



PLATINIUM

## Flash Stratégie avril 2016

### Taux négatifs : risques et limites des politiques monétaires accommodantes

Paris, le 18 avril 2016

La baisse des taux directeurs est intervenue continûment depuis l'automne 2006 après l'arrivée à la Reserve Fédérale de M. Ben Bernanke en remplacement de M. Alan Greenspan. De baisse en baisse des taux directeurs, une politique ultra accommodante bénéficiant par ailleurs de 3 phases de « Quantitative Easing » a fini par déboucher sur des taux zéro (les fameux ZIRP !).

Avec l'arrivée de M. Draghi l'Europe a emboîté le pas des Etats-Unis et s'est aussi orientée vers les taux zéro. Dans la continuité des taux zéro, des taux directeurs négatifs ont été mis en place par plusieurs banques centrales, la Banque du Danemark, la banque suédoise, la BOJ japonaise, la BCE et la Banque Nationale Suisse.

Les conséquences de cette politique monétaire sans véritable précédent ne sont pas clairement mesurables. Toutefois, les banques qui n'ont pas encore mis en place ce dispositif, dont la FED, n'ont pas non plus fermé la porte aux taux directeurs négatifs. Il n'est donc pas exclu de les voir utilisés un jour par la FED ou la Bank of England (BOE).

Quelle signification donner à ce mouvement qui tend à se généraliser ? Quels résultats en attendre ? Quels risques pour les économies et les marchés qui en dépendent ?



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS  
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005  
SAS au capital de 1.828.910 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

## Les mécanismes qu'impliquent les taux négatifs.

### Les meilleurs émetteurs voient leurs taux baisser jusqu'à la zone des taux négatifs.

D'ordinaire les taux nominaux attachés aux émissions publiques anticipent un niveau de croissance économique et un niveau d'inflation. Ces anticipations s'ajustent dans le temps et se répercutent dans les cours des emprunts que fixent les marchés. Les emprunts privés comportent en plus une prime de risque comprise dans le « rating » qui varie aussi en fonction de l'environnement des marchés.

Sur ces bases les taux de rendement négatifs impliquent de la déflation et/ou un environnement économique récessif.

Les taux de marchés négatifs concernent les échéances les plus courtes, les moins rémunératrices dans la courbe des taux, mais ils peuvent s'étendre à des échéances longues. Ils sont en effet le résultat de la forte demande d'investisseurs qui fuient le risque et préfèrent payer un droit (le taux négatif) pour assurer la protection de la valeur de leur investissement. C'est

le cas des échéances longues sur les taux d'Etat allemands qui sont négatifs des échéances courtes aux échéances à 7 ans. Les taux de marché négatifs concernent en effet, en priorité, les emprunts des meilleurs émetteurs, dont le « bund » allemand.

Pour autant, ce comportement des marchés de taux dans lequel les taux négatifs représentent quelque 25% de l'encours mondial, traduit un échec de la politique monétaire des banques centrales.

**Celles-ci n'ont pas réussi à diffuser dans les circuits du crédit** les sommes considérables qu'elles ont créées de toute pièce. Les excédents de monnaie qui ont été créés **stagnent dans les circuits bancaires** et cherchent, avant tout, à s'employer sur les marchés de taux. Elles réduisent ainsi drastiquement leur rendement jusqu'à basculer dans la zone des taux d'intérêt négatifs, pour des échéances de plus en plus longues.

Malheureusement les résultats obtenus sont à l'opposé de ceux qui étaient attendus: déflation et baisse des taux au lieu d'inflation et hausse des taux nominaux.

**Graph I : Evolution des taux souverains allemands à 10 ans (en bleu) et à 5 ans (en rouge), déflatés des prix de la Zone Euro**



### Des taux à la baisse en ligne droite.

Conscientes de leur échec, la BOJ et la BCE essaient de manipuler les taux directeurs dans le sens des taux de marchés (les taux se divisent en deux catégories : ceux qui sont observés sur le marché, et ceux qui sont créés par les banques centrales ou taux directeurs).

Les taux directeurs sont un des instruments de la panoplie utilisée par les banques centrales. Parmi ces derniers, on compte les taux de dépôt et les taux de refinancement des banques. Ces taux ont été rapidement envoyés dans la zone des taux zéro (ZIRP). Faute de pouvoir poursuivre la baisse des taux directeurs, les banques centrales les ont poussés dans la zone des taux négatifs. Ce phénomène n'est pas sans précédent, mais lors des rares incursions dans le domaine des taux négatifs, les banques centrales avaient toujours cherché à éloigner des afflux massifs de capitaux, comme l'a fait la Banque Nationale Suisse (BNS) au cours des années 70

pour des raisons de change et, plus récemment, la banque de Suède et la banque du Danemark pour éviter de servir de monnaie refuge lors de la crise de l'Euro.

### Les taux négatifs pénalisent les dépôts des banques auprès de la Banque centrale, afin de redynamiser le crédit.

Aujourd'hui cette politique de gestion des taux directeurs a un objectif purement économique. Elle vise à éloigner les banques commerciales des guichets de leur banque centrale pour les orienter vers des opérations de crédit à risque du secteur privé, qu'ils soient accordés aux entreprises ou aux particuliers. Pour la BOJ comme pour la BCE, le succès éventuel de cette approche se jugera à l'aune du redressement des taux de rendement sur les marchés, notamment ceux des émissions publiques. Dans ce cas en effet, les fonds disponibles des banques marqueraient leur réorientation, au moins partielles vers les activités de crédit.

---

## Les risques envisageables.

---

### Risque de récession en cas d'échec de la relance de l'économie.

Rappelons que le comportement des marchés de taux de ces dernières années traduit un échec des politiques monétaires de relance basées sur la création de monnaie sans contrepartie, qu'elles soient initiées par la FED, la BOE (banque centrale britannique), la BOJ ou la BCE.

Première banque centrale à essayer un échec total dans la politique de relance de la croissance et de l'inflation, la BOJ a montré la voie. La FED et la BOE ont échoué également dans la mesure où elles s'avèrent incapables de restaurer une certaine normalisation des taux de référence et des taux de marché, faute de résultats économiques suffisamment solides. On ne voit pas pourquoi la BCE réussirait là où d'autres banques centrales ont clairement échoué.

### Risque de forte volatilité

En attendant les marchés de taux profitent de la situation et la baisse des rendements, parfois en zone négative, pousse les investisseurs à continuer d'acheter des emprunts, la sensibilité des titres autour des taux zéro étant très élevée. Outre leur attrait pour les investisseurs qui refusent de prendre des risques, ils bénéficient aussi de **l'assèchement mécanique des marchés** provenant des rachats massifs d'obligations par les banques centrales dans le cadre des QE.

L'assèchement des marchés entretient à son tour une **forte volatilité**. Celle-ci provient d'achats des banques centrales dépassant largement le montant des émissions, suivis de forts décalages de cours à la hausse ou surtout à la baisse pour équilibrer des marchés rendus très étroits.



### **Risque d'instabilité des changes si les Etats-Unis normalisent leur système de taux.**

Si les niveaux d'inflation et de croissance attendus pour 2016 se confirment aux Etats-Unis, le grand écart entre la normalisation de la FED et la poursuite de l'aisance monétaire de la zone euro risque de **peser sur la monnaie unique**. L'euro pourrait souffrir par rapport au dollar.

### **Risque de krach obligataire lorsque la BCE normalisera son système de taux.**

Aujourd'hui les taux à 10 ans américains sont de l'ordre de 1.76 % et les taux allemands à 10 ans sont à 0.10%.

La normalisation du système de taux européens n'est pas à l'ordre du jour. En revanche lorsqu'elle interviendra, elle risque d'être brutale. Elle implique un retour à des données de croissance économiques elles-mêmes en progression vers les 2 % au niveau de la croissance comme au niveau de l'inflation, soit un repaire de 4% pour les marchés de taux.

Les membres de la FED déjà entrés en période de normalisation, envisagent en 2018 des taux directeurs conformes eux-mêmes à ces données, en visant environ 3.5%. Parallèlement, dans la zone euro, la sensibilité d'un emprunt de 10 ans à une remontée des taux de 1% à 3%, vraisemblable pour cette zone, est de l'ordre de 17 % (c'est à dire que sa valeur baisserait de 17%). Bien entendu l'encours des émissions d'emprunts d'Etat présente une durée moyenne bien inférieure à 10 ans. L'impact sur une durée moyenne de 6/7ans serait de l'ordre de 13%.

Une hausse rapide de 200bp est très rare sur un marché classique. Elle est plus probable lorsqu'il s'agit d'annuler la part négative du taux et de le remettre dans sa position habituelle positive.

### **Risque sur les banques et les fonds euro.**

Parmi les contraintes imposées par Bâle 3, les banques sont tenues d'avoir dans leurs actifs des créances courtes (moins de 2 ans) qui amélioreraient la liquidité de leurs actifs et la liquidité globale du marché, le cas échéant. **Ces actifs liquides** sont, pour **la plupart**, en **taux négatifs**. Ils constituent donc un coût pour les banques commerciales qui n'était pas envisagé avant les taux négatifs.

Par ailleurs, ce coût est difficile à reporter sur les comptes des clients dans l'environnement actuel. Les marges bancaires sont pénalisées d'autant. Toutefois les banques gèrent encore des emprunts anciens aux taux rémunérateurs.

La véritable situation des banques face aux taux négatifs apparaîtra lorsque le stock d'emprunts anciens sera épuisé. A priori, leur situation sera, alors, nettement dégradée. La volatilité des cours des banques que l'on peut observer aujourd'hui traduit en partie ce risque. Mais les banques ne sont pas les seules victimes. La rémunération des fonds euros des assureurs ou des caisses de retraite sera à son tour nettement pénalisée lors du renouvellement des titres amortis, sans même envisager des émissions à taux négatifs comme l'ont fait les émetteurs japonais. M. Schäuble a déjà menacé la BCE d'une action en justice, au nom des épargnants allemands.



## Conclusion : les taux négatifs ne sont pas la solution

Encore une fois, la « planche à billets » s'est imposée dans la zone euro alors que cette politique monétaire s'avère inefficace: beaucoup de monnaie créée pour une faible croissance et une très faible inflation. Quant au retour à un environnement monétaire normalisé, il sera d'autant plus difficile que les taux négatifs éloignent la situation actuelle de la situation normale. C'est un handicap supplémentaire de taille si l'on compare la situation européenne ou japonaise à celle des Etats-Unis dont la position est, pourtant, loin d'être confortable.

La FED s'interroge en effet sur les dégâts que pourraient entraîner une nouvelle hausse des taux de 25bp alors que les taux de croissance et d'inflation sont déjà très supérieurs à ceux de la zone euro. Le handicap de départ des taux européens (-0.4 % pour les taux de dépôts) par rapport aux taux directeurs américains (+0.5%) eux-mêmes en retard dans le processus de normalisation est déjà très élevé et toute hausse future des taux américains viendra l'aggraver.

La zone euro semble condamnée durablement aux taux négatifs.

Les taux de transformation de crédit des banques sont dès lors susceptibles de ne pas rémunérer le risque et en conséquence les crédits accordés seront très sélectifs. Dans ce cas, le but principal des taux négatifs ne serait pas atteint.

Assurances caisses de retraites et banques seront en première ligne si les risques énoncés adviennent, pénalisant le système économique et financier européen.

### Que retenir ?

La politique monétaire de la BCE aboutit au résultat inverse de celui escompté : plus de déflation et des taux négatifs au lieu de plus d'inflation et hausse des taux.

Risques de krach obligataire lors de la normalisation de la hiérarchie des taux.

Les banques particulièrement visées.

Les assurances, les organismes de retraites et l'épargne en général, sous pression.



Jean Borjeix  
Gérant  
jborjeix@platinum-  
gestion.fr

#### Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement