

Le Point.fr
Septembre 2019

Les 13 effets négatifs des taux d'intérêt très bas dans la zone euro (Patrick Artus)

Les taux d'intérêt deviennent de plus en plus bas dans la zone euro, malgré les treize effets négatifs des taux d'intérêt bas. Nous allons passer en revue ces treize effets négatifs (et peut-être y en a-t-il d'autres) des taux d'intérêt négatifs dans la zone euro.

Les taux d'intérêt de la zone euro sont de plus en plus bas, et la BCE a annoncé une politique monétaire encore plus expansionniste avec un taux d'intérêt des dépôts des banques à la Banque Centrale passant à -0,5% des repos très longs avec des conditions favorables pour les banques, la réouverture du Quantitative Easing.

Pourtant, un nombre croissant d'analyses montrent la longue liste des dangers des taux d'intérêt très bas. Passons donc en revue les 13 dangers des taux d'intérêt durablement très bas dans la zone euro.

1. L'absence de « Leaning Against the Wind ». Le « Leaning Against the Wind » est une politique monétaire progressivement plus restrictive dans la seconde partie des périodes d'expansion. Il était systématiquement utilisé dans le passé (avec une hausse des taux d'intérêt de la BCE commençant en 2005 par exemple) pour éviter l'excès d'endettement, les bulles sur les prix des actifs ou l'absence de marge de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt lorsqu'une récession se déclenche. Il a disparu depuis la crise de 2008-2009, ce qui explique peut-être la hausse qui se poursuit de l'endettement public (en France, en Italie...).
2. La dégradation de la situation des banques et des sociétés d'assurance-vie. Les taux d'intérêt bas réduisent les marges d'intermédiation et le rendement des réserves excédentaires des banques de la zone euro, d'où la faible rentabilité des banques (le rendement des fonds propres des banques de la zone euro est de 5 à 6% en 2019 contre 16% en 2017) et le freinage de l'offre de crédit, qui ne progresse que de 3% par an. Les taux d'intérêt bas affectent gravement l'assurance-vie, d'une part en accroissant la valeur actuarielle du passif des assureurs, d'autre part en réduisant la rentabilité de leur actif.
3. Le transfert de l'épargne vers la monnaie. La monnaie (M1, billets et dépôts à vue) rapportant 0% sans risque, lorsque les taux d'intérêt obligataires deviennent négatifs, il y a report de l'épargne vers la monnaie, ce qui complique le financement de l'économie. Le poids de M1 dans la zone euro est passé de 39% au PIB en 2008 à 72% du PIB en 2019.
4. La difficulté à gérer l'hétérogénéité des situations des banques. La forte baisse des taux d'intérêt et le Quantitative Easing visent à faire redémarrer la distribution de

crédit par les banques. Le problème est l'hétérogénéité des situations des banques, celles de pays où les prêts non performants sont de faible taille (Allemagne, France) continuant à accroître fortement la distribution de crédit (de 6% par an), celles des pays où les prêts non performants sont de forte taille (Espagne, Italie) réduisant l'offre de crédit (de 1 à 5% par an).

5. La bulle immobilière et les inégalités de patrimoine induites. Les taux d'intérêt à long terme plus bas que les taux de croissance finissent par faire fortement monter les prix de l'immobilier (qui sont maintenant supérieurs de 15% à leur niveau de 2007), ce qui est dangereux pour l'équilibre financier mais crée aussi des inégalités patrimoniales au profit de ceux qui sont déjà propriétaires de leur logement.
6. La spoliation des épargnants-futurs retraités. Les taux d'intérêt très bas spolient les épargnants avec la baisse des intérêts qu'ils reçoivent (dont la taille a été divisée par trois de 2007 à 2019) et peuvent conduire à la pauvreté d'une partie des futurs retraités.
7. Le risque de hausse du taux d'épargne. Les taux d'intérêt très bas peuvent conduire à une hausse du taux d'épargne des ménages qui déprime la demande, ce qui se voit en Allemagne et peut-être depuis 2018 dans l'ensemble de la zone euro (en un an, le taux d'épargne des ménages de la zone euro a augmenté de plus de 1 point), si les ménages essaient de stabiliser le revenu de leur épargne malgré la baisse des taux d'intérêt.
8. Le financement des entreprises zombies. Les taux d'intérêt bas maintiennent en vie des entreprises inefficaces (les zombies) grâce à la baisse des paiements d'intérêts (de 4,5% du IB en 2008 à 1,4% du PIB aujourd'hui), ce qui empêche le transfert des facteurs de production aux entreprises plus efficaces.
9. Les sorties de capitaux vers les Etats-Unis. L'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et la zone euro (200 points de base d'écart entre le taux d'intérêt à 10 ans des Etats-Unis et celui de l'Allemagne) conduit à des flux de capitaux de la zone euro vers les Etats-Unis, qui impliquent par exemple que la détention de Treasuries par la zone euro augmente fortement (de 500 milliards de dollars en 2010 à 1100 milliards de dollars en 2019). Ceci est évidemment défavorable à la zone euro, puisque l'épargne de la zone euro ne subsiste pas dans la zone euro.
10. L'irréversibilité de la politique monétaire très expansionniste. Lorsque les taux d'intérêt ont été durablement très bas, remonter les taux d'intérêt est très dangereux à la fois par l'effet sur les emprunteurs et par l'effet sur les détenteurs d'obligations. Les taux d'intérêt bas ayant commencé en 2014 dans la zone euro, en 2021 la quasi-totalité des portefeuilles d'obligations auront des coupons très bas, et une remontée des taux d'intérêt générerait des moins-values en capital très importantes.

11. La domination de la BCE par les marchés financiers. La BCE ayant mené une politique de taux d'intérêt très bas, les marchés financiers anticipent des taux d'intérêt encore plus bas (de 20 points de la base environ d'ici la fin de 2020), et la BCE est obligée de mener la politique de taux d'intérêt que les marchés financiers anticipent, faute de quoi il y aurait forte remontée des taux d'intérêt à long terme et forte baisse des marchés d'actions.
12. L'affaiblissement de la croissance. Avec la mauvaise utilisation de l'épargne (épargne investie en monnaie, en immobilier, prêtée aux Etats-Unis, aux entreprises zombies), avec l'affaiblissement des banques, la croissance potentielle de la zone euro est réduite : elle n'est plus que de 1,1% par an aujourd'hui.
13. La disparition de l'information contenue dans les prix des actifs financiers. La politique monétaire très expansionniste de la BCE écrase les taux d'intérêt à long terme, les spreads de crédit sur les obligations des entreprises (pour une entreprise Investment Grade en moyenne, le spread de crédit est passé de 250 points de base en 2012 à 50 points de base aujourd'hui), les primes de risque sur les dettes périphériques de la zone euro.

Ces distorsions des prix des actifs générées par la politique monétaire font disparaître l'information contenue dans les prix des actifs sur la croissance future, la solvabilité des emprunteurs...

Au total, quand une politique économique a treize inconvénients graves, elle pourrait être remise en cause. La politique monétaire très expansionniste de la zone euro et les taux d'intérêt très bas ont certes des avantages, en particulier, celui d'améliorer la solvabilité de tous les emprunteurs en réduisant les paiements d'intérêts sur les dettes. Mais en face de cet avantage, on trouve les treize inconvénients vus ci-dessus, ce qui peut faire douter de l'intérêt, au total, du maintien de cette politique monétaire très expansionniste. Il est possible que la BCE, progressivement, prenne davantage en compte ces inconvénients, ce qui l'amènerait à corriger lentement sa politique monétaire très expansionniste.