes conditions et a facilité l’achat, même si cela n’a en aucun cas gouverné la décision initiale.

À vous entendre, on a le sentiment que la politique monétaire très hétérodoxe conduite actuellement ne change en fait pas grand chose pour vous, ni d’ailleurs pour les autres grandes entreprises... Est-ce que cela revient à dire qu’elle est inutile ?

L’économie réelle est en réalité assez peu directement « alimentée » par la politique monétaire. Les réserves excédentaires à la BCE représentent aujourd’hui 520 milliards d’euros, soit une augmentation de 300 milliards depuis le début des rachats d’actifs par la BCE, ce qui est énorme²². Mais seulement un tout petit pourcentage des liquidités injectées entre effectivement dans l’économie réelle et les banques centrales en sont d’ailleurs tout à fait conscientes.

Cela ne veut pas dire que les politiques monétaires ne sont pas efficaces ! Nous ne pouvons pas savoir dans quelle situation nous nous trouverions si elles n’avaient pas été mises en œuvre... Ces politiques ont permis d’éteindre l’incendie pendant la crise et apportent aujourd’hui une aide considérable aux États, notamment à ceux qui ont été les plus mis en difficulté (Espagne, Italie, Irlande, etc.). Dans le cas de la France, quelle aurait pu être notre politique budgétaire si nous n’avions pas économisé en moyenne 40 milliards d’euros sur le service de la dette grâce à la baisse des taux ?

La baisse de l’euro provoquée par la politique monétaire permet aussi à l’économie de la zone euro de renforcer sa compétitivité et donc de soutenir la croissance.

22. Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

Il faut cependant remarquer que les pays dans lesquels la politique monétaire s'est accompagnée des meilleurs résultats sont les pays qui ont également mis en place des réformes structurelles.

Stéphane Richard, le PDG d'Orange, a annoncé durant l'été 2015 son projet de développer des activités bancaires pour le groupe à l'horizon 2016. Lorsque l'on observe l'écrasement des marges dans le secteur bancaire sous l'effet de la politique monétaire de la BCE, n'est-il pas risqué de vouloir développer des activités dans ce secteur ?

Tout d'abord, nous ne prenons pas cette initiative seuls mais avec un acteur bancaire. Ce projet a pour objectif de développer une nouvelle activité qui viendra renforcer le cœur de métier historique du groupe et apporter une réponse à une vraie demande, en s'appuyant sur le réseau et la force de la marque Orange. Nous sommes bien sûr extrêmement attentifs à l'environnement réglementaire, prudentiel et à la concurrence exacerbée qui règne entre les acteurs bancaires aujourd'hui. Dans la mesure où les banques ont de plus en plus recours au numérique, et considérant qu'Orange est « digital de naissance », nous avons des ambitions légitimes mais aussi réalistes sur ce marché.

“ Les pays dans lesquels la politique monétaire s'est accompagnée des meilleurs résultats sont les pays qui ont également mis en place des réformes structurelles. ”

Marc Fiorentino,

Dirigeant fondateur d'Euroland Corporate

Spécialiste des marchés financiers, Marc Fiorentino est le dirigeant fondateur d'Euroland Corporate, société de conseil financier aux PME et ETI. Il est l'auteur de nombreux ouvrages financiers et est par ailleurs chroniqueur sur BFM Business et dans Challenges.

Comment les traders et opérateurs de marchés s'adaptent-ils aux taux négatifs, qui sont pour eux une nouveauté ?

Les marchés ont en fait déjà connu quelques cas, rares il est vrai, de taux d'intérêt nominaux négatifs. Presque chaque fois, il s'agissait d'épisodes d'envolées spéculatives d'une monnaie, les taux négatifs visant à infléchir, en pénalisant la détention de la devise en question, le comportement de traders spéculant sur son appréciation en l'achetant à terme. Ainsi, en 1979, les taux au jour le jour ont été fixés en dessous de zéro par la Banque nationale suisse qui voulait enrayer la hausse du franc. Il y a donc des précédents, mais rien de comparable, en ampleur, à ce que nous connaissons aujourd'hui ! Mais, aujourd'hui comme hier, les marchés s'adaptent très bien : tout se passe en fait exactement comme d'habitude...

Qu'est-ce que cela change pour les techniques de trading ? Échange-t-on de la même manière un titre avec un taux négatif ?

Sur le plan technique comme sur le plan psychologique, cela ne change rien : le fait qu'un taux soit positif ou négatif n'a aucune importance pour un trader spécialiste des marchés obligataires et monétaires. Il faut d'abord

“ Le fait qu'un taux soit positif ou négatif n'a aucune importance pour un trader spécialiste des marchés obligataires et monétaires. ”

savoir qu'un trader de taux traite des prix (par exemple, il vend un papier « à 103,25 » et il l'achète « à 102,75 ») et non des taux. À la limite, il pourrait tout à fait faire son travail en ignorant le rendement du titre qu'il vend et qu'il achète... Par ailleurs, on ne s'intéresse pas beaucoup, dans une salle de marchés, aux prix instantanés mais aux variations de prix possibles. De ce fait, la rémunération offerte à un instant t, a

fortiori le fait qu'elle soit positive ou négative, n'a pas de conséquence sur la « désirabilité » de tel ou tel titre : acheter un papier nanti d'un taux de - 0,2 % peut être une bonne opération si l'on pense que les taux vont encore baisser car, alors, il s'appréciera. Et cela est également vrai que le taux en vigueur soit de - 0,2 %, ou de + 0,5 %.

Ce qui, en revanche, a pu être problématique ici ou là, ce sont les systèmes informatiques et les logiciels utilisés par les traders : souvent, ils n'étaient pas programmés pour gérer des transactions de titres portant un taux négatif. Mais, presque partout, une fois l'informatique réajustée si nécessaire, tout s'est passé normalement.

Quels problèmes pose l'environnement de taux bas pour les stratégies d'investissement sur les marchés financiers ?

Il s'agit là d'un problème crucial et qui n'est d'ailleurs pas propre aux taux négatifs, mais plus généralement à l'environnement de taux très bas. La grande difficulté est aujourd'hui pour un professionnel de trouver des investissements permettant d'offrir un rendement suffisant à ses clients. Et, bien sûr, la difficulté croît au fur et à mesure que les taux baissent. On assiste à ce titre, depuis la mi-2014, à une course panique au rendement. Le taux d'intérêt de court terme et sans risque étant aujourd'hui fortement négatif, par définition, tout ce qui est positif présente désormais un risque, risque de maturité ou risque de contrepartie. Mais certains intermédiaires et institutionnels, par exemple les assureurs qui servent sur leurs assurances-vie en fonds euro un taux à 3 %, n'ont pas d'autre choix que d'assumer ce double risque, en tout cas l'un d'entre eux. Dès lors, les papiers vers lesquels ils s'orientaient historiquement paient aujourd'hui seulement 0 %, ou légèrement plus... voire légèrement moins.

L'allongement de la maturité moyenne des portefeuilles, qui consiste à jouer sur la courbe des taux en prenant un risque de durée, est typiquement la stratégie qu'ont adoptée les entreprises dans le placement de leur trésorerie. La deuxième option, l'accroissement du profil de risque, qui consiste à prêter à des entreprises en moins bonne santé financière ou à investir dans des produits moins traditionnels, est celle que choisissent les gérants et les investisseurs professionnels, y compris les assureurs qui – à la différence des banques, que Bâle III a fortement contraintes – ont conservé une assez grande latitude malgré le durcissement des règles prudentielles avec Solvabilité II. On voit ainsi actuellement les compagnies d'assurances se tourner vers le prêt

aux entreprises moyennes, ETI et même grosses PME, voire, encore plus surprenant compte tenu de leur désengagement massif de ce secteur au cours des deux décennies passées, vers l'immobilier. Mais il n'y a pas d'autre moyen pour eux d'obtenir du rendement.

“ Les taux négatifs ont totalement « anesthésié » la perception du risque, ce qui est très dangereux. Cela s'observe particulièrement bien sur le marché des high yield – les obligations d'entreprises à risque. ”

Là est précisément ma principale inquiétude par rapport au contexte très particulier que nous vivons aujourd'hui : les taux négatifs ont totalement « anesthésié » la perception du risque, ce qui est très dangereux. Cela s'observe particulièrement

bien sur le marché des *high yield* – les obligations d'entreprises à risque – où l'on a assisté en quelques mois à un effondrement des rendements : les investisseurs se précipitent sur ce marché et prêtent à des entreprises au profil financier tendu à peu près comme s'ils prêtaient à des grandes entreprises de premier rang.

Pensez-vous que cette course au rendement puisse conduire à la formation de bulles spéculatives ?

C'est déjà le cas. Les bulles qui s'étaient formées ont explosé les unes après les autres, mais il en reste encore quelques unes... On a eu récemment l'éclatement de la bulle sur les émergents, celle sur la Chine – tout cela venait de l'afflux de capitaux extérieurs –, mais aussi de la bulle sur les matières premières ou sur les biotechnologies.

Certaines de ces bulles datent bien évidemment d'avant la baisse des taux, mais l'écrasement des rendements fait qu'aujourd'hui tout le monde va sur les mêmes valeurs, ce qui favorise des bulles, qui éclatent ensuite ou éclateront fatalement un jour. La surabondance de liquidités que nous connaissons augmente évidemment le risque de bulles d'actifs.

L'environnement de taux bas, et plus particulièrement le passage en taux négatifs, aide-t-il au financement des entreprises ?

Oui, cela s'est vraiment fait ressentir. Le scandale il y a un an ou un an et demi était que, malgré une politique très accommodante de la BCE, l'argent n'arrivait toujours pas vraiment aux entreprises. La liquidité était là, mais elle n'alimentait pas l'économie. Aujourd'hui, on est honnêtement dans la situation inverse : il n'y a pas assez de demande de crédit. Les taux négatifs ont sans doute permis un déclic : la liquidité ne dérive plus intégralement ou presque, comme auparavant, vers les marchés financiers, elle est effectivement recyclée dans l'économie réelle par les banques, y compris vers les entreprises de taille moyenne. Il y a des fonds de placement pour le prêt aux PME, des fonds d'assurance investis dans le crédit aux PME. Trouver 20 ou

“ Trouver 20 ou 50 millions de crédit, aujourd'hui, pour une belle entreprise en croissance, n'est pas un problème – et je n'aurais certainement pas dit cela début 2014. ”

50 millions de crédit, aujourd'hui, pour une belle entreprise en croissance, n'est pas un problème – et je n'aurais certainement pas dit cela début 2014. Cela ne tient pas à la vertu de prêteurs convertis à la cause des PME, c'est simplement, pour eux, dans un contexte où l'alternative est bien souvent de placer son argent à la banque centrale en payant 30 centimes de taux négatifs, la seule possibilité d'obtenir des rendements positifs.

Il faut cependant être conscient que toutes les PME et ETI n'en bénéficient pas également : le marché est aujourd'hui très segmenté. Les entreprises jugées « éligibles », en bonne santé et avec un bon profil de risque, voient les prêteurs affluer et peuvent emprunter presque sans limite. Mais cela ne concerne que les plus solides. Les bailleurs de fonds arrêtent leur décision à partir de critères comme l'historique de rentabilité, la visibilité et la pérennité du revenu, ce qui est rationnel, mais ils suivent aussi dans une certaine mesure l'« humeur du marché » : une entreprise est considérée comme en bonne santé tant que... tout le monde pense qu'elle l'est. Les prêteurs sont grégaires ! Les autres entreprises, plus fragiles ou du moins perçues comme telles, elles, ont beaucoup plus de difficultés pour trouver des financements car les prêteurs n'osent pas s'aventurer. Les taux auxquels elles empruntent, quand elles y parviennent, restent élevés et sont peu impactés par les taux négatifs pratiqués par la BCE et auxquels les bonnes signatures corporate ont elles-mêmes accès aujourd'hui.

“ Il est possible que le retour à la normale se fasse par un réajustement soudain de la valeur des actifs, par exemple par un krach de 30 à 40 % des marchés boursiers : la « liquidité excédentaire » s'évaporerait alors instantanément ! ”

Cette segmentation du marché pose des problèmes. Le plus souvent en effet, les entreprises avec un bon profil de risque n'ont, en réalité, pas de besoin de financement, parce que leur structure de bilan est saine mais aussi parce qu'elles n'ont pas la volonté d'investir. Elles n'expriment donc quasiment pas de demande de crédit, alors que les entreprises en moins bonne santé qui voudraient emprunter et lancer des projets demeurent, elles, en mal de financement. L'offre va là où il n'y a pas de demande et, là où il y a de la demande, il n'y a pas d'offre...

Dans cette situation de « saturation » de la demande de crédit, comment est-il possible d'imaginer que l'excès de liquidité se résorbe un jour ?

À mon sens, la banque centrale peut continuer à abaisser ses taux et à offrir de la liquidité, mais ça ne veut pas dire que les gens viendront la chercher. Le reflux de la liquidité peut se faire naturellement par une

demande des banques qui va régresser en raison d'un manque de demande finale. Les agents ne viendront plus chercher l'argent au robinet de la banque centrale, si bien que l'excès de liquidité se résorbera progressivement.

Symétriquement, il est également possible que le retour à la normale se fasse par un réajustement soudain de la valeur des actifs, par exemple par un krach de 30 à 40 % des marchés boursiers : la « liquidité excédentaire » s'évaporerait alors instantanément ! Tout dépend en fait de la vision du monde que l'on a. Certains pensent que les valorisations boursières ne sont pas très hautes par rapport au niveau d'avant-crise et qu'il y a peu de risque de krach parce que les marchés ne sont objectivement pas très chers... C'est un bon raisonnement si l'on pense que, la crise s'estompant, on va peu à peu revenir à un régime de croissance assez robuste. Mais on peut aussi penser qu'on a, en quelque sorte, changé de monde et que nous ne renouons pas avant longtemps avec les croissances des années d'avant-crise. Il y a objectivement des symptômes d'un tel basculement.

Quand on regarde les évolutions de chiffres d'affaires des entreprises, on s'aperçoit ainsi que, dans bien des cas, ils sont en train de baisser – ce qui était peu concevable avant la crise, en tout cas durablement et pour un si grand nombre d'entreprises. Comme on ne peut plus vraiment réduire les coûts davantage que ce qui avait été fait, les profits ne peuvent guère s'accroître... Si l'on retient cette lecture, on voit mal comment les valorisations boursières pourraient augmenter.

Il y a en fait de bonnes raisons de croire qu'on est entré dans un monde à croissance molle avec un risque sérieux de spirale déflationniste. Dans cette vision là, les valorisations en bourse ne sont pas anormalement basses.

Pensez-vous que, dans ce contexte, on risque de rester dans cette situation de « trappe à liquidité » sans retour de l'investissement ?

Les agents manifestent déjà collectivement des comportements déflationnistes, c'est évident, et la tendance est extrêmement lourde. Leur perception des perspectives de l'économie n'est pas très positive, si bien que même les entreprises les mieux portantes limitent leur prise de risque et n'investissent pas. Il est envisageable que l'on reste dans cette situation de façon durable.

En fait, soit les entreprises ont de la liquidité à ne plus savoir en faire mais elles ne la mobilisent pas pour investir, soit elles en manquent cruellement et sont déjà presque mortes... Il est symptomatique que les fonds de retournement soient aujourd'hui assez désœuvrés. Leur vocation, comme on sait, est de racheter des

“ En fait, soit les entreprises ont de la liquidité à ne plus savoir en faire mais elles ne la mobilisent pas pour investir, soit elles en manquent cruellement et sont déjà presque mortes... ”

entreprises viables mais en difficulté, de réduire les coûts et de redresser l'activité avant de revendre. Le problème pour eux est que, aujourd'hui, les sociétés qui manquent de rentabilité sont en difficulté à cause d'une baisse du chiffre d'affaires et pas d'une structure de coûts mal maîtrisée. Elles ont tout bêtement un problème de *business model* et de viabilité devant lequel les fonds de retournement ne peuvent rien. Il ne reste en fait pratiquement plus d'entreprises dotées

d'un vrai fonds de commerce mais mal gérées ou en mal de financement : huit ans de crise ont conduit les plus faibles à la disparition, tandis que celles qui ont survécu se sont musclées, elles ont optimisé leur structure de coût.

La trésorerie des PME est d'ailleurs dans une position historiquement haute et les entreprises conservent délibérément une liquidité abondante, même très faiblement ou non rémunérée, par exemple sur des comptes à vue ou, au mieux, sur des fonds monétaires qui rémunèrent parfois marginalement au-dessus de 0 %.

On est entré je pense dans une situation où, pour des raisons qui combinent démographie et technologie, les forces déflationnistes sont tellement puissantes que, malgré la masse de liquidités injectées par la banque centrale, on n'arrive pas à créer de demande ni d'inflation.

Pensez-vous que les problèmes économiques actuels pointent vers quelque chose de plus fondamental dans l'évolution du système capitaliste ?

Il est frappant que nos difficultés ne puissent pas être imputées, comme c'est généralement le cas, à un élément particulier – comme par exemple une crise des matières premières, ou l'éclatement d'une bulle – mais à une myriade d'éléments dont la combinaison pèse très fortement sur les perspectives de remontée de l'inflation. La crise n'est visiblement pas conjoncturelle, elle pointe vers quelque chose de plus profond concernant notre économie. Le comportement des agents s'est modifié durablement : on vit différemment, on consomme différemment et on possède différemment, voire on ne possède plus. Cela suggère une rupture majeure du capitalisme !

“ Le comportement des agents s'est modifié durablement : on vit différemment, on consomme différemment et on possède différemment, voire on ne possède plus. Cela suggère une rupture majeure du capitalisme ! ”

Les notions de propriété et de marge, qui sont au cœur du système capitaliste, se sont aujourd'hui transformées, affaiblies, si bien que notre économie est peu à peu en train de se vider de son essence capitalistique. On n'imaginait pas il y a encore quelques années que l'« économie du partage » puisse prendre une place significative : elle était alors réservée à une poignée de doux rêveurs, sympathiques mais marginaux par rapport à la somme de l'économie. Ce à quoi nous assistons aujourd'hui, avec le développement des services gratuits et des plateformes d'échange ou de mises en commun de biens, est tout à fait différent. Je crois que la gratuité, la comparabilité instantanée rendue possible par internet ainsi que la fin de la propriété comme fondement de la jouissance matérielle sont bien plus que des comportements temporairement déflationnistes, ce sont les cancers du capitalisme ! Oui, cette économie « alternative » produit quelques géants qui deviennent des acteurs majeurs du capitalisme, mais, d'une part, leur valorisation elle-même est douteuse dès lors qu'on veut bien regarder de plus près, selon les cas, le nombre d'utilisateurs ou les profits effectivement réalisés et, d'autre part, leur mode de fonctionnement est dérogoratoire des principes de base du capitalisme, en particulier de l'objectif d'accumulation de capital.

J'ajoute que les comportements ont également changé du côté du marché du travail où le recours croissant à l'emploi « *on demand* » n'est plus un phénomène marginal. Cela impacte les rapports sociaux au sein des entreprises, les politiques de rémunération mais aussi le financement de la protection sociale. Peut-être vit-on la fin du salariat – ce qui introduit également un biais déflationniste.

Dans un tel contexte, des taux négatifs ne me semblent pas aberrants.

La seule chose qui me choque, c'est que les États – en tout cas certains d'entre eux – ne mettent pas à profit cette période de taux extrêmement faibles pour procéder aux réformes de structure qui, seules, peuvent nous

permettre de renouer avec un potentiel de croissance supérieur, y compris dans le contexte déprimé que nous connaissons. Cette paresse nourrit d'ailleurs elle-même les comportements déflationnistes : les ménages préfèrent épargner car ils savent bien que les déficits et les blocages sont prometteurs d'impôts en plus et de prestations en moins pour demain.

“ Les ménages préfèrent épargner car ils savent bien que les déficits et les blocages sont prometteurs d'impôts en plus et de prestations en moins pour demain. ”

Hervé Hannoun,

ancien Directeur général adjoint de la Banque des règlements internationaux

Hervé Hannoun a été Directeur général adjoint de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) de janvier 2006 à octobre 2015. Auparavant, il a notamment été second puis premier sous-Gouverneur de la Banque de France et Président du comité des relations internationales du système européen des banques centrales. Il a également été Directeur de cabinet de Pierre Bérégovoy successivement au ministère de l'Économie et des Finances puis à Matignon.

Il exprime ici bien évidemment ses vues personnelles et non celles des institutions pour lesquelles il a travaillé.

Les taux d'intérêt négatifs sont-ils fondamentalement différents des taux d'intérêt bas ? Existe-il des effets pervers propres aux taux négatifs ?

Les épisodes de taux d'intérêt réels négatifs n'ont pas été rares dans l'histoire économique. Chacun accepte l'idée que la politique monétaire varie en fonction de la situation économique. Ce qui est sans précédent, c'est l'apparition, seulement en Europe continentale, de taux d'intérêt *nominaux* négatifs. C'est une anomalie fondamentale. Près de deux trillions d'euros de titres souverains ont actuellement des taux nominaux négatifs. Cette anomalie ne résulte pas du jeu spontané des mécanismes de l'économie de marché, mais de l'intervention des banques centrales de cette région du monde. Pour amener les taux nominaux à être négatifs, souvent dans le but de déprécier le taux de change ou d'empêcher son appréciation, ces banques centrales ont recours à la combinaison de trois éléments : des achats massifs de titres de dette publique (*quantitative easing*), la fixation d'un des taux directeurs (le taux de la facilité de dépôt) à un niveau négatif et l'annonce que la politique ultra-accommodante durera pendant une période donnée durant laquelle la Banque centrale est prête à se lier les mains (*forward guidance*).

“ Avec des taux nominaux virant de zéro au négatif, l'épargne est ostensiblement « punie », comme si elle n'était plus considérée comme une condition de l'investissement. ”

Il y a à l'évidence une grande proximité entre la situation de taux nominaux positifs mais proches de zéro et la situation de taux nominaux modérément négatifs. Mais l'anomalie propre aux taux nominaux négatifs tient à plusieurs éléments : l'investisseur sait d'emblée qu'à l'échéance il ne récupérera pas sa mise de fonds ; la prime de terme négative veut dire que l'investisseur n'est pas rémunéré pour le risque de taux d'intérêt qu'il prend ; les gouvernements sont

récompensés lorsqu'ils s'endettent – au lieu de payer un intérêt, ils reçoivent une rémunération pour emprunter – ; enfin le taux négatif, comme le taux positif proche de zéro, équivaut à imposer une taxe sur l'épargne et une subvention à l'accumulation de dettes, au risque de favoriser les « Ponzi borrowers » décrits par Hyman

Minsky dans son hypothèse d'instabilité financière²³. Avec des taux nominaux virant de zéro au négatif, l'épargne est ostensiblement « punie », comme si elle n'était plus considérée comme une condition de l'investissement.

Vous avez semblé, au moins dans deux discours prononcés à Riga et à Séoul, assez critique de ces politiques... L'environnement macroéconomique très déprimé que nous connaissons en zone euro ne plaide-t-il pas, malgré leurs inconvénients, en faveur de leur utilisation ?

La balance des effets positifs et négatifs des politiques monétaires non-conventionnelles sur la croissance n'a pas encore, me semble-t-il, été étudiée de façon exhaustive.

Du côté négatif de la balance, je mentionne les éléments suivants :

- La distorsion des prix d'actifs par le *Quantitative Easing* (QE) est un élément d'instabilité financière qui pourrait ne pas être favorable à la croissance de l'économie : après le « boom » de la stimulation des prix d'actifs vient le « bust » lorsque le stimulus est retiré. Lorsque le marché mondial des capitaux est suspendu aux décisions des grandes banques centrales au point de reléguer au second plan l'analyse des données économiques fondamentales, cela révèle que les banques centrales sont devenues à leurs yeux un acteur direct du processus de fixation des prix d'actifs et des valeurs de marché. L'impact supposé du QE pour doper des prix d'actifs devient un point de fixation des marchés, qui y attachent une importance disproportionnée. Cette dérive du fonctionnement du marché, où les mauvaises nouvelles deviennent de bonnes nouvelles parce qu'elles portent la promesse de toujours plus de stimulus monétaire de la banque centrale, doit être corrigée. Il paraît évident que l'intégrité nécessaire du marché mondial des capitaux, si difficile à assurer compte tenu de sa prédisposition aux excès, pourra être plus facilement restaurée lorsque l'on sortira du QE et des politiques non-conventionnelles, qui altèrent la mesure des risques financiers.
- Les politiques monétaires non-conventionnelles créent une euphorie de court terme sur les marchés financiers mais sans que la sortie de ces politiques soit prise en compte *ex ante* dans la balance des risques. Comment sort-on d'une longue période de 7 ans où l'action des banques centrales a agi puissamment dans le sens de la compression des taux d'intérêt, primes de terme, primes de risque et spreads ? Comment sort-on d'une longue période de soutien des prix d'actifs, en particulier ceux des obligations gouvernementales des grands pays avancés ? Il y a toujours eu consensus sur le caractère temporaire des politiques non-conventionnelles. Mais, à l'approche du début de la normalisation, la crainte de la réalisation du risque de taux d'intérêt colossal qui a été accumulé sur une aussi longue période de stimulus monétaire et les « colères de marché » suscitées par la simple perspective de cette normalisation créent des doutes sérieux sur les effets positifs à long terme de ces expérimentations monétaires en termes de croissance économique.
- L'affirmation répétée d'un risque de déflation, qui est la justification présentée des mesures non-conventionnelles, crée un climat peu propice à la restauration de la confiance dans la zone euro alors même qu'une reprise s'y est heureusement dessinée et qu'une spirale déflationniste y est hautement improbable.

“ La balance des effets positifs et négatifs des politiques monétaires non-conventionnelles sur la croissance n'a pas encore été étudiée de façon exhaustive. ”

23. Voir Daniel Gros, « The Eurozone's Minsky Conundrum », *Project Syndicate*, 12 novembre 2015.

- Une communication des banques centrales exprimant une insatisfaction vis-à-vis d'une inflation jugée trop basse peut créer l'incompréhension des consommateurs européens confrontés quotidiennement à des niveaux de prix qu'ils perçoivent comme trop élevés.
- La très forte réduction de la rémunération de l'épargne de la grande masse des gens (ceux qui ne savent pas tirer parti, par des allers-retours spéculatifs, des gains en capital générés par la stimulation des prix d'actifs résultant des taux d'intérêt ultra-bas ou négatifs), la profonde inquiétude que suscite l'écrasement des rendements pour les fonds de pension, les titulaires d'une assurance-vie et les retraités actuels ou futurs, tous ces éléments ont des effets négatifs mal mesurés sur la croissance économique. Fondamentalement, la politique de taux proches de zéro ou négatifs, en favorisant les débiteurs, exprime une préférence implicite pour l'endettement comme moteur de la croissance.

“ La politique de taux proches de zéro ou négatifs, en favorisant les débiteurs, exprime une préférence implicite pour l'endettement comme moteur de la croissance. ”

Du côté positif de la balance, on peut faire valoir un certain nombre de mécanismes opérant de façon favorable au soutien de la reprise économique souhaitée par les banques centrales recourant aux politiques non-conventionnelles :

- Il y a une incitation faite aux banques de prêter plus à l'économie du fait de la taxe que constitue le taux directeur de dépôt négatif (- 0,3 %) imposé sur les réserves excédentaires des banques commerciales à la Banque centrale européenne (BCE)²⁴. Mais, dans la mesure où les banques n'ont pas répercuté cette taxe sur leurs clients, il n'y a probablement pas eu d'effet significatif de stimulation de la demande de crédit par ce canal.
- La contribution positive de taux extrêmement bas ou négatifs à la décision d'investir dans l'économie est logiquement mise en avant. La baisse du coût du crédit découlant des politiques monétaires non-conventionnelles n'est pas contestable, qu'il s'agisse du crédit bancaire ou des financements directs sur les marchés obligataires. Mais nombre d'observateurs ont le sentiment qu'une politique monétaire agressive conduit plus à des prises de risques sur les marchés financiers que dans l'économie réelle, ainsi que l'atteste la faiblesse de l'investissement dans la zone euro. Les résultats sur l'investissement depuis 2012 ne sont en effet pas très concluants, mais on ignore bien sûr ce qu'aurait donné le « contrefactuel » en l'absence des mesures de stimulus monétaire. On peut aussi s'interroger sur les jeux d'effet de levier consistant pour de grandes entreprises non-financières – il est vrai plus aux États-Unis qu'en Europe – à profiter des opportunités d'émettre de la dette obligataire à très bas taux non pour financer des investissements accrus, mais pour racheter leurs propres actions.
- Le canal de l'incitation à la prise de risque et de la réallocation des portefeuilles est un élément puissant conduisant les investisseurs à prendre plus de risques de crédit et de duration pour échapper à l'effondrement des rendements obligataires. Mais cela veut dire aussi que des comportements imprudents dans la gestion de ces risques peuvent être encouragés par les politiques monétaires non-conventionnelles.
- Le canal de la stimulation des prix d'actifs par l'application de taux d'actualisation ultra-bas aux flux de cash-flows futurs est un autre mécanisme qui peut créer un facteur d'euphorie à court terme. Mais, à un moment

24. Cet entretien a été réalisé en décembre 2015.

ou un autre, à plus long terme, il doit y avoir un retour aux valorisations fondamentales des prix d'actifs. L'immobilier résidentiel est une classe d'actifs considérée comme répondant positivement aux baisses de taux transmises par les impulsions des politiques monétaires non-conventionnelles. Mais, du point de vue des ménages, le gain évident tiré de la baisse spectaculaire des taux des prêts hypothécaires peut être annulé par l'inflation des prix de l'immobilier générée par ces politiques.

- Enfin, le canal de la dépréciation du taux de change par un stimulus monétaire différentiel par rapport aux autres banques centrales fait couler beaucoup d'encre. Mais la dévaluation compétitive par le stimulus monétaire (« *competitive easing* ») repose sur l'idée peu réaliste que les autres monnaies ne peuvent pas en faire autant. C'est en réalité un jeu à somme nulle à moyen et long terme.

Au total, un jugement sur la balance des effets positifs et négatifs des politiques monétaires de taux nuls ou négatifs sur la croissance économique en Europe doit faire intervenir la question fondamentale de l'arbitrage ou *trade-off* entre le court terme et le long terme, plus précisément entre le stimulus de court terme et la soutenabilité de long terme. Une croissance économique obtenue à crédit au prix de l'accumulation de dettes et de risques financiers accroît la probabilité d'une crise financière de l'ampleur de celle de 2008 qui « plomberait » ensuite la croissance pour longtemps.

Pourquoi la BCE a-t-elle assumé des taux d'intérêt négatifs alors que la Federal Reserve et la Banque d'Angleterre n'y ont, elles, pas eu recours ?

“ La raison principale à mes yeux pour laquelle la Federal Reserve, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre n'ont pas eu recours à un taux directeur négatif est la réticence à un saut dans l'inconnu. ”

Au-delà des raisons techniques liées à l'articulation entre les achats de titres (QE) et la gestion de la rémunération des réserves excédentaires à la Banque centrale, la raison principale à mes yeux pour laquelle la Federal Reserve (Fed), la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre (BoE) n'ont pas eu recours à un taux directeur négatif est la réticence à un saut dans l'inconnu. La littérature de marché encourage les banques centrales à toutes les innovations imaginables sans

en analyser les effets pervers. Le taux directeur négatif en est un bon exemple. Une des plus surprenantes idées à cet égard est la suggestion que l'on pourrait parfaitement avoir des taux d'intérêt beaucoup plus négatifs encore si la monnaie électronique remplaçait complètement le billet de banque. Il n'y a aucune analyse économique sérieuse sur les conséquences de ce type de propositions.

Comment expliquez-vous qu'il n'y ait pas de retour de l'inflation malgré toutes les liquidités injectées dans l'économie grâce aux politiques non-conventionnelles ? Doit-on conclure à l'échec de l'effet « planche à billet » sur l'inflation ?

Si on regarde le taux d'inflation de la zone euro depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999, on voit que l'objectif d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 %, a été dépassé neuf années sur seize. Ce qui veut dire que la BCE a bien eu une approche à moyen terme et, à juste titre, n'a pas dramatisé cet excès d'inflation par rapport à la cible. L'inflation dans la zone euro a dépassé les 2 % pendant les trois années 2010, 2011 et 2012 sans que personne n'y ait vu un manquement au mandat confié à la BCE. La situation s'est inversée en 2013, 2014 et 2015 avec une inflation nettement inférieure à 2 % et là on a assisté à une rupture de l'approche de moyen terme : le marché a commencé à réclamer une action immédiate de la BCE pour contrecarrer la déviation par rapport aux 2 % par un stimulus monétaire à répétition. Or, pour les deux années 2014 et 2015, il est clair que le choc désinflationniste provient de l'effondrement du prix de l'énergie qui ne peut justifier à

lui seul un stimulus monétaire dans la mesure où, pour une zone économique importatrice de pétrole, cet effondrement est un choc positif pour la croissance.

Il y a donc un changement de régime dans la réaction aux chiffres d'inflation : on est passé, dans le *mainstream* de la littérature de marché, d'une approche à moyen terme (qui est celle de la BCE) à une approche où toute déviation par rapport aux 2 % doit mécaniquement déclencher un stimulus additionnel immédiat, même si la source principale de cette déviation n'est pas l'inflation sous-jacente (l'inflation sous-jacente de la zone euro est assez stable, légèrement en dessous de 1 % sur la période 2013/2015) mais le prix de l'énergie importée.

Si l'injection massive de liquidités n'a pas provoqué une remontée de l'inflation, c'est que l'inflation s'est logée dans des bulles en série sur les prix d'actifs, bulles qui se forment puis éclatent à des moments différents selon les classes d'actifs : les actions, l'immobilier, les matières premières, les obligations souveraines ou encore la dette *corporate*. Pour le moment, l'inflation n'a pas débordé sur les prix des biens et services compte tenu de la situation macroéconomique (sous-utilisation des capacités de production), des évolutions technologiques et de la mondialisation qui pèsent sur les prix, et depuis 18 mois du contrechoc pétrolier. À un moment ou un autre devrait se produire, en l'absence de normalisation des politiques monétaires, une inflation entretenue par l'excès de liquidité.

Un sursaut d'inflation est-il probable aujourd'hui et quels risques cela fait-il peser sur la crédibilité de la BCE si celle-ci ne parvient plus à remplir son mandat de contrôle des prix ?

Chacun reconnaît qu'un dérapage de l'inflation porterait atteinte à la crédibilité des grandes banques centrales. Là où il y a débat actuellement, c'est sur l'affirmation qu'une inflation positive mais nettement inférieure à 2 % poserait aussi un problème de crédibilité. À cet égard, il faut rappeler le mandat de la BCE en matière de stabilité des prix. L'idée que la BCE perdrait de sa crédibilité si l'inflation restait au niveau actuel de l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire autour de 1 %, est à mon avis erronée. Cette idée a fait récemment son apparition dans la littérature de marché comme un élément de la pression pour tenter d'imposer les mesures de stimulus monétaire les plus extrêmes, comme on l'a vu dans l'épisode d'emballement du marché au début de décembre 2015.

En réalité, une inflation sous-jacente de 1 % est parfaitement compatible avec le mandat de la BCE. Tout taux d'inflation annuel compris entre 0 et 2 % respecte l'objectif de stabilité des prix. Et si, en raison de facteurs structurels, tels que la globalisation qui accroît la concurrence extérieure ou des évolutions technologiques qui génèrent des gains de productivité, l'inflation hors énergie s'établissait à 1 %, où serait le problème ? Personne ne prétend aujourd'hui que la Fed ou la BoE auraient un problème de crédibilité du fait que l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni est actuellement faiblement positive (entre 0 et 0,5 %) sur les douze derniers mois connus. Il doit en aller de même pour la BCE.

Une banque centrale, dont la mission est de défendre le pouvoir d'achat de la monnaie, se place à contrepoids lorsqu'elle déclare que « l'inflation est trop basse », surtout si la raison principale en est l'effondrement du prix du pétrole. On a déjà connu en 2009 un épisode d'inflation négative en rythme annuel à l'occasion d'un effondrement du prix du pétrole. Personne à l'époque n'a imaginé de critiquer la BCE pour être en dessous de son objectif d'inflation.

“ Une banque centrale, dont la mission est de défendre le pouvoir d'achat de la monnaie, se place à contrepoids lorsqu'elle déclare que « l'inflation est trop basse », surtout si la raison principale en est l'effondrement du prix du pétrole. ”

Reste l'argument du risque de déflation. Le risque de déflation dans la zone euro a été grossièrement exagéré au printemps 2015 par le FMI, qui s'est risqué à publier une probabilité de 30 % de déflation à l'appui de ses recommandations de politique économique, toujours extrêmement accommodantes depuis 2008. La BCE a fort justement, à l'époque, exprimé des réserves sur ces calculs de probabilité du FMI. Dans des économies où les salaires continuent de progresser (de 1,5 % dans la zone euro selon l'OCDE en 2015), on ne voit pas de signes de spirale déflationniste. Cela n'empêchera probablement pas la littérature de marché, dans sa quête d'arguments pour toujours plus de stimulus monétaire, de continuer à agiter le spectre de la déflation lorsque le prochain indice des prix sera publié en janvier et reflétera la baisse des prix du Brent sous les 40 dollars observée en décembre 2015. Cette littérature passera alors probablement sous silence la quasi-certitude d'une remontée mécanique de l'inflation en février 2016 lorsque sera publié l'indice de janvier 2016 qui verra le très négatif indice des prix de janvier 2015 (-1,6 % sur un seul mois !) sortir du glissement annuel des prix de la zone euro.

La dette publique au sein du G7 atteint en 2015 111 % du PIB dans la zone euro et aux États-Unis, 116 % au Royaume-Uni, 120 % en France, 160 % en Italie et 229 % au Japon. Ces chiffres, extraits des dernières perspectives de l'OCDE, sont calculés en valeur de marché et non en valeur nominale. Ils sont donc alourdis par l'inflation considérable des prix des titres de la dette publique résultant de politiques monétaires extrêmement accommodantes conduites dans les pays du G7. En fin de compte, ce mur de dette publique crée le risque de dominance budgétaire (« *fiscal dominance* ») dans la conduite des politiques monétaires en introduisant un biais chez les décideurs de politique économique en faveur de taux d'intérêt toujours plus bas et d'une inflation plus élevée.

Cette situation, où l'on attend tout de la banque centrale (stabilité financière, reprise de l'activité économique, désendettement des États, etc.), n'est-elle pas risquée au vu de ce qu'est censé être le « rôle normal » d'une banque centrale ?

Il me semble en effet qu'il faut sortir de la « surresponsabilisation » des banques centrales et aussi de l'illusion de l'intervention illimitée des banques centrales sur les marchés obligataires. Lorsqu'une banque centrale annonce qu'elle lance un programme d'achat massif de titres obligataires (QE) et qu'elle le continuera jusqu'à ce que le taux de chômage ou le taux d'inflation atteigne un niveau donné, elle peut créer un profond malentendu avec le public sur ce que le QE peut délivrer. Il n'y a en effet aucun lien autre que de second ordre entre l'achat de titres de la dette et le niveau de l'emploi, du chômage et de l'inflation dans l'économie. En laissant

“ Il faut sortir de la « surresponsabilisation » des banques centrales et aussi de l'illusion de l'intervention illimitée des banques centrales sur les marchés obligataires. ”

la littérature de marché prétendre qu'un tel lien magique existe, on ne peut que créer en fin de compte la désillusion dans le public.

Le message répété de la BCE sur le rôle crucial des réformes structurelles, et sur le fait que la Banque centrale ne peut pas tout, doit être fortement soutenu.

On observe justement que, malgré les injonctions de Mario Draghi, les États de la zone ne se réforment pas tous. Certains observateurs estiment que, d'une certaine manière, les taux négatifs, qui abaissent la dette des États de façon artificielle, donnent de mauvaises incitations concernant leur discipline fiscale.

Comment la BCE peut-elle aujourd'hui sortir de ce dilemme ?

Il y a en effet un dilemme majeur.

Les politiques monétaires actuelles de taux nominaux quasi nuls ou négatifs améliorent la soutenabilité apparente de l'endettement public en réduisant considérablement la charge du service de la dette. Mais ces taux

d'intérêt ultra-bas ou négatifs sont appelés à remonter graduellement à mesure de la normalisation des politiques monétaires.

Les agences de notation, dans leur analyse de la dette publique très élevée de la plupart des pays du G7, ne tiennent pas compte de la réversibilité des conditions actuellement exceptionnellement favorables de refinancement des dettes publiques. Elles ne font que constater que la dette des pays du G7 est « *affordable* » sur la base des taux d'intérêt actuels sans faire une analyse de sensibilité décrivant la manière dont la charge de la dette pourrait augmenter avec la normalisation des politiques monétaires. Ces agences de notation fondent leurs jugements seulement sur les dettes publiques sur PIB exprimées en valeur nominale et non pas sur les statistiques en valeur de marché que j'ai citées précédemment et qui sont plus préoccupantes. Raisonner aussi sur les valeurs de marché, qui font apparaître en « *marked to market* » le gonflement des dettes dû aux taux ultra-bas, serait pourtant une façon plus prudente de décrire la situation très dégradée des finances publiques des pays du G7.

Le premier dilemme des banques centrales vient de ce que, en allégeant massivement les charges liées au service de la dette, elles peuvent inciter les États à ne pas faire l'ajustement budgétaire nécessaire, ou à le différer indéfiniment. Cet effet pervers est présent lorsque les taux d'intérêt sont très bas mais faiblement positifs. Il devient insoutenable lorsque les titres de la dette publique présentent des taux nominaux négatifs, transformant l'endettement public en un « *free lunch* ».

Le second dilemme des banques centrales porte sur les opérations d'achats massifs de titres de la dette des gouvernements (QE). La BCE, la Fed et la BoE ont toujours été très claires sur le fait que les achats de titres gouvernementaux à grande échelle sont des mesures temporaires de politique monétaire encadrées par leur mandat, et non des dispositifs permanents de politique quasi-fiscale. Mais ce n'est à l'évidence pas le point de vue du marché, des milieux académiques et – peut-être – de certains gouvernements qui, pour des raisons diverses, peuvent souhaiter que ces achats de titres gouvernementaux par les banques centrales deviennent routine. Pour certains gouvernements, ce pourrait être un moyen d'échapper à la nécessité de réduire des dettes publiques insoutenables. Pour les marchés, c'est le moyen d'échapper au moment de vérité de la normalisation de la politique monétaire, de la décréue des bilans des grandes banques centrales et de la vérité des prix d'actifs.

“ Les marchés n'ont pas encore compris que les banques centrales respecteront leur mandat. Elles resteront des institutions indépendantes qui jouissent pour cette raison de la confiance du public. ”

On va donc probablement assister à de nouveaux épisodes des « colères de marché » visant à obtenir la perpétuation des mesures monétaires les plus extrêmes et à empêcher la fin de l'ère du QE. Les marchés n'ont, à mon avis, pas encore compris que les banques centrales respecteront leur mandat et ne voudront pas en dévier. Elles ne peuvent en effet pas tomber sous la dominance budgétaire des gouvernements ou la dominance financière des marchés. Elles resteront des institutions indépendantes qui jouissent pour cette raison de la confiance du public.

Cela fait désormais plus de six ans que les premières mesures d'urgence en réponse à la crise ont été mises en place, et Mario Draghi vient d'annoncer le prolongement et l'intensification du QE en zone euro et d'abaisser de nouveau le taux de dépôt de la BCE à - 0,30 %. Est-il possible que ces politiques non-conventionnelles deviennent une nouvelle forme de normalité pour la politique monétaire ?

Les politiques non-conventionnelles ne peuvent pas et ne doivent pas devenir la nouvelle normalité. Toute politique consistant à pérenniser le QE, c'est-à-dire à rendre permanents les achats massifs de titres d'État

par les banques centrales, signifierait la perte de contrôle des finances publiques et, au fond, la monétisation de la dette publique. Plus de 40 % des titres gouvernementaux des États-Unis, du Japon, de la zone euro et du Royaume-Uni sont déjà détenus par les banques centrales²⁵. Le transfert encore plus massif de la dette

“ Les politiques non-conventionnelles ne peuvent pas et ne doivent pas devenir la nouvelle normalité. Les banques centrales devraient ramener leurs bilans respectifs à des niveaux normaux dès que cela sera possible. ”

des gouvernements des pays du G7 sur le bilan des banques centrales de ces pays conduirait à un ébranlement majeur du système, une longue période de désincitation à la discipline budgétaire pouvant provoquer à terme une crise des dettes souveraines dans les pays avancés.

La sortie ordonnée des politiques non-conventionnelles est la seule option sérieuse. Les banques centrales devraient ramener leurs bilans respectifs à des niveaux normaux dès que cela sera possible. Mais la vitesse avec laquelle elles vont se

défaire des actifs acquis depuis 2008 n'est pas connue et les banques centrales entretiennent l'incertitude sur leurs intentions compte tenu de l'hypersensibilité du marché obligataire. La sortie des politiques non-conventionnelles se fera sur un chemin cahoteux. La vente par les banques centrales des obligations gouvernementales acquises au titre du QE devrait réduire les réserves excédentaires des banques commerciales auprès de la banque centrale. La gestion de cette décrue des réserves excédentaires ne sera pas aisée, en particulier aux États-Unis où elles sont très élevées. Mais pour éviter les effets inflationnistes, les banques centrales pourront toujours contrôler le rythme auquel les banques diminuent leurs réserves en relevant les taux d'intérêt qui les rémunèrent. La Fed a introduit en 2008 à cet effet la faculté de rémunérer ces réserves qui représentent encore 2,5 trillions de dollars.

La décision de la Fed de relever son taux directeur principal le 16 décembre pour la première fois depuis neuf ans est un pas très important dans la nécessaire normalisation. Toutefois, la Fed n'a à ce stade engagé aucune réduction de la taille de son bilan de plus de 4,5 trillions de dollars, c'est-à-dire 150 fois son capital. Si, au lieu de réduire graduellement leurs actifs acquis au titre du QE, soit en procédant à des ventes d'obligations, soit en les laissant simplement venir à maturité sans les renouveler, les banques centrales décidaient de réinvestir systématiquement dans de nouvelles obligations d'État quand les titres détenus viennent à échéance, elles risqueraient d'affaiblir la cohérence de leur position sur le caractère temporaire et exceptionnel des mesures de QE, face aux pressions du marché visant à rendre le QE permanent et à en faire une routine.

Selon vous, la régulation macro-prudentielle est-elle en mesure de corriger les risques créés par les politiques monétaires accommodantes ? Plus spécifiquement, certaines menaces s'attachent-elles à la pondération à zéro des risques souverains dans la régulation bancaire européenne et à la faible prise en considération des risques de durée dans les charges de capital ?

Il est vrai que, si l'on prend une vue d'ensemble de ce qui s'est passé depuis 2009, la politique prudentielle (Bâle III) a substantiellement réduit la probabilité d'une nouvelle grande crise financière, mais en sens inverse, les politiques monétaires non-conventionnelles ont accru les risques financiers.

25. Étant précisé que ce pourcentage n'inclut pas seulement les titres détenus par les grandes banques centrales du G7 au titre du *quantitative easing* mais aussi ceux détenus par les banques centrales des pays émergents au titre de la gestion de leurs réserves de change, qui ont eu tendance à se réduire dans la période la plus récente.

De mon point de vue, il est clair que les instruments macro-prudentiels ne sont pas un substitut, mais un complément à la politique monétaire. Les politiques monétaires et macro-prudentielles doivent tirer dans la même direction, non dans des directions opposées. Cela peut être illustré par vos deux exemples :

- Dans un contexte où la mesure du risque souverain dans la zone euro subit une distorsion du fait des interventions au titre du programme d'achats de titres gouvernementaux et des taux négatifs, le retour à un *pricing* normal du risque souverain suppose à la fois la normalisation le moment venu de la politique monétaire et l'élimination dans la réglementation bancaire européenne du « *zero risk weight* » indifférencié – qui dispose que, par convention, le risque souverain est nul dans les pays de l'Union européenne.
- De la même façon, l'exposition massive au risque de taux d'intérêt et de durée résultant du niveau des taux d'intérêt actuels appelle à la fois une réponse de politique monétaire (la normalisation graduelle de la politique monétaire pour réduire cette exposition) et une réponse prudentielle (introduire dans Bâle III une charge en capital pour couvrir le risque de taux d'intérêt dans le *banking book* des banques).

“ Les instruments macro-prudentiels ne sont pas un substitut, mais un complément à la politique monétaire. Les politiques monétaires et macro-prudentielles doivent tirer dans la même direction, non dans des directions opposées. ”

N'y a-t-il pas une contradiction entre les objectifs de la politique monétaire et les effets restrictifs de ratios prudentiels renforcés dans leur exigence ?

À mon avis, non. Seules des banques bien capitalisées sont capables de prêter efficacement à l'économie réelle.

Philippe Heim,

Directeur financier de Société Générale

Philippe Heim est Directeur financier de Société Générale après avoir été en chargé de la stratégie du groupe et banquier conseil. Auparavant, il a notamment occupé les postes de Directeur du Cabinet de Jean-François Copé, Ministre du Budget et Porte-parole du Gouvernement, de Conseiller pour la synthèse budgétaire auprès de Nicolas Sarkozy, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, et de Conseiller technique aux Cabinets de Francis Mer, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

En tant que directeur financier d'une grande banque, quels commentaires vous inspire l'étrangeté de la situation de taux négatifs que nous connaissons actuellement ?

Le grand paradoxe est que cette période d'hyper-liquidité succède immédiatement à une autre période durant laquelle les banques européennes ont connu, en 2010 et 2011, un véritable assèchement de la liquidité. À l'époque, la crise de l'euro et les problèmes de la Grèce ont fait planer dans le monde et aux États-Unis en particulier des doutes, d'ailleurs totalement infondés, sur la solvabilité des banques européennes. Durant l'été 2011, nombre de *money market funds* américains ont cessé d'un coup de renouveler leurs positions entraînant une baisse de la volumétrie de plus de 70 % sur la zone euro, soit plusieurs centaines de milliards de dollars en quelques semaines, ce qui nous a rendu l'accès au financement court terme en dollar extrêmement difficile. La crise a mis en lumière en particulier l'importance de la liquidité pour irriguer le système financier – ce qui a conduit la Banque centrale européenne (BCE) à prêter 1 000 milliards d'euros aux banques en deux mois. Nous avons heureusement pu traverser cette crise grâce aux coussins de liquidité conséquents mis en place à partir de 2009 après le choc de la faillite de Lehman Brothers, et en rassurant le marché par des cessions d'actifs permettant un désendettement au pas de charge. Mais, pour toutes les grandes banques françaises, cette période de tension a été extrêmement pénible.

“ C'est historique, gardons à l'esprit que jamais, dans l'histoire économique mondiale, les taux directeurs et/ou de taux de dépôt n'avaient été négatifs. ”

Il est d'autant plus extraordinaire que, si peu de temps après, nous croulons au contraire aujourd'hui collectivement sous la liquidité. Le paradigme a complètement changé et les taux négatifs sont l'incarnation de ce changement. C'est historique, gardons à l'esprit que jamais, dans l'histoire économique mondiale, les taux directeurs et/ou de taux de

dépôt n'avaient été négatifs. Les motivations de la politique monétaire et de l'adoption de taux directeurs quasi nuls, voir négatifs à - 0,30 % pour le taux de dépôts des banques auprès de la BCE²⁶, sont très claires : ce que souhaite la BCE, c'est inciter les banques de la zone euro à faire travailler leurs actifs en les injectant dans l'économie réelle plutôt que de les immobiliser en les déposant à la BCE. La facilité de dépôt est, de fait punitive, et la liquidité excédentaire coûteuse lorsqu'elle est déposée auprès de l'Eurosystème.

26. Cet entretien a été réalisé au début du mois de décembre 2015.

Ce renversement spectaculaire s'est opéré en l'espace de trois ans seulement ce qui nous a conduits à des changements radicaux dans la gestion de notre trésorerie. Au cours de la crise de 2011, le trésorier s'assurait que la banque avait suffisamment de liquidité pour les 3 à 6 mois à venir, c'était donc une gestion à court terme. Aujourd'hui, sa préoccupation est de gérer au mieux son excédent de liquidité qui couvre les besoins du Groupe de 12 à 24 mois, avec ainsi des problématiques plus complexes en termes de change et de taux d'intérêt. Afin d'optimiser le coût de notre ressource, il est par exemple toujours possible pour une banque globale comme la nôtre de réduire l'impact des taux négatifs sur ses réserves excédentaires (nécessaires pour des raisons réglementaires), en les plaçant dans plusieurs zones monétaires, mais cela requiert une gestion active et très dynamique de la trésorerie.

“ En 2011, le trésorier s'assurait que la banque avait suffisamment de liquidité pour les 3 à 6 mois à venir, c'était donc une gestion à court terme. Aujourd'hui, sa préoccupation est de gérer au mieux son excédent de liquidité. ”

En dehors de cet aspect de gestion de la trésorerie, comment cela impacte-t-il votre activité commerciale et vos relations avec vos clients ?

C'est un peu le monde à l'envers puisque nous sommes dans une situation où nous pourrions être amenés à faire payer nos clients pour prendre leurs dépôts ou bien payer pour les crédits que nous octroyons... Il ne s'agit pas d'une question purement théorique. En effet, les taux directeurs (ou de dépôts en banque centrale) qui sont maintenant négatifs ont entraîné dans leur sillage certains indices financiers (l'Eonia ou l'Euribor par exemple) utilisés comme taux de référence pour les crédits et qui sont donc aussi devenus négatifs. Par consé-

“ Une application stricte de la formule mathématique relative à ces contrats aurait pu nous amener à devoir payer certains emprunteurs, ce qui constitue une situation très singulière par rapport à la lettre et à l'intention des parties. ”

quent, les taux de certains crédits consentis à des grands *corporates*, et même à des particuliers, calculés à partir de ces indices, sont également passés en territoire négatif. Ainsi, une application stricte de la formule mathématique relative à ces contrats aurait pu nous amener à devoir payer ces emprunteurs, ce qui constitue évidemment une situation très singulière, en particulier par rapport à la lettre et à l'intention des parties exprimées dans ces contrats.

Les banques sont-elles vraiment en devoir de rémunérer leurs emprunteurs lorsque le taux sur un contrat de prêt devient négatif ?

Non, un principe général du droit bien établi veut que l'on ne puisse pas percevoir de rémunération pour un crédit qu'on vous a octroyé. Avant d'en arriver au cas extrême et théorique d'une rémunération d'un crédit, l'enjeu pour les banques est la préservation de leur marge afin de pouvoir continuer à financer activement l'économie en accordant des crédits à des conditions acceptables pour la banque. En effet, pour reprendre l'exemple précédent, dans le cas d'un crédit à taux variable (dont le taux calculé avec un indice de référence plus un taux de marge fixe), quand l'indice de référence passe en territoire négatif, cela commence à impacter notre marge.

Qu'en est-il des dépôts bancaires ? Est-il concevable pour une banque de « rémunérer négativement » ses dépôts, y compris ceux des particuliers ?

Là encore, c'est ce à quoi pourrait théoriquement nous conduire le contexte monétaire. Mais pour l'instant nous ne le faisons pas, pour les particuliers ni pour la très grande majorité des entreprises. D'ailleurs, une

grande partie des dépôts sont des dépôts à vue qui historiquement ne sont pas rémunérés, par symétrie, il n'y aurait donc pas lieu de faire payer les déposants. Il nous semble opportun de maintenir une grande stabilité de notre politique commerciale à travers les cycles économiques et d'éviter d'envoyer des messages contradictoires aux apporteurs de dépôts : de manière structurelle, les banques de détail ont besoin des dépôts.

En revanche, les investisseurs institutionnels (États, *hedge funds*, *assets managers*...) sont dès aujourd'hui, comme nous le sommes nous-mêmes, dans la situation de « payer » un intérêt sur leurs dépôts. N'ayant pas accès aux facilités de la BCE pour certains d'entre eux, ces acteurs peuvent même accepter de nous payer sur leurs dépôts un taux supérieur (soit plus négatif) à celui de la facilité de dépôt de la BCE, comme cela se passait dans des conditions normales, suivant un prix de marché, dès lors qu'ils ne peuvent trouver sur le marché des conditions plus intéressantes.

De quelle façon les business models de la banque sont-ils sollicités et quelles sont les conséquences de cette situation pour la gestion actif-passif, notamment dans la banque de détail ?

Un environnement de taux bas ou négatifs, comme celui que nous connaissons aujourd'hui, pose des défis nouveaux, notamment pour les activités de banque de détail. Contrairement à ce que l'on pourrait croire, les banques sont en fait relativement peu impactées s'agissant de leur activité de crédit, car, en général, leur marge est assurée grâce à des financements obtenus sur le marché à des taux plus faibles que ceux accordés aux clients du fait de leur signature. Dans un contexte de baisse des taux, on a même pu constater, dans un premier temps, un effet d'élasticité qui profite provisoirement aux banques le temps que la baisse des taux soit répercutée progressivement sur les clients. Les banques françaises ont ainsi pu préserver leurs marges sur les crédits immobiliers. Le risque vient en revanche d'une part de la demande de renégociation des prêts accordés par le passé, et d'autre part de la perspective d'un effet de ciseau lorsqu'interviendra une remontée des taux. En effet, lorsque les clients particuliers renégocient leur crédit pour bénéficier d'un taux plus avantageux, cela vient impacter notre marge car nous ne pouvons pas ajuster notre financement correspondant. Par ailleurs, l'élasticité joue dans les deux sens, ainsi quand les taux remonteront, il sera difficile pour les banques de répercuter rapidement la hausse des taux à leurs clients. Mais nous n'en sommes pas là car selon le consensus, les taux d'intérêt devraient rester bas pendant une période prolongée.

L'autre difficulté pour nous provient, en fait, du réemploi des dépôts. Dans notre gestion actif-passif, une partie importante des ressources vient traditionnellement de la modélisation qui permet un placement à long terme des dépôts. On considère, sur la base de nos statistiques historiques, qu'une fraction des dépôts à vue est stable avec un grand degré de confiance si bien qu'elle peut être replacée à moyen terme ou à long terme. Or, dans le contexte actuel d'aplatissement de la courbe des taux, les banques retirent moins de profit du placement des dépôts.

“ Dans le contexte actuel d'aplatissement de la courbe des taux, les banques retirent moins de profit du placement des dépôts. ”

Ce phénomène n'a, certes, d'effets que progressifs au fur et à mesure que les nouveaux placements aux taux actuels se substituent, par vagues successives, aux anciens placements mieux rémunérés car aux taux historiques. Il n'empêche, un contexte de faibles taux à long terme impacte chaque année un peu plus nos recettes des dépôts réemployés et la dégradation continuera jusqu'à ce que la courbe de taux se « repentifie ». Un scénario à la japonaise avec une décennie de taux faibles pourrait remettre en cause le *modus operandi* actuel des banques.

Comment vous adaptez-vous ?

Pour combattre la tendance actuelle d'érosion des marges, il est nécessaire pour les banques de détail d'accroître et de renforcer leur expertise afin d'améliorer le service apporté aux clients (qui sont eux-mêmes confrontés à cette situation exceptionnelle de taux bas ou négatifs). Par ailleurs, notre objectif est également de diversifier nos sources de revenus, par exemple en percevant plus de commissions qui représentent près de la moitié des revenus de notre banque commerciale en France. Dans le cas de Société Générale, nous cherchons une plus grande pénétration en matière de banque-assurance et un plus grand développement de la banque privée. Pour l'instant, nous parvenons à compenser les effets conjugués des taux bas sur notre gestion actif-passif grâce à une politique commerciale dynamique : en un mot, nous gagnons des parts de marché et nous développons fortement de nouveaux relais de croissance dans un marché mature mais qui offre encore des opportunités.

“ L'environnement de taux bas que nous connaissons valide le modèle de banque universelle « à la française » : notre résilience est le fruit de la grande diversité de nos clientèles et de nos sources de revenus. ”

On peut observer à cet égard que, d'une manière générale, l'environnement de taux bas que nous connaissons valide le modèle de banque universelle « à la française » : notre résilience est le fruit de la grande diversité de nos clientèles et de nos sources de revenus. Pour limiter les pertes de revenus et les risques, il est plus que jamais nécessaire de développer sur une géographie très large tous les types de clientèles et de distribuer tous les types de produits. Le contexte actuel pénalise d'ailleurs visiblement très forte-

ment les *pure players* de la banque de détail en Europe, je pense à certains établissements italiens ou espagnols ou aux banques nordiques et à certaines britanniques. Par comparaison, les banques universelles bien diversifiées dans leurs activités comme dans leur empreinte internationale, comme Société Générale et les autres grandes banques françaises, souffrent beaucoup moins de l'environnement.

Revenons à présent sur le cas des prêts immobiliers aux particuliers. Vous nous avez indiqué que beaucoup faisaient l'objet de demandes de renégociation. Mais rien ne vous oblige contractuellement à entrer dans cette logique !

Le risque – qui pèse sur tous les établissements – est que, en cas de refus de renégociation de notre part, le client parte à la concurrence. La banque perd alors non seulement sa marge d'intérêt sur le prêt, mais aussi tous les revenus associés aux autres produits bancaires dont le client est équipé. Pour elle, il est souvent préférable d'accepter la renégociation, fût-ce au prix d'une érosion de la marge sur le prêt immobilier, afin de ne pas perdre complètement le client et les revenus associés.

Cette difficulté est néanmoins limitée dans le temps : le nombre de renégociations ralentit naturellement à mesure que les taux d'intérêt se stabilisent. Au cours des deux années passées, en France, entre 20 et 25 % du stock de prêts immobiliers a fait l'objet de renégociation. Nous considérons aujourd'hui que l'essentiel de l'encours concernés, c'est-à-dire les prêts pour lesquels l'écart entre le taux d'intérêt payé et le taux de marché est élevé, a été renégocié et que, dès lors, l'érosion de la marge sur notre portefeuille de prêts va prendre fin.

Rappelons par ailleurs que la France se distingue en Europe par le volume des crédits accordés depuis plusieurs années, qui est resté très dynamique pour les particuliers comme pour les entreprises, et ce à des taux en moyenne plus avantageux pour nos clients.

D'où vient cette spécificité française de marges faibles sur les prêts immobiliers, qui vous expose particulièrement ?

L'attractivité des taux proposés aux clients en comparaison des autres pays européens explique en partie le niveau de marge faible. Cela reflète notamment la très grande faiblesse du coût du risque : en France, sur ce type de prêts, le défaut de l'emprunteur est très improbable – ce qui permet au crédit immobilier de rester un produit rentable malgré une marge nette très serrée. Il y a plusieurs raisons à ce faible coût du risque.

Tout d'abord, nous avons des techniques de *scoring* très performantes qui permettent de sélectionner efficacement les emprunteurs. Ensuite, la pratique n'est pas en France de considérer, pour l'allocation du crédit, la valeur du bien acheté (comme c'est le cas dans la plupart des pays anglo-saxons), mais bien la capacité du ménage emprunteur à rembourser ses mensualités. Enfin, la pratique dominante est chez nous – là encore à la différence de beaucoup d'autres pays – le crédit à taux fixe, si bien que nos clients ne risquent généralement pas d'être surpris par une hausse du coût de leur crédit. Naturellement, cela signifie aussi que le risque de taux éventuel est porté par la banque !

Cette particularité du marché français est pour tous un élément de stabilité et de confort mais elle a aussi une conséquence qui nous distingue vis-à-vis de nos pairs européens : la faiblesse des marges nominales nous empêche de sortir les prêts de notre bilan en les vendant sur le marché. Les investisseurs ne rentrent en effet pas volontiers dans le détail des spécificités de notre marché, ignorant par exemple la faiblesse du coût du risque, et ils observent simplement que nos crédits immobiliers sont nantis de faibles taux nominaux. La titrisation ne nous est donc guère accessible, ce qui alourdit nos bilans par comparaison avec beaucoup de nos concurrents internationaux et confère à notre gestion actif-passif une contrainte supplémentaire.

“ Les investisseurs ne rentrent pas volontiers dans les spécificités de notre marché, ignorant la faiblesse du coût du risque : ils observent que nos crédits immobiliers sont nantis de faibles taux nominaux. La titrisation ne nous est donc guère accessible, ce qui alourdit nos bilans. ”

Taux nuls ou négatifs et injection de liquidités par la BCE conduisent-ils à des mutations du côté de l'épargne des ménages ?

On observe en effet des déformations structurelles sur les marchés avec des modifications du comportement des agents économiques. Cette transformation est difficile à appréhender mais, avec l'érosion des rendements naturels de l'assurance-vie, du livret A et de l'épargne en général, on assiste à un gonflement rapide des dépôts à vue du côté des ménages : on est aujourd'hui moins pénalisé que jamais à conserver son argent sur un compte non-rémunéré. Or, la volatilité de ces dépôts supplémentaires est ambiguë : sont-ils aussi stables que les dépôts classiques, ou au contraire susceptibles de disparaître très rapidement, par exemple en cas de remontée des taux ?

Nous considérons par prudence qu'une partie substantielle est volatile et peut être sujette à des arbitrages très rapides de la part des ménages. En cas de retour de l'inflation, par exemple, les épargnants pourraient décider de réinvestir très rapidement ces dépôts dans des livrets A dont le taux augmenterait. De leur côté, les entreprises ne replacent plus leur trésorerie dans des OPCVM, ce qui se comprend puisque le rendement en est devenu extrêmement faible, voir nul : elles aussi la maintiennent en bien plus grande proportion sur des comptes à vue. Là encore, nous ne pensons pas que ces dépôts « de circonstance » soient très stables dans

le temps. En cas de reprise de l'investissement – une évolution que nous appelons tous de nos vœux –, ces dépôts pourraient ainsi être très rapidement mobilisés au service du financement de nouveaux projets.

L'abondance de liquidités est souvent suspectée de nourrir des phénomènes potentiellement dangereux d'inflation des actifs et de création de bulles. Que constatez-vous ?

“ Il faut garder à l'esprit que les régulateurs ne contrôlent pas la direction que prennent les liquidités créées. ”

C'est un vrai sujet. L'abondance de liquidités est en réalité un phénomène mondial car les politiques de *quantitative easing* et de taux très bas le sont aussi : on les retrouve du Japon aux États-Unis en passant par le Royaume-Uni et bien sûr la zone euro. Certaines classes d'actifs se trouvent ainsi

l'objet de distorsions de prix, avec un risque réel de développement de bulles qui est préoccupant. Il faut garder à l'esprit que les régulateurs ne contrôlent pas la direction que prennent les liquidités créées. On a constaté par exemple dès 2012 un afflux massif de capitaux vers des obligations des pays émergents, on a pu par la suite constater à quel point ces investissements sont volatils.

La volatilité sur les volumes se traduit de plus en plus par une volatilité sur les prix, on observe en effet une forme d'illusion de liquidité sur certains marchés qui souffrent aujourd'hui du retrait de ces teneurs de marché qu'étaient traditionnellement les grandes banques : sous la pression des nouvelles réglementations prudentielles, celles-ci allègent leurs bilans et n'ont plus la capacité de jouer leur rôle historique d'amortisseur. C'est ce qui explique que presque tous les marchés secondaires soient plus ou moins grippés. En comparaison avec la situation avant-crise, vendre un gros portefeuille d'obligations privées ou un bloc d'actions est aujourd'hui plus délicat et les durées d'exécution sont beaucoup plus longues. On observe même des phénomènes dit de *flash crash*, c'est-à-dire de dislocation temporaire de prix faute de contrepartie. Cela a par exemple été le cas en octobre 2014, quand les bons du Trésor américains à 10 ans ont gagné près de 40 points de base en une séance suite à l'annonce de mauvais indicateurs créant ce qu'on appelle un *fly to quality*, c'est-à-dire la recherche d'actifs peu risqués comme les bons du Trésor. Plus récemment, au mois d'août 2015, les craintes sur l'économie chinoise ont engendré des variations massives de prix en quelques jours.

Cette interaction entre une politique monétaire très accommodante et une politique prudentielle, qui a dirigé massivement les banques vers les dettes d'État, a pu participer à la baisse des spreads souverains depuis 4 à 5 ans ?

C'est probable si l'on considère l'effet croisé du LTRO et des nouvelles règles prudentielles issues principalement de Bâle III. On est en fait sorti de la crise de la dette souveraine grâce à ces deux éléments combinés à la politique volontariste de la BCE (« *whatever it takes* » de Draghi en juillet 2012) et plus tard l'impact des rachats d'actif massifs de la BCE.

D'abord, on a accordé beaucoup de liquidité aux banques grâce aux facilités de refinancement du LTRO. Ensuite, en termes prudentiels, les titres de dettes souveraines sont très faiblement pondérés voire à zéro pour les dettes souveraines libellées en devises locales – autrement dit, on considère que la dette des États de la zone euro ne comporte aucun risque pour les banques de la zone euro. Cela a donc conduit les banques périphériques, entre fin 2011 et jusqu'en 2013, à acheter massivement des obligations d'États. Ces deux éléments ont donc joué un rôle indéniable dans le redressement des banques périphériques qui ont pu reconstituer leurs marges et leurs fonds propres, tout en contribuant à faire baisser les *spreads* souverains. Les facilités offertes par la BCE ont donc été déterminantes dans la sortie de la crise de la zone euro. Mais certaines banques ne sont-elles pas allées trop loin ? Le volume de dettes souveraines détenues par les

banques périphériques est devenu tel (supérieur dans certains cas au capital de la banque) que les régulateurs cherchent une solution pour encadrer l'exposition des banques au risque souverain.

L'écrasement des spreads sur la dette ne risque-t-il pas de produire de mauvais signaux s'agissant de la gestion des déficits et de la dette publique par les États ? Il est aujourd'hui tentant pour les États de continuer à s'endetter puisque même les moins vertueux ont un accès au marché facile et peu coûteux...

“ Le volume de dettes souveraines détenues par les banques périphériques est devenu tel (supérieur dans certains cas au capital de la banque) que les régulateurs cherchent une solution pour encadrer l'exposition des banques au risque souverain. ”

C'est vrai. Le risque est qu'au moment du retour de la croissance et de l'inflation, le budget des États soit fortement contraint par l'augmentation des taux sur la dette souveraine. Cette augmentation de la charge de la dette se fera certes progressivement, le temps que les nouveaux taux se propagent sur l'ensemble du stock de la dette. Mais elle aura lieu et, malgré un éventuel retour de la croissance générant plus de rentrées fiscales, des contraintes très fortes apparaîtront pour le budget des États.

Pour illustrer mes propos, rappelons que l'Agence France Trésor a un programme de financement annuel d'un peu moins de 200 milliards d'euros. Elle émet aujourd'hui à 10 ans à un taux inférieur à 1 % alors qu'un taux d'équilibre de long terme (croissance potentielle + inflation normalisée) serait plus proche de 4 %²⁷. En environnement de taux normalisé, le surcoût budgétaire annuel serait entre 4 et 6 milliards d'euros, et les surcoûts annuels seraient cumulatifs pendant 7 à 8 ans le temps que l'effet taux s'applique à tout le stock (plus de 2 000 milliards d'euros). Dans ces conditions, maintenir les dépenses de l'État stables en valeur (un total de plus de 370 milliards d'euros en incluant les transferts aux collectivités territoriales et à l'Union européenne) imposera des choix redoutables.

Si les États ne conduisent pas aujourd'hui, comme la BCE les y invite et à la faveur d'un environnement de taux très bas, des réformes structurelles susceptibles d'accroître leur croissance potentielle, la gestion des finances publiques sera extrêmement difficile lorsque se fermera la période de taux nuls ou négatifs que nous connaissons.

27. Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

Denis Kessler,

Président-Directeur général de SCOR SE

Denis Kessler a notamment été Président de la Fédération française des sociétés d'assurances, Directeur général et membre du Comité exécutif du groupe AXA, Vice-président délégué du MEDEF.

Comment expliquez-vous la rareté des taux négatifs dans l'histoire et leur apparition aujourd'hui ?

À l'équilibre de marché, des taux négatifs n'ont de sens que si les agents anticipent une baisse durable du niveau général des prix, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui et qui n'est pas nécessairement associé à la déflation. L'apparition de taux négatifs aujourd'hui est intégralement imputable aux banques centrales qui, confrontées

“ L'apparition de taux négatifs aujourd'hui est intégralement imputable aux banques centrales qui, confrontées à l'impuissance des politiques monétaires traditionnelles, ont décidé de recourir à des politiques monétaires « non-conventionnelles ».”

à l'impuissance des politiques monétaires traditionnelles, notamment des taux d'intervention sur le marché monétaire, ont décidé de recourir à des politiques monétaires « non-conventionnelles » en utilisant leur bilan pour déformer l'ensemble de la courbe des taux et pour la faire notamment entrer dans le territoire des taux négatifs. C'est la première fois que les banques centrales décident d'utiliser ainsi leur bilan, sur une aussi vaste échelle. L'efficacité de ces politiques monétaires non-conventionnelles reste encore à démontrer.

Conceptuellement, il y a quelque chose d'extrêmement troublant à voir, d'une part, l'apporteur de capitaux payer celui qui en a l'usage et, d'autre part, le temps prendre une valeur monétaire négative dans les transactions financières – voire commerciales.

Quels commentaires cela vous inspire-t-il ?

Ces politiques monétaires non-conventionnelles sont totalement inédites. Elles conduisent les banques centrales à prêter un capital, qu'elles n'ont pas, et à en quelque sorte fusionner leur bilan avec celui des banques. Nous sommes réellement en « terra incognita ». Le problème est que l'on sait comment entrer dans une telle politique – *to plug in* – mais on ne sait pas comment en sortir – *to plug out*.

“ Le problème est que l'on sait comment entrer dans une telle politique – *to plug in* – mais on ne sait pas comment en sortir – *to plug out*.”

Mais, il faut le souligner, le fait que le temps ait pris une valeur négative dans les transactions financières ne correspond pas à un équilibre naturel du marché mais à un déséquilibre imposé par les banques centrales, ne résultant pas du libre jeu des marchés des fonds prêtables. Cela s'appelle de la « répression financière ». Ce n'est pas la première fois dans l'histoire que les banques centrales pratiquent une telle répression financière.

Elles y ont eu abondamment recours après la seconde guerre mondiale et jusque dans les années quatre-vingt, lorsque les taux d'intérêt réels étaient systématiquement négatifs. Ce qui est nouveau, c'est que la répression financière intervient dans une période sans inflation et qu'elle conduit à des taux d'intérêt réels et nominaux négatifs quand précédemment les taux nominaux étaient restés positifs du fait de l'inflation.

Les taux négatifs sont-ils nécessaires à l'Europe pour sortir du marasme économique ? Pourquoi les États-Unis et la Federal Reserve n'y ont-ils pas eu recours et pourquoi la Banque centrale européenne (BCE), qu'on dit souvent plus orthodoxe, les a-t-elle mis en œuvre ?

En soi, les taux d'intérêt négatifs ne sont ni nécessaires, ni souhaitables pour sortir l'Europe du marasme. Ce sont les États européens qui les ont rendus nécessaires en ne remettant pas de l'ordre dans leurs finances publiques, en ne nettoyant pas suffisamment les bilans des agents et en renvoyant à plus tard les réformes

structurelles nécessaires pour redonner aux économies européennes la flexibilité dont elles ont besoin pour tirer les leçons de la crise et réallouer en conséquence les facteurs de production entre les activités et les entreprises. Le « travail de la crise » a été ralenti en Europe par rapport à ce qu'on a observé aux États-Unis.

“ À l'inverse de l'Europe, les États-Unis, qui ont en effet rapidement nettoyé les bilans des ménages et des entreprises et dont l'économie est beaucoup plus flexible, n'ont pas eu besoin de concentrer sur la seule politique monétaire l'ensemble de l'effort d'absorption du choc de la crise financière. ”

À l'inverse de l'Europe, les États-Unis, qui ont en effet rapidement nettoyé les bilans des ménages et des entreprises et dont l'économie est beaucoup plus flexible, n'ont pas eu besoin de concentrer sur la seule politique monétaire l'ensemble de l'effort d'absorption du choc de la crise financière.

Mais, il ne faut pas se leurrer : si la politique monétaire permet de gagner du temps, pour réaliser les réformes structurelles nécessaires, elle ne peut en revanche, en aucune façon, se substituer à ces réformes ! La politique monétaire n'est pas « curative », elle ne soigne pas, elle soulage. Quelle que soit la politique monétaire, il n'y a pas de reprise économique durable possible sans remise en ordre préalable des bilans. Le crédit est reparti aux États-Unis parce que cela y a été fait. Il n'est pas encore reparti significativement en Europe parce que l'on n'y a pas utilisé le répit accordé par la politique monétaire pour faire les réformes nécessaires et pour réorienter l'investissement vers les technologies nouvelles et les secteurs d'avenir. Au contraire, on y a privilégié le soutien aux bilans les plus dégradés et la survie des acteurs ayant effectué des choix stratégiques erronés. Et les États européens ont surtout cherché à gagner du temps.

Considérez-vous comme d'autres que la stabilité financière est négligée au profit d'une lutte contre la déflation dangereuse et aux bénéfices incertains ?

Le *Quantitative Easing* (QE) a constitué un formidable ballon d'oxygène pour enrayer la crise de liquidité puis contribuer à reconstituer les bilans des banques, pour leur permettre de s'adapter aux nouvelles règles contraignantes de Bâle III. En ce sens, il a contribué à la stabilisation financière. Mais, en l'absence de réformes structurelles, les taux négatifs pérennisent et encouragent les situations d'endettement les plus problématiques. Ils favorisent la formation de bulles sur les actifs financiers et immobiliers. Hier, le problème était sur les *subprimes* et la titrisation, il a migré ensuite sur les dettes publiques de la zone euro, il est aujourd'hui passé sur les investissements dans les économies émergentes et il va, peut-être demain, atteindre les actifs moins traditionnels voire revenir sur l'immobilier en Europe. Il n'est pas sûr du tout que ces bulles se dégonflent facilement et gentiment quand les taux d'intérêt vont remonter. Les taux d'intérêt négatifs constituent aujourd'hui des menaces pour la stabilité financière. La sortie du QE est problématique.

Pensez-vous que les taux d'intérêt (sur les marchés obligataires) vont rester bas de façon durable ? Ou bien estimez-vous qu'il s'agit d'une distorsion créée par les programmes de rachat massif par les banques centrales créant une bulle sur les marchés obligataires qui risquerait d'éclater dès la fin du quantitative easing et des politiques monétaires accommodantes ?

Les hésitations de la Federal Reserve à la fin 2015 montrent qu'il s'agit d'une distorsion majeure qui fait peser de graves incertitudes sur la sortie du QE. Si celle-ci est trop brutale, les taux d'intérêt vont remonter trop vite ce qui pourrait provoquer un krach obligataire, suivi d'un krach du marché des actions. Si elle est trop timide, elle va conserver un excès de liquidités inédit sur le marché et alimenter à terme une flambée de l'inflation.

Or, les banques centrales, pas plus que les marchés, n'ont pas la moindre idée du bon dosage en la matière. En outre, on ne sait pas si, une fois la perfusion du QE débranchée (le fameux « *plug out* »), il sera possible de la rebrancher et de corriger le tir dans l'hypothèse d'une sortie trop brutale. Probablement non... Les banques centrales sont d'autant plus hésitantes à sortir du QE qu'un échec serait très coûteux pour elles : en cas de sortie trop brutale, elles accumuleraient des moins-values importantes sur leurs actifs, dans des proportions pouvant aller bien au-delà de leur capital ; en cas de sortie trop timide, la flambée de l'inflation leur ferait perdre toute crédibilité. Elles ont tout intérêt à retarder leur décision. Mais, plus elles se décideront tardivement à agir, plus la situation sera difficile à gérer et plus elles devront agir brutalement.

Comment évaluez-vous la connexion des taux d'intérêt actuels avec les fondamentaux macroéconomiques ? Sont-ils le reflet d'une économie mondiale (ou européenne) stagnante pour la prochaine décennie ?

Les taux d'intérêt actuels en Europe, comme aux États-Unis, ne reflètent absolument plus les fondamentaux de l'économie et il est impossible d'en inférer une quelconque prévision de croissance pour la prochaine décennie. Pour s'en convaincre, il suffit de regarder les taux d'intérêt à terme qui se situent à des niveaux absurdes – le 10 ans dans 20 ans se situe actuellement très légèrement au-dessus de 1,5 % au sein de la zone euro ! En outre, fait inhabituel, les taux obligataires européens sont totalement déconnectés, à toutes les échéances, des taux américains. Les taux d'intérêt n'ont aujourd'hui pas d'autre contenu informationnel que celui de la politique monétaire de la banque centrale !

“ Les taux d'intérêt actuels en Europe, comme aux États-Unis, ne reflètent absolument plus les fondamentaux de l'économie et il est impossible d'en inférer une quelconque prévision de croissance pour la prochaine décennie. ”

Pour savoir si l'économie sera stagnante au cours des dix prochaines années, il est préférable de se tourner vers l'agenda des réformes structurelles. Dans les pays où il est vide ou insuffisant, on peut en inférer que l'économie stagnera au cours des dix prochaines années. La politique monétaire est un médicament de confort qui donne le temps à la thérapie de fond de porter ses fruits. En l'absence de thérapie de fond, il n'y a guère d'espoir de guérison, quelle que soit la politique monétaire menée.

Estimez-vous que les taux négatifs et « écrasés » vers le bas engendrent un risque d'emballlement de la dette souveraine ou, à tout le moins, de non-prise en compte du risque souverain individuel de chaque pays émetteur ?

“ Les États, comme la France, par exemple, en ont largement profité puisqu'ils ont laissé exploser leur dette tout en réduisant le coût de la dette, en niveau absolu comme en niveau relatif. ”

Il est clair que les bas taux d'intérêt actuels sont une incitation à l'endettement public. Les États, comme la France, par exemple, en ont largement profité puisqu'ils ont laissé exploser leur dette tout en réduisant le coût de la dette, en niveau absolu comme en niveau relatif. Naturellement, cette

réduction du coût de la dette est parfaitement illusoire car temporaire. Dès que les taux vont remonter, ils vont à nouveau peser sur les finances publiques et menacer leur soutenabilité dans les pays les plus endettés. Toutefois, afin de préserver un flux suffisant d'investissement en dette souveraine, en toute circonstance, aux dépens d'allocations alternatives, le régulateur européen a décidé de ne pas imposer de chargement en capital sur la détention de titres souverains par les assurances... Ceci a incité bon nombre d'assureurs à étoffer leur portefeuille d'obligations souveraines, aux dépens des intérêts des assurés et des épargnants. Je rappelle le terme de « répression financière ».

De nombreux économistes soulignent que les taux d'intérêt négatifs peuvent engendrer des difficultés sérieuses pour les intermédiaires financiers – banques et assureurs en tête. Etes-vous d'accord avec cette analyse et qu'en est-il de l'impact sur l'épargne des ménages ?

La politique actuelle de taux d'intérêt négatifs s'analyse en une politique de répression financière. Elle fait payer aux investisseurs et aux épargnants les erreurs des « mauvais chefs d'entreprise », des « consommateurs imprévoyants » et des États frappés d'impéritie. Les assureurs et les réassureurs ont payé un très lourd tribut à la crise en termes de rendement des actifs et de valorisation des passifs, cela au profit des banques et des États. Ils ont pu absorber ce choc grâce aux réserves qu'ils avaient accumulées antérieurement et qui sont encore rémunérées à des taux supérieurs aux taux actuels mais les réinvestissements se font à des taux inférieurs à 1 % et tirent progressivement la rémunération moyenne des actifs vers le bas. Parmi les assureurs, les assureurs-vie ont été plus particulièrement affectés par la politique monétaire actuelle en raison des garanties planchers que les produits d'épargne-vie offrent aux assurés. Les compagnies allemandes ont été tout particulièrement affectées en raison du niveau élevé de ces garanties en Allemagne, ce qui a conduit récemment le Gouvernement allemand à présenter un projet de loi visant à supprimer les taux garantis dans l'assurance-vie dès 2016.

“ La politique actuelle de taux d'intérêt négatifs s'analyse en une politique de répression financière. Elle fait payer aux investisseurs et aux épargnants les erreurs des « mauvais chefs d'entreprise », des « consommateurs imprévoyants » et des États frappés d'impéritie. ”

Comment évaluez-vous les risques que crée la politique monétaire actuellement menée par la BCE pour le secteur des assurances ?

Les risques pour le secteur de l'assurance sont aujourd'hui liés à la sortie du QE. Si cette sortie est repoussée et si les taux d'intérêt demeurent en conséquence au niveau où ils sont aujourd'hui, le rendement moyen des actifs des assureurs va continuer à décliner et soumettre leur bilan à une pression croissante, d'autant plus forte que la durée de leur actif est, en général, plus courte que celle de leur passif. L'assurance-vie est naturellement plus exposée à ce risque que l'assurance de biens et responsabilité ou la réassurance. Inversement, la sortie du QE devrait être une bonne nouvelle pour les assureurs et les réassureurs dans la mesure où la remontée des taux leur est favorable, pour autant qu'elle se fasse de façon ordonnée.

“ Si les taux d'intérêt demeurent au niveau où ils sont aujourd'hui, le rendement moyen des actifs des assureurs va continuer à décliner et soumettre leur bilan à une pression croissante. ”

En revanche, si la remontée des taux est trop brutale, elle aura des effets négatifs sur le bilan IFRS des assureurs (contrairement à ses effets positifs sur le bilan économique) et surtout elle incitera les assurés à racheter leur contrat d'assurance-vie pour le réinvestir chez de nouveaux entrants qui seront en mesure de leur proposer

une rémunération supérieure à celle que peuvent leur offrir les assureurs en place. Ce sera un second tribut payé par les assureurs à la crise. Une vague de rachats particulièrement importante pourrait même, dans le pire des scénarios, exposer l'assurance-vie à un risque de liquidité qu'elle ne pourrait couvrir en se tournant vers la banque centrale à laquelle elle n'a pas accès, contrairement à la banque. Pour certains assureurs-vie, le problème de liquidité pourrait se transformer en problème de solvabilité. Le risque associé à une sortie trop brutale du QE comporte, en outre, une incertitude de second ordre : il n'est pas sûr qu'en rebranchant la perfusion du QE, l'on puisse revenir sur les conséquences négatives du débranchement.

À quel concept de temps des taux d'intérêt négatifs renvoient-ils aux yeux d'un réassureur ?

Je ne crois pas qu'il faille rechercher un concept de temps derrière les taux négatifs, dès lors que ces taux sont le produit d'une action unilatérale et délibérée d'un acteur en position dominante : la Banque centrale. Ils signalent en revanche que l'univers des risques a changé et qu'il nous faut maintenant compter avec un acteur, le banquier central, qui n'a plus d'autolimitation, qui a pris goût à l'utilisation de son bilan pour déformer la courbe des taux et qui risque de devenir une source d'incertitude, d'instabilité et de volatilité accrues sur les marchés, comme on peut d'ailleurs l'observer déjà aujourd'hui. Le problème est que ce risque est systémique, que nous y sommes tous exposés et que, contrairement aux tremblements de terre ou aux tempêtes, il est parfaitement imprévisible, notamment sur le long terme.

“ Le banquier central n'a plus d'autolimitation, a pris goût à l'utilisation de son bilan pour déformer la courbe des taux et risque de devenir une source d'incertitude, d'instabilité et de volatilité accrues sur les marchés. ”

Alors que certains estiment que l'environnement de taux bas actuels pose des difficultés au secteur de l'assurance, SCOR affiche une santé financière très solide. Comment expliquez-vous cette résilience de SCOR ? Estimez-vous qu'elle (et peut-être la réassurance dans son ensemble) constitue une exception au sein du secteur de l'assurance ?

La santé de SCOR provient de sa capacité à anticiper les risques auxquels l'entreprise va être exposée et à trouver des solutions pour les réduire ou pour en absorber les conséquences. Notamment, SCOR a démontré sa capacité à sélectionner rigoureusement ses risques grâce à une stratégie de diversification sans cesse remise sur le métier et à une gestion d'actifs constamment « sur le qui-vive » et parfaitement cohérente avec notre analyse des fondamentaux économiques et financiers.

Y-a-t-il une différence de vulnérabilité entre assureur et réassureur ?

Il faut clairement distinguer l'assurance-vie de l'assurance non-vie d'une part et l'assurance de la réassurance d'autre part. Contrairement aux assurés-vie, les clients n'ont pas d'option de rachat sur leur assureur non-vie ou sur leur réassureur. Les cédantes de SCOR n'ont d'option, de « droit » sur les passifs de SCOR, que pour autant que l'un des événements prévus dans le contrat qui les lie à SCOR se produise. En outre, SCOR applique une règle impérative qui lui a été bien utile tout au long de la crise et qui veut qu'on n'importe pas à son passif les risques auxquels ses clients sont exposés à leur actif. Autrement dit, SCOR ne souscrit que du risque biométrique en vie, et ne procure pas à ses clients des garanties financières, des « *variable annuities* », etc. De ce fait, SCOR n'est pas exposé au risque de liquidité. SCOR est structurellement en cash-flow positif. Notez que l'assurance-vie ne serait pas aussi exposée qu'elle l'est aujourd'hui si l'on avait privilégié, comme je le proposais en son temps, les contrats en rente non-rachetables.

Le niveau des taux influe-t-il la dynamique des grands risques sous-jacents (des risques extrêmes) ?

Forcément. Il influe tout particulièrement sur la prise de risques longs. Les taux bas ou négatifs incitent ainsi à raccourcir l'horizon des garanties que nous proposons et des actifs qui les couvrent.

Y a-t-il un mismatch de bilan sensible aux taux pour un réassureur ?

En principe, l'assurance et la réassurance reposent sur l'adéquation actif-passif, c'est-à-dire sur le *matching* du bilan. En pratique, cela dépend de la phase du cycle et de la distribution des risques financiers, s'ils sont normalement distribués ou si leur distribution est fortement asymétrique. Actuellement, par exemple, les assureurs et les réassureurs ont, en général, une durée de leur actif plus courte que celle de leur passif. Ce *mismatch* se justifie par le fait que les risques sur les taux d'intérêt sont fortement asymétriques, avec une probabilité de hausse des taux supérieure à celle de baisse des taux et un potentiel de hausse plus élevé que le potentiel de baisse. Les risques de pertes extrêmes sont donc liés aux hausses de taux plus qu'aux baisses de taux, ce qui justifie que les assureurs et les réassureurs cherchent à protéger leur bilan en priorité contre une hausse des taux. Ceci peut être obtenu, entre autres, par une durée des actifs plus courte que celle des passifs.

Des taux bas prolongés présagent-ils de stagnation séculaire, et, si oui, quels enjeux cela pose-t-il pour un réassureur ?

Ce serait le cas en temps normal, lorsque le niveau des taux d'intérêt résulte du libre jeu des forces du marché. Mais, ce n'est pas le cas aujourd'hui puisque les taux d'intérêt ne sont plus déterminés par le marché mais par

“ On ne peut nier la réalité du risque de stagnation séculaire si les BRICs et l'Europe reportent à nouveau les réformes structurelles de grande envergure qu'ils devraient entreprendre pour redonner à leurs économies la liberté et la flexibilité dont elles ont besoin. ”

la Banque centrale, dans le cadre du QE. Pour autant, on ne peut nier la réalité du risque de stagnation séculaire si les BRICs et l'Europe reportent à nouveau les réformes structurelles de grande envergure qu'ils devraient entreprendre pour redonner à leurs économies la liberté et la flexibilité dont elles ont besoin pour innover et croître. La rigidification éventuelle de l'économie américaine devrait aussi être une source d'attention, même si elle n'est pas aussi préoccupante qu'en Europe.

Depuis Solvabilité II, les ratios de solvabilité des compagnies d'assurances ont été durcis, les contraignant à détenir davantage de titres souverains. Comment le secteur des assurances parvient-il à maintenir un rendement suffisant sur les actifs, dans le contexte actuel d'écrasement du rendement des titres souverains ?

Deux facteurs permettent de retarder les effets de la baisse des taux sur le rendement des actifs détenus par les assureurs et les réassureurs : d'une part l'existence d'un portefeuille d'actifs accumulés lorsque les rendements étaient plus élevés, d'autre part la réallocation des investissements vers des actifs qui comportent une part plus grande de rendement déconnecté des taux d'intérêt. On y trouve des classes d'actifs comme les obligations *corporate*, les crédits *corporate*, les infrastructures, les « *Cat bonds* » (*catastrophe bonds*)²⁸, etc. De fait, le succès depuis la mise en œuvre de la politique de QE des *Cat bonds* et du capital alternatif (ILS etc.) est largement imputable à la politique monétaire actuelle.

28. Les « *cat bonds* », ou obligations catastrophe, sont des obligations à haut rendement généralement émises par une compagnie d'assurance ou de réassurance. Dans le cas où survient un sinistre prédéfini (tremblement de terre, raz de marée, ouragan, etc.), le détenteur de l'obligation perd tout ou partie des intérêts, voire du nominal de l'obligation. Ce produit permet aux compagnies d'assurances et surtout de réassurance de faire supporter par des tiers une partie des risques liés à ces événements exceptionnels et donc réduire leurs risques.

Les taux d'intérêt négatifs poussent-ils les assureurs à prendre plus de risques pour maintenir leur rentabilité ?

Chez les bons assureurs et réassureurs, ceux qui appartiennent au Tier 1, on n'observe rien de tel. On peut toutefois citer la naissance des Hedge Fund Re's, sociétés de réassurance appartenant au Tier 3, qui cherchent à prendre beaucoup de risques à l'actif pour compenser la baisse de la rentabilité technique au passif. Mais, ce n'est pas le cas chez les autres acteurs. Des fonds de pension ont ainsi investi des montants importants en *Cat bonds* et en capital alternatif... il n'est pas sûr qu'ils aient pris toute la mesure des risques de cette classe d'actifs et du caractère conjoncturel de la faveur dont elle jouit actuellement.

Des mutations durables dans la stratégie de la profession pourraient-elles apparaître en réponse à la politique monétaire actuelle ?

La leçon fondamentale de la politique monétaire actuelle est que les banques centrales ont découvert la puissance de la politique monétaire qui passe par leur bilan. Elles vont hésiter à remiser cet instrument et il est plus que probable qu'elles vont être tentées de s'en servir en dehors des circonstances exceptionnelles qui ont été celles de ces années de crise. En d'autres termes, nous devons nous attendre à ce que la courbe des taux d'intérêt soit, à l'avenir, plus systématiquement « manipulée » par les banques centrales et que les taux d'intérêt soient plus arbitraires, plus incertains, plus volatils et moins prévisibles que par le passé.

“ Nous devons nous attendre à ce que la courbe des taux d'intérêt soit, à l'avenir, plus systématiquement « manipulée » par les banques centrales et que les taux d'intérêt soient plus arbitraires, plus incertains, plus volatils et moins prévisibles que par le passé. ”

En conséquence de quoi, le modèle de l'assurance-vie va probablement évoluer vers des produits où l'assuré retient plus de risque financier tandis que la gestion d'actifs va devoir se faire plus prudente et, surtout, réduire la détention de titres souverains qui constituent les véhicules privilégiés de l'action unilatérale des banques centrales. Au vu de cette évolution prévisible et de l'explosion des dettes publiques au sein des économies avancées, le régulateur européen serait bien inspiré de s'interroger sur la pertinence de l'absence de charge en capital sur les titres souverains dans la formule standard de Solvabilité II.

Olivier Klein,

Directeur général de la BRED

*Olivier Klein est Directeur général de la BRED (Groupe BPCE).
Professeur affilié à HEC en économie et finance,
il est co-responsable de la Majeure
« Managerial and Financial Economics »
et du Mastère spécialisé du même nom.*

Quelle est votre opinion sur la complexité conceptuelle des taux négatifs ? Pensez-vous, en tant que « patron » de banque et professeur d'économie, connaître un jour une telle situation ?

Le concept même de taux négatif est un peu troublant et si particulier que je ne pensais pas y être moi-même confronté un jour. Certains acteurs économiques s'y adaptent plutôt bien : certains de nos clients institutionnels placent désormais chez nous de l'argent à taux négatif. Ils préfèrent le placer chez nous à - 0,15 % qu'ailleurs à - 0,20 %²⁹.

Les taux négatifs s'expliquent par la configuration macroéconomique actuelle. La Banque centrale européenne (BCE) tente, avec ces taux négatifs, de retrouver un niveau d'équilibre épargne-investissement plus favorable à la croissance pour conjurer ce que certains décrivent comme la menace d'une stagnation séculaire. Mais il s'agit également « simplement » d'une période d'ajustement après une phase d'endettement excessif, comme cela s'est observé très souvent depuis le XIX^e siècle après une crise financière. En tout état de cause, ce que recherche la BCE, c'est d'inciter les agents à ne pas laisser l'argent dormir et à investir, et les banques à faire crédit, mais aussi à favoriser le désendettement, en maintenant des taux bas par rapport aux taux de croissance nominal.

Pour le moment, l'usage des taux négatifs est limité au champ des opérations entre institutionnels et professionnels de la finance. Ce n'est pas encore le cas des entreprises en France – alors que des entreprises commencent elles aussi à déposer à taux négatif dans certains pays d'Europe.

On touche d'ailleurs là une limite très matérielle de la capacité du système à répercuter la baisse des taux dans toute l'économie : ni le système bancaire, qui a besoin des dépôts pour faire des crédits, ni les autorités pour des raisons fiscales et de sécurité, ne peuvent se permettre de négliger l'attrait que pourrait avoir, en particulier pour les ménages, le cash comme alternative à des dépôts portant un intérêt négatif. La France semble relativement préservée de ce risque par rapport à certains pays comme l'Allemagne, où la culture du cash est beaucoup plus développée.

“ Ni le système bancaire, ni les autorités ne peuvent se permettre de négliger l'attrait que pourrait avoir, en particulier pour les ménages, le cash comme alternative à des dépôts portant un intérêt négatif. ”

²⁹. Cet entretien a été réalisé en novembre 2015.

Selon vous, pour quelles raisons a-t-il été nécessaire de mettre en place des taux négatifs en zone euro alors que le Royaume-Uni et les États-Unis, qui ont pourtant eu recours à des politiques non-conventionnelles, n'y ont pas fait appel ?

Cela s'explique à mon avis par l'existence d'un risque de déflation plus marqué en zone euro qu'aux États-Unis, et que la BCE a, à juste titre, absolument voulu conjurer. Cela tient notamment à la crise de la zone euro, qui nous a valu un second ralentissement économique au sortir de la crise de 2008, due à la nature incomplète de notre union monétaire qui engendre un léger « biais déflationniste ». On peut aussi invoquer le moindre impact de l'« effet richesse » : aux États-Unis, la baisse des taux a rapidement permis un redressement de la valeur des actifs, en particulier de la bourse, qui s'est traduite par une reconstitution de la valeur de l'épargne des ménages – laquelle est, outre-Atlantique, bien plus investie sur les marchés en raison de l'importance des fonds de pension. Au total, il était nécessaire, en zone euro, de frapper encore plus fort sur les taux. Mais c'est une question de quantum, et pas de principe : la BCE n'est pas entrée en territoire négatif pour y entrer, mais pour baisser les taux autant que nécessaire, et la Banque d'Angleterre et la Fed ne sont pas restées en territoire positif pour éviter les taux négatifs, mais parce que les taux zéro étaient suffisants dans leurs cas respectifs.

“ Il existe un risque de déflation plus marqué en zone euro qu'aux États-Unis que la BCE a, à juste titre, absolument voulu conjurer. Il était nécessaire, en zone euro, de frapper encore plus fort sur les taux. ”

Comment la rentabilité des banques de détail est-elle impactée par l'environnement de taux négatifs ?

Il faut distinguer l'effet de taux d'intérêt qui baissent et celui de taux négatifs. Structurellement, une banque prête à long terme et se refinance à court terme. En général, comme nous prêtons, en France, à taux fixe, il y a moins d'hystérésis à très court terme au passif qu'à l'actif des banques – autrement dit, si les taux baissent au même rythme sur toutes les échéances, le coût d'une partie de nos ressources diminue immédiatement, tandis que le produit des prêts ne décroît qu'avec le temps, au fur et à mesure du renouvellement de notre portefeuille de prêts. Ainsi, une baisse homothétique de la courbe des taux jouera en faveur des banques la première année.

Néanmoins, cette situation n'est que temporaire car, très rapidement, l'entrée en portefeuille de nouveaux crédits accordés à des taux inférieurs, l'amortissement des anciens crédits à taux supérieurs, mais aussi les demandes de renégociation de leur crédit immobilier formulées par les clients particuliers, provoquent une baisse des taux de nos actifs plus rapide que celle de nos passifs, qui contiennent beaucoup de ressources indexées sur les taux réglementés, variant moins rapidement. Cela nous amène à des taux de marge d'inter-

“ La marge nette d'intérêt se trouve comprimée par l'évolution du différentiel entre le taux long et le taux court, c'est-à-dire la pente de la courbe. ”

médiation détériorés, mais dans un quantum supportable et gérable. Puis, à terme, quand la courbe de taux se stabilise, si la pente de la courbe est restée constante, la marge nette d'intérêts se reconstitue peu à peu.

Ce qui se passe aujourd'hui est différent. D'abord, la marge nette d'intérêt se trouve comprimée par l'évolution du différentiel entre le taux long et le taux court, c'est-à-dire la pente de la courbe des taux. Les banques centrales cherchent en effet depuis deux ans à gouverner et à faire baisser non seulement les taux courts, qu'elles fixent toujours plus ou moins directement, mais aussi, ce qui est nouveau, les taux longs par des politiques de *Quantitative Easing* (QE) et par une gestion habile des anticipations des agents dans le cadre de la *forward gui-*

dance. Cette politique fonctionne bien, ce qui conduit à un écrasement de la courbe des taux, donc de la marge d'intérêt des établissements bancaires.

Les taux négatifs introduisent un élément additionnel, contrariant pour notre *business model*. Dès lors que, pour l'essentiel, nous ne répercutons pas la baisse des taux à nos déposants en deçà de zéro, la baisse du coût de notre ressource se heurte à une butée. Pour résumer, le produit de nos prêts, corrélé à des taux longs qui baissent, diminue, tandis que notre refinancement a un coût qui ne peut plus diminuer parallèlement, compte tenu de l'impossibilité de faire passer la rémunération de l'essentiel des dépôts en territoire négatif. La pente des taux s'écrase ainsi encore davantage. On voit bien que cette situation est très défavorable à la rentabilité de nos établissements. Notre marge nette d'intérêt, qui a pu frôler les 6 % au début des années quatre-vingt-dix, plafonne à 2 % depuis des années et nous sommes tous rentrés, depuis 2014-2015, dans une phase de baisse graduelle supplémentaire, qui va s'accroître encore les années prochaines, avec l'amortissement de nos crédits anciens à taux plus élevés et l'entrée en vigueur de nouveaux crédits à taux très bas.

Cette évolution sera durable, et il faut que les banques se résignent à vivre assez longtemps dans un contexte de marge d'intérêt très réduite : le mouvement ne peut pas, selon moi, s'inverser avant au minimum deux ou trois ans dès lors que la « repentification » de la courbe des taux s'opérera seulement dans le temps eu égard au faible taux de croissance potentielle de la zone euro et que ses effets bienfaisants pour nous ne se feront sentir qu'au fil du renouvellement de nos portefeuilles de prêts.

Les conditions monétaires très particulières que nous vivons – taux négatif et QE – me paraissent sincèrement bienvenues du point de vue de l'économie générale : la BCE n'avait pas d'autre choix. Mais il faut être bien conscient qu'elles sont spécialement défavorables aux banques... Mais aussi aux assureurs, aux caisses de retraite, comme à tous ceux qui ont besoin de rendement de leurs actifs pour assurer les prestations attendues d'eux.

“ Les conditions monétaires que nous vivons me paraissent sincèrement bienvenues du point de vue de l'économie générale. Mais il faut être bien conscient qu'elles sont spécialement défavorables aux banques... ”

Les banques sont-elles dès lors contraintes de chercher de nouvelles sources de revenus ?

Il est indéniable que la baisse de la marge d'intérêt que je viens d'évoquer nous pousse à diversifier nos sources de revenus. Certes, les banques peuvent d'abord essayer de compenser l'érosion des marges par un effet volume sur les encours, mais on ne peut pas aller bien loin dans ce domaine : soit on essaie de gagner des parts de marché – ce que, par définition, tout le monde ne peut pas faire en même temps –, soit les banques, en tant qu'agrégat, comptent sur l'expansion générale du volume des crédits à l'économie – ce qui est peu de saison en raison du niveau médiocre de la croissance.

Les banques, si on les considère en tant qu'agrégat, peuvent donc penser jouer sur l'augmentation des commissions, c'est-à-dire rechercher une meilleure et plus juste facturation de leurs services. On constate d'ailleurs depuis quelques mois une évolution légère en ce sens. Mais, là encore, ce n'est pas aussi facile qu'on l'imagine souvent. D'abord, l'encadrement de notre activité par les différents dispositifs de protection du consommateur plafonne les possibilités. Mais, en plus, la concurrence est vive et ne donne pas beaucoup de marges de manœuvre. En outre, le contexte de taux bas pèse sur certains types de commissions. On comprend bien, par exemple, que les « commissions de placement » dans le domaine de l'assurance-vie ne peuvent pas être les mêmes dans un contexte où les contrats rapportent 2,5 % ou 3 % que lorsque la rémunération classique

de l'épargnant était de 5 % ou 6 %. C'est la même chose pour l'*asset management*. Nous voyons donc, sur beaucoup de produits, nos commissions baisser au fur et à mesure de la baisse des taux d'intérêt.

Restent les nouveaux services. Mon sentiment est que leur spectre est limité par les besoins objectifs et les attentes du client à l'égard de leur banque, et par la nécessité de maintenir une offre cohérente et raisonnable. Ainsi, il ne semble pas que nous soyons très légitimes comme agence de voyage ou vendeurs d'ordinateurs, par exemple.

“ De nombreux acteurs tentent aujourd'hui, faute de pouvoir accroître leurs recettes pour compenser l'érosion de la marge d'intérêt, de réduire leurs coûts de fonctionnement, en réduisant par exemple le nombre d'agences bancaires. ”

C'est pour cette raison que de nombreux acteurs tentent aujourd'hui, faute de pouvoir accroître leurs recettes pour compenser l'érosion de la marge d'intérêt, de réduire leurs coûts de fonctionnement, en réduisant par exemple le nombre d'agences bancaires. À l'argument « technologique » – l'utilité des agences s'érode dès lors que les clients utilisent de plus en plus intensément nos plateformes digitales –, s'ajoute de fait aujourd'hui un nouvel argument plus

financier : si l'on ne peut rémunérer par une marge suffisante la transformation des dépôts en crédits, le coût des grands réseaux des agences devient réhibitoire. Si cette vision, qui n'est pas exactement la mienne, venait à prospérer avec le temps, des milliers d'emplois seraient potentiellement en jeu dans la banque de détail. Voyez que l'impact opérationnel du contexte monétaire que nous évoquons est loin d'être négligeable ! S'il existe donc des stratégies possibles de « sortie par le haut » de banques spécifiques, le secteur dans son ensemble est voué à faire face à des difficultés de rentabilité réelles.

L'écrasement des rendements pousse-t-il par ailleurs les banques à prendre plus de risques ?

On pourrait l'imaginer, mais ce n'est pas le cas. La nouvelle réglementation prudentielle laisse en effet de moins en moins de place à la prise de risques³⁰.

Précisément, quel est votre avis sur le rôle des ratios prudentiels dans le contexte de faible croissance et de taux très bas, voire négatifs, que l'on connaît aujourd'hui ?

En tant que banquier et professeur d'économie, je suis convaincu de longue date qu'il est nécessaire de mettre en œuvre des règles prudentielles et des politiques macro-prudentielles pour la raison toute simple que les marchés ne s'autorégulent pas d'eux-mêmes – cela a été mis en évidence dans de nombreuses contributions théoriques, mais aussi et surtout, hélas, dans les faits, avec la crise de 2008 notamment. La finance est intrinsèquement procyclique. La régulation prudentielle a donc un rôle crucial pour éviter autant que possible l'instabilité financière.

Mais il se trouve que les normes prudentielles mises en place depuis Bâle II, bien fondées sur bien des points, incorporaient également un caractère procyclique problématique. Le risque calculé par les RWA (*Risk-Weighted Assets*), fondé sur des mesures historiques, à volume de crédit égal, baissait en effet lors de la phase euphorique du cycle, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, rendait possible une augmentation de l'effet de levier des banques et un accompagnement de la hausse de la demande généralisée de crédit. Cela favorisait alors l'accumulation de situations financières fragiles des ménages comme des entreprises, dans un contexte où l'euphorie précisément conduisait emprunteurs comme prêteurs à sous-estimer le risque. Symétriquement,

³⁰. Les nouvelles règles prudentielles interdisent notamment aux banques de « jouer » sur les marchés avec leurs fonds propres.

au moment du retournement, le risque avéré réapparaissait en bloc dans le livre des banques, ce qui pesait très naturellement sur leur propension à prêter, mais en plus, la contrainte des ratios prudentiels se tendait car l'augmentation du coût du risque enregistrée se traduisait par une remontée des RWA, donc par une insuffisance de capitaux propres, entraînant ainsi une plus forte baisse encore de la capacité à prêter. Ce mode de régulation bancaire pouvait alors favoriser la formation de bulles, comme leur éclatement, et accentuer les cycles financiers. Il était donc indispensable de les refonder, ce qu'a fait Bâle III, notamment par la création d'un coussin de fonds propres contra-cyclique.

Les mesures prudentielles ne sont-elles pas, aussi, facteur de risque en tant qu'elles contribuent à créer une forme de bulle obligataire, en particulier sur les titres d'État ?

Les banques font face progressivement, depuis Bâle III, à un durcissement de la réglementation avec des ratios de solvabilité plus stricts : il leur est demandé de détenir plus de capitaux propres pour les mêmes RWA et le poids du risque dans le calcul des RWA est plus fort qu'auparavant, en particulier pour les crédits aux entreprises ou pour les risques de marché. En cas de redémarrage plus puissant de l'économie, cela pourrait constituer un risque d'insuffisante capacité des banques à accompagner la reprise. Par ailleurs, les ratios de liquidité favorisent incontestablement le fait que les banques investissent dans les titres souverains.

“ Les ratios de liquidité favorisent incontestablement le fait que les banques investissent dans les titres souverains. ”

Voulez-vous dire que la régulation prudentielle pousse finalement au rationnement du crédit pour les entreprises ?

Jusqu'alors, on a vraiment accusé en France les banques à tort. Il n'y a pas eu de rationnement du crédit aux entreprises, et les indicateurs de la Banque de France comme de la BCE le montrent clairement. Reprenons le déroulement des sept années qui viennent de s'écouler. L'essentiel de la baisse de la distribution de crédit observée dans les années qui ont suivi 2008 s'expliquait par une moindre demande de crédit : les entreprises coupaient leurs dépenses d'investissement et empruntaient moins, de par l'évolution conjoncturelle défavorable à laquelle elles faisaient face et leur manque de confiance dans l'avenir. Aujourd'hui encore, d'ailleurs, des taux très bas, voire négatifs, ne suffisent pas à eux seuls à donner envie d'emprunter.

Il est vrai cependant que, lorsque l'économie réelle était au tapis à la suite de la crise financière, on a pu observer, pendant quelques mois, moins la réticence générale à prêter qu'on a reprochée aux banques, qu'une plus grande sélectivité, d'ailleurs parfaitement compréhensible. Ne pas prêter aux entreprises dont l'avenir est très fortement compromis fait partie du rôle normal des banques. C'est une fonction économique de la profession, qu'elle doit pleinement assumer : si les banques, n'exerçant pas pleinement la « contrainte monétaire »,

accordaient des prêts à des entreprises qui avaient vocation à disparaître, elles créeraient des distorsions sur les marchés de leurs clients et nuiraient au bon développement des autres entreprises, celles qui sont saines et viables.

Aujourd'hui, nous sommes sortis de cette période. En revanche, avec les nouveaux ratios de liquidité et de solvabilité, il va maintenant être progressivement plus difficile pour les banques de suivre une trajectoire de la demande de crédit qui s'améliorerait significativement.

“ Avec les nouveaux ratios de liquidité et de solvabilité, il va maintenant être progressivement plus difficile pour les banques de suivre une trajectoire de la demande de crédit qui s'améliorerait significativement. ”

Comment se retrouve-t-on dans cette situation alors même que l'objectif des autorités, politiques et monétaires, est de faciliter l'octroi de crédit par tous les moyens pour favoriser la croissance ?

La vérité est que les banques ont été considérées comme fautives de la crise, ce qui est, à mon avis, une vision à tout le moins parcellaire et sans doute fautive, en tout cas en Europe, même si on peut plaider qu'elles ont inévitablement été un facteur de propagation de la crise. On est aujourd'hui, à ce titre, dans une phase historiquement classique de « répression financière », post-crise de surendettement, marquée par des taux d'intérêt très bas et un durcissement des exigences qui pèsent sur les banques : on se dit qu'il faut à tout prix « éviter ça » pour l'avenir. Ce souci se traduit par une quantité de réglementations nouvelles ou durcies, cela au moment même où, de fait, l'on mobilise une politique monétaire visant à relancer le crédit avec l'usage d'instruments inédits, comme les taux négatifs justement ou le QE.

“ Le plus paradoxal est que les banquiers centraux semblent aujourd'hui, pour en sortir, inviter au développement de la désintermédiation et de la titrisation, qu'on vouait pourtant aux gémonies il y a quelques années seulement. ”

Le plus paradoxal est que, bien conscients de cette contradiction, les banquiers centraux semblent aujourd'hui, pour en sortir, inviter au développement de la désintermédiation et de la titrisation, qu'on vouait pourtant aux gémonies il y a quelques années seulement à raison du rôle qu'elles ont effectivement joué aux États-Unis dans l'accumulation de mauvais risques débouchant finalement sur la crise. Ainsi, on voit aujourd'hui des *hedge funds*, des *assets managers*,

des assureurs, des mutuelles de santé et des gestionnaires de retraite prêter aux entreprises, alors qu'ils n'ont pas l'expertise historique des banques pour le faire. Il y a une asymétrie d'information considérable entre ces nouveaux prêteurs et ceux à qui ils prêtent. Certains, comme les *hedge funds* ne sont en outre pas ou peu régulés.

Ne doit-on pas cependant se féliciter de voir certaines entreprises, en particulier de belles ETI, avoir enfin accès au marché, en particulier grâce au développement de l'Euro PP ?

En théorie, certes. Mon sentiment est cependant qu'il convient d'être très prudent, car toutes les entreprises de taille moyenne ne peuvent effectivement pas supporter un tel type de financement sans se mettre en danger, en particulier en raison du mode d'amortissement de tels prêts. Les banques ont l'habitude de demander aux petites et moyennes entreprises de procéder à un remboursement annuel en leur accordant des crédits amortissables. C'est une saine pratique : l'entreprise sait alors qu'elle doit dédier une partie de son cash-flow annuel au remboursement de ses crédits et surveiller ses ratios de gestion. Les Euro PP sont très différents puisque, en y ayant recours, les entreprises peuvent se financer par exemple jusqu'à cinq ans avec un remboursement *in fine*. Le dispositif est d'autant plus attractif aujourd'hui que les taux sont très bas et les spreads peu élevés.

Dans le cas des grandes entreprises, qui émettent des obligations dans le cadre de programmes d'émission annuels élevés, un financement avec remboursement *in fine* s'apparente d'une certaine manière à un crédit amortissable, puisqu'on retrouve une forme d'échéancier d'amortissement : si par exemple l'horizon moyen des obligations émises annuellement est de sept ans, alors 1/7^e des emprunts en cours doit être remboursé chaque année. En revanche, seuls certains types d'entreprises de taille moyenne sont en mesure d'émettre des Euro PP régulièrement. La plupart se créent donc devant elles une échéance unique et différée, ce qui signifie concrètement que, le moment venu, elles risquent de se retrouver face un mur de la dette qu'elles ne pourront surmonter que si elles sont capables, à ce moment-là, de réemprunter le montant total de l'emprunt

qu'il leur faut rembourser d'un coup. Deux inconvénients : premièrement, personne ne sait dans quelle situation l'entreprise se trouvera à ce moment-là et, deuxièmement, durant la durée de l'Euro PP, la contrainte de cash-flow a été levée pour elle – ce qui, dans certains cas, pourrait être une forme de pousse au crime.

“ La plupart des ETI qui recourent à l'Euro PP se créent devant elles une échéance unique et différée, ce qui signifie concrètement que, le moment venu, elles risquent de se retrouver face un mur de la dette. ”

Voulez-vous dire que seules les banques soient capables de distribuer du crédit sans prendre ni faire courir de risque excessif ?

Je crois évidemment tout à fait à l'utilité de la coexistence de la banque et des financements de marché ! Mais je ne crois pas que le marché soit obligatoirement autant approprié pour des entreprises de taille modeste. Le rôle de la banque est irréductible parce que la banque a une bonne connaissance de l'emprunteur et parce qu'elle garde le risque dans son bilan, ce qui l'amène, dans son propre intérêt, à ne pas prêter n'importe comment et à « monitorer » son client dans le temps.

On sait d'ailleurs que, aux États-Unis, la titrisation a été l'un des facteurs qui ont facilité le surendettement au début des années deux mille : les banques étaient en partie déresponsabilisées puisque, ne conservant pas le risque dans leurs livres, elles étaient moins sélectives sur les emprunteurs et ne les « monitoraient » plus par la suite. Il y a un problème majeur d'incitation à la sélection dans le financement par le marché dès lors que l'on sort du cas des très grands emprunteurs qui peuvent, à travers des agences de notation, comme à travers beaucoup de communication sur leur propre situation, payer le coût de l'information financière qui réduit l'asymétrie d'information. Ce défaut intrinsèque de la titrisation a été corrigé pour partie par certaines dispositions de Bâle III, qui exigent des banques qu'elles conservent un quota des risques liés aux crédits qu'elles titrisent.

L'élan que l'on connaît aujourd'hui vers plus de désintermédiation pourrait être un facteur d'accroissement de l'instabilité financière, alors que le crédit bancaire est, lui, un facteur de stabilité s'il est bien régulé. La part de l'intermédiation bancaire détermine selon moi le niveau de stabilité d'un système financier dans son ensemble. Les banques ne se contentent pas, en effet, de mobiliser l'épargne au service de l'investissement : ce sont des centrales de risque. Elles prennent sur elles les risques de contrepartie dans l'acte de crédit, les risques de

“ En augmentant la part de la désintermédiation, on ne va pas *réduire* le risque, on va le *déplacer* vers une multiplicité d'acteurs moins équipés que les banques pour le gérer. ”

taux d'intérêt et de liquidité dans l'acte de transformation (transformation des échéances courtes de l'épargne en échéances longues en moyenne du crédit). Les risques ne sont pas créés par les banques, mais gérés par elles, dont elles soulagent l'économie. Elles les gèrent prudemment, professionnellement et dans un cadre réglementé. Les marchés sont utiles à l'économie, mais eux laissent le risque de crédit de taux d'intérêt et de liquidité aux prêteurs ou aux emprunteurs, ce qui est tout à fait différent !

En augmentant la part de la désintermédiation, on ne va pas *réduire* le risque, on va le *déplacer* vers une multiplicité d'acteurs moins équipés que les banques pour le gérer. La question de la proportion entre banques et marchés, entre intermédiation et désintermédiation, est donc cruciale pour la stabilité financière. Tout comme la qualité, la pertinence et le champ d'application de la réglementation prudentielle elle-même, hautement indispensable d'ailleurs.

Cependant, comme vous l'avez dit plus haut, les évolutions sociologiques et technologiques d'une part et le contexte monétaire d'autre part semblent menacer la raison d'être même de la banque, en tout cas sur le marché des particuliers. Le business model de la banque « retail » survivra-t-il à ces secousses ?

Il y a indéniablement des changements profonds dans notre activité. Cela nous invite à revenir aux invariants économiques qui justifient notre existence, tout en assurant les changements indispensables pour prendre en compte la « révolution client », due à la révolution technologique. Le particulier a et aura toujours besoin d'un conseiller fiable et professionnel pour parler avec lui de ses projets de vie et être conseillé sur ses principaux crédits – immobilier en tête –, son épargne, sa protection retraite... Mais les particuliers exigent aujourd'hui plus de praticité dans leur relation avec la banque, par exemple avec l'utilisation en fort développement d'internet et des smartphones. Ils veulent également une plus grande pertinence du conseil qui leur est prodigué. Mais ils souhaitent toujours accéder à un interlocuteur qualifié et qui les connaît lorsqu'ils doivent prendre des décisions importantes. Miser sur le capital humain, donner plus de praticité et plus de valeur ajoutée au conseil bancaire, tout en utilisant la révolution technologique tant pour l'usage de ses clients que pour repenser sa propre organisation, est certainement un défi crucial, industriel et humain, de la banque de détail qu'il faut relever très vite.

Les publications de l'Institut Messine

- ***Fiscalité et politiques publiques : Peut-on vraiment orienter le comportement des entreprises par l'impôt ?***

Mars 2015, *Rapport* – sous la présidence de Gauthier Blanluet (avocat associé de Sullivan & Cromwell)

- ***L'excès d'information financière nuit-il à l'information financière ?***

Juin 2015, *Rapport* – sous la présidence d'Hervé Philippe (Directeur Financier et membre du Directoire de Vivendi)

- ***Norme et Jugement sont-ils compatibles ?***

Juillet 2015, *Note* – par Sophie Chassat

Toutes nos publications sont téléchargeables sur notre site internet : www.institutmessine.fr

Gouvernance

Les opinions exprimées dans le présent Recueil n'engagent ni les personnes citées, ni les organisations qu'elles représentent.

Président

Michel LÉGER Commissaire aux comptes, Président du Conseil d'administration en charge des activités en France, au Benelux et au Maghreb, BDO et Membre du Board européen de BDO International.

Comité Directeur

Philippe AUDOUIN Directeur Administratif et Financier et Membre du Directoire, Eurazeo ; Président de la DFCG.

Jean BOUQUOT Commissaire aux comptes associé, EY ; Président de la CRCC de Versailles.

Jean-Marc ESPALIOUX Associé - Executive Chairman, Montefiore Investment.

Helman LE PAS DE SÉCHEVAL Secrétaire général, Veolia.

Monique MILLOT-PERNIN Commissaire aux comptes ; Membre du collège de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

Yves NICOLAS Commissaire aux comptes associé, PwC ; ancien Président de la CNCC.

Marie-Christine OGHLY Présidente, EnginSoft France ; Vice-Présidente de la Commission « International » du Pôle International/Europe du Medef.

Pascale PARQUET Directrice Conformité et Sécurité Groupe et membre du Comité Exécutif, BPCE.

Didier-Yves RACAPÉ Commissaire aux comptes Co-Dirigeant associé, Groupe Volentis, Dirigeant de CRITÈRES.

Conseil d'Orientation

Philippe BILGER Magistrat honoraire ; Président de l'Institut de la Parole.

Gauthier BLANLUET Avocat associé, Sullivan & Cromwell ; Professeur de droit fiscal des affaires à l'Université de Panthéon-Assas (Paris II).

Geneviève FÉRONE-CREUZET Directrice générale et co-fondatrice, Casabee.

Yves GÉRARD Médiateur auprès de Société Générale et du Groupe Crédit du Nord.

Antoine GOSSET-GRAINVILLE Avocat co-fondateur, BDGS.

Anne-Marie IDRAC Représentante spéciale de la France pour les échanges économiques avec les Émirats Arabes Unis ; ancienne Secrétaire d'État au Commerce Extérieur.

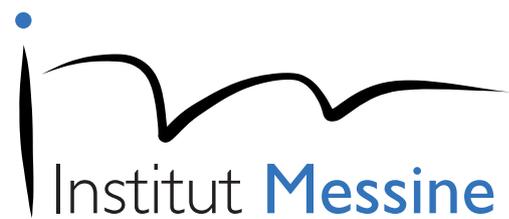
Henri NALLET Président, Fondation Jean Jaurès ; ancien ministre de la Justice.

Marie-Pierre PEILLON Directrice de la Recherche, Groupama Asset Management ; ancienne Présidente de la Société française des analystes financiers.

Guylaine SAUCIER Administratrice de sociétés.

Natacha VALLA Directrice adjointe, CEPII.

Jean-Marc VITTORI Éditorialiste, *Les Échos*.



www.institutmessine.fr