

Des taux d'intérêt artificiellement bas ? L'épargnant et les banques centrales



René Havaux – Vice-President, Executive Committee Delen Private Bank

Les banques centrales ont fait baisser les taux d'intérêts à un niveau artificiellement bas. L'épargnant en est la première victime alors que les Etats en sont les bénéficiaires, c'est un véritable tax shift de plusieurs milliards d'Euros dont on parle peu. La montée d'une inflation monétaire dans un environnement de taux bas est atypique et constitue une menace supplémentaire pour les épargnants. La seule manière de se donner une chance de sortir de ces pièges est la prise de risques et l'investissement dans des actifs. Cette solution n'est pas à la portée de tous les épargnants. Le choix et la diversification des risques comportent des aspects techniques parfois complexes.

Le débat qui intéresse tous les épargnants, et particulièrement aujourd'hui, est certainement celui de la rentabilité de leur épargne.

Nous vivons une situation inédite qui rend l'analyse de la situation plus difficile ; on n'a pas dans l'histoire économique du monde, vécu de situations analogues qui nous permettraient d'anticiper de manière confortable l'évolution future. C'est aussi le sentiment que l'on a quand on lit des articles analytiques concernant l'action des banques centrales et les résultats enregistrés, les mécanismes sont relativement clairs mais personne ne se risque à expliquer comment cela finit.

Les principes de base sont connus : la baisse des taux favorise l'investissement et la consommation qui génère en principe une saine inflation de croissance et accessoirement, allège le coût de l'endettement des Etats.

Pourtant, plusieurs études ont montré que la baisse des taux ne favorise plus la croissance dans les proportions attendues, l'explication est peut-être que l'exagération de la baisse et son côté perçu comme 'artificiel' stresse le consommateur et l'épargnant qui réagissent en sens contraire. Nous serions même tenté de dire : 'une saine réaction de bon sens !'



La baisse des taux est telle que la consommation d'une grande partie de la population qui vit principalement de revenus de l'épargne est mise sous pression.

Pourquoi ? L'épargnant a compris qu'on ne lui paiera qu'avec grande difficulté les maigres pensions promises mais paradoxalement, et au même moment, on lui demande d'épargner moins et de dépenser plus, de consommer. Plus il perçoit le paradoxe de cette situation et plus, s'il est raisonnable, il épargne même s'il commence aussi à comprendre que son épargne n'est plus rémunérée.

Nous venons d'une époque où la situation du rentier paraissait exagérément favorable, nous avons connu la période où détenir du capital et le placer était bien plus rémunérateur que d'avoir un revenu professionnel. Le cas vécu de la situation d'un épargnant, il y a plus de 30 ans, qui détenait 10 millions de befs placés en emprunts belges lui rapportant 1 million de befs de revenus nets et avec ses 80.000 befs par mois, ce jeune épargnant envisageait de s'arrêter de travailler. On imagine la catastrophe lorsque ces chiffres sont rapportés à aujourd'hui. Cette situation réelle vécue nous fait dire que depuis des années les épargnants craignent souvent trop la bourse et trop peu l'inflation.

Par rapport à cette époque, nous sommes dans l'autre extrême : l'épargne ne rapporte plus rien voire dans de nombreux cas coûte de l'argent.

Sachant que l'activation de la croissance par l'action extrême des banques centrales ne fonctionne pas bien, on est en droit de se demander pourquoi on continue et pourquoi on prolonge ces interventions ? Mais soyons honnête, il est aussi très difficile de dire où nous en serions sans l'action des banques centrales. Ce qui est certain par contre, c'est qu'il reste - comme bénéfice de la baisse des taux - une très forte réduction du coût de financement pour les Etats.

C'est dans ce contexte qu'il faut comprendre que, sachant que les Etats ne peuvent se financer avec du court terme, les banques centrales ont fait baisser aussi les taux longs au travers du système de quantitative easing, supprimant du même coup la possibilité pour l'épargnant d'être correctement rémunéré en prenant le risque de la durée. Cette transmission par les banques centrales de la baisse des taux courts aux taux longs est aussi un phénomène relativement nouveau dans l'histoire économique et aurait dû en principe augmenter les effets stimulants de la baisse des taux.

Les taux négatifs

Les taux négatifs que l'on a vus apparaître pour les dépôts auprès de la Banque Centrale mais aussi sur des échéances allant jusqu'à 10 ans concernant le bund allemand, sont intellectuellement très difficiles à comprendre ; plus on s'endette plus on s'enrichit, ce privilège étant néanmoins réservé à la Banque Centrale, à quelques Etats et débiteurs privés très solides.

On a déjà connu des taux négatifs en francs suisses il y a 25-30 ans mais l'explication était très différente de celle que nous connaissons aujourd'hui. L'investisseur acceptait ces taux négatifs en francs suisses car il avait la conviction d'enregistrer une future plus-value sur la devise.

Le marché pense-t-il que l'Euro va tellement s'apprécier qu'il est prêt à accepter des taux négatifs ?

La perception est plutôt que cette situation est artificielle. Dans ce cas, pourquoi des acteurs économiques investissent-ils dans des produits à taux négatifs ? Car ils y sont contraints comme



certaines assureurs ou fonds de pension ? Mais dans ce cas, on peut considérer qu'il y a une bulle dans les actifs considérés comme sécurisés ; quel paradoxe. Si par contre, on estime que les taux négatifs sont le reflet d'une sécurité qui est à ce prix, les épargnants ne seront pas plus rassurés.

Si l'on part du principe que les taux d'intérêts actuels en Euros sont le résultat d'une action artificielle, et que sans ces interventions le marché aurait trouvé son équilibre à un niveau supérieur, il n'y a qu'un pas à considérer que c'est un énorme tax shift. Si l'on prend les 270 milliards d'Euros qui se trouvent dans les carnets de dépôts, une baisse artificielle de 1% des taux d'intérêts, constitue un tax shift de 2,7 milliards d'Euros que les épargnants ne toucheront pas et que les emprunteurs ne paieront pas. Sachant que le plus grand emprunteur est l'Etat, voilà un impôt qui n'est pas de la responsabilité de notre Etat Fédéral mais qui fait peu parler de lui par rapport aux quelques dizaines de millions que l'on pensait récolter avec l'impôt sur la plus-value.

Or, on estime que l'intervention de la BCE rabaisse d'environ 150 points de base le niveau des taux longs par rapport à un marché qui évoluerait librement.

En réalité, étant entendu qu'on ne peut plus monter les impôts, qu'on ne peut plus dévaluer la devise nationale, la baisse des taux est une des seules techniques encore disponible (en dehors de la baisse des dépenses) pour aider les finances publiques. Toutes ces techniques de relance touchent toujours l'épargnant : dévaluations, impôts, baisse des taux.

La croissance indispensable

Il y aura évidemment des conséquences négatives à terme.

- On assiste à un appauvrissement des épargnants qui n'osent pas prendre de risques et particulièrement de la classe moyenne. Nombre de nouveaux pensionnés sont contraints de consommer leur capital pension, lorsqu'il existe, pour compléter leur pension légale sachant que les revenus du capital sont très faibles. Pour essayer d'obtenir un rendement, l'épargnant est contraint de prendre des risques pour sortir des produits directement liés aux taux. Si cette situation se prolonge, il semble évident qu'un pays comme la Belgique, où la transmission de l'épargne familiale a toujours joué un rôle important dans la consommation mais aussi dans la bonne tenue du marché immobilier, va à terme être impacté par la disparition d'une partie de cette épargne. Or, on le sait, la consommation est le principal paramètre nécessaire à la croissance et la croissance est indispensable à la stabilisation de la dette publique. Voilà une équation qui se complique. Dans un premier temps néanmoins, les patrimoines voient baisser les revenus mais la valeur des actifs est gonflée.

- Les fonds de pension qui doivent obtenir des rendements de 3 ou 4% pour faire face à leurs engagements long terme se trouvent devant la même difficulté : prendre du risque pour essayer d'obtenir ces rendements ou baisser les bras en reconnaissant qu'on n'arrivera pas à honorer ses engagements ? A nouveau, si la situation perdure, on va peut-être légiférer pour libérer certains secteurs d'engagements qu'ils ne pourront pas tenir.

- Dans le domaine des assurances vie, la donne est la même et un article titrait de manière humoristique : 'les assureurs ont oublié de s'assurer contre la baisse des taux'.



- De manière générale, les institutions financières et en particulier les banques dont les revenus proviennent parfois jusqu'à 70% de la marge d'intérêt sont fragilisées par une baisse exagérée et prolongée des taux.

Il y a un danger à considérer que le long terme résout tout, au contraire. La transmission de l'abaissement des taux à certains secteurs ou acteurs prend du temps.

Si les taux sont bas dans le mobilier, il n'y a pas de raisons que le secteur immobilier conserve des rendements plus élevés, le processus est en route et c'est au travers du surinvestissement dans l'immobilier que les rendements sont en train de baisser. Le danger est aussi d'assister à une forte augmentation du crédit qui est devenu bon marché.

L'inertie joue un rôle également prépondérant, sinon comment expliquer les 270 milliards qui sont toujours investis en carnets de dépôts.

On considère généralement qu'il faut que les taux soient bas depuis 7 ans pour avoir 'mouliné' la plus grande partie des portefeuilles obligataires. Actuellement le coût moyen de la dette belge est encore toujours au-delà de 2,6% avec une duration de 8,7 années. L'Etat n'a dès lors pas encore empoché la totalité du tax shift décrit plus haut.

C'est aussi après une longue période de taux bas que les fonds de pension et les assureurs connaissent des difficultés. L'ensemble du portefeuille ayant été converti aux nouveaux taux produit moins de revenus mais sera aussi touché dans sa totalité le jour où les taux remonteront.

Les épargnants privés et même certaines entreprises n'ont pris la pleine mesure de la baisse des taux que récemment, les différents 'buffers' ayant freiné cette prise de conscience.

Monsieur Coene, l'ancien gouverneur de la Banque Nationale déclarait il y a quelques semaines que la baisse des taux lui apparaissait acceptable tant que les taux négatifs n'étaient pas facturés aux clients privés. Nous comprenons cette remarque, mais dans ce cas, quelqu'un doit assumer ce coût et pour l'instant ce sont les banques qui absorbent l'essentiel de cette charge.

Combien de temps cette situation va-t-elle durer ? Faut-il simplement patienter ?

Dans cette même interview, M Coene évoquait les plans financiers demandés aux banques systémiques si les taux devaient rester à ce niveau pendant 5 ans. Cette remarque confirme que cette durée n'est pas exclue au niveau des autorités. Si d'autre part on se pose la question de savoir combien de temps les Etats endettés ont-ils besoin de tous ces taux anormalement bas et de ces artifices pour assainir leur situation, on se dit que tout cela pourrait durer longtemps et ce n'est pas la petite hausse récente des taux qui va redonner à l'épargnant le sentiment que son épargne sans risque est correctement rémunérée.

D'autant plus que malgré des taux négatifs, les budgets des Etats restent en déficit important.

Il est intéressant de se demander comment on en est arrivé là ? C'est toujours l'excès d'endettement qui provoque une crise. Un marché immobilier qui baisse n'est pas problématique si l'endettement est raisonnable. Un ralentissement de la croissance n'est pas catastrophique si l'Etat n'est pas trop endetté. L'endettement actuel de nombreux Etats peut être comparé à l'endettement d'un ménage qui constaterait qu'une hausse de ses revenus de l'année prochaine est indispensable pour faire face



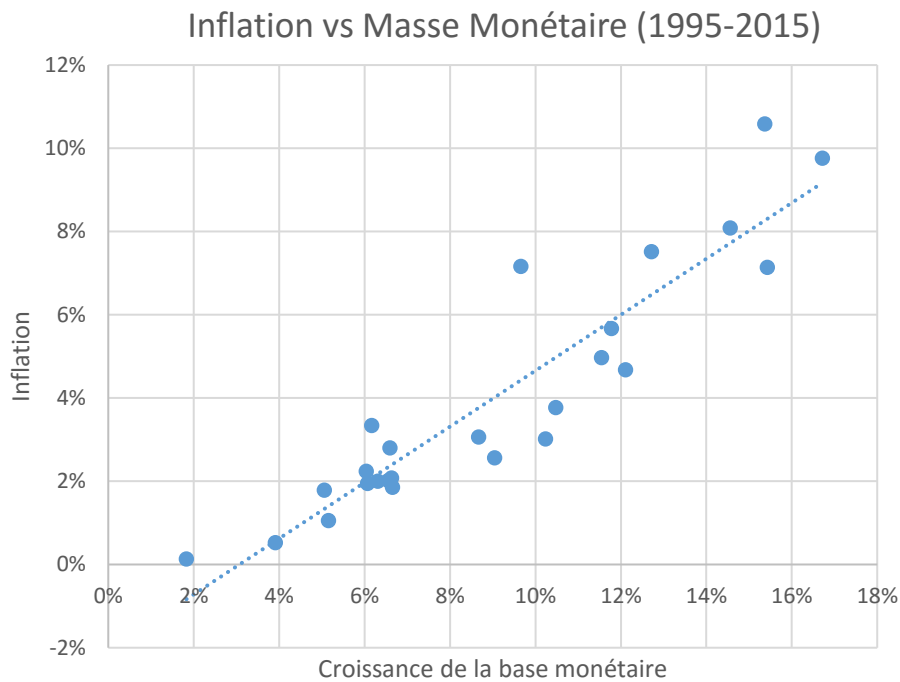
au remboursement de sa dette. Le sauvetage des banques après la crise de 2008 en est-elle la cause ? Dans un premier temps, en Belgique, la dette a effectivement augmenté par ces opérations de sauvetage mais celles-ci n'étaient pas gratuites et excepté un dossier qui n'est pas résolu, les autres banques ont rapporté de l'argent à l'Etat.

On semble aujourd'hui redécouvrir qu'il y a des dettes plus acceptables que d'autres, celles qui font face à un actif (infrastructures, participations etc...) et celles qui n'ont plus aucune contrepartie dans le bilan de l'Etat. Une autre difficulté est que le niveau acceptable d'une dette n'est pas un chiffre fixe et connu ; il n'est pas décidé par le débiteur mais par le marché qui peut considérer qu'un niveau de dettes qui était acceptable hier ne l'est plus aujourd'hui.

Les médias donnent souvent l'impression que l'on cherche à comprendre comment fonctionne l'économie. On a en réalité relativement bien compris et il suffit de regarder ce qu'ont fait les Etats qui s'en sortent bien. Si les taux négatifs étaient la solution, pourquoi un pays comme les Etats-Unis n'en n'a-t-il pas eu besoin pour retrouver la croissance et le plein emploi ? C'est plutôt le refus d'appliquer certaines recettes qui pose problème mais on rentre dans un débat politique.

Les déficits des Etats

Il semble bien que la baisse artificielle des taux ne suffise pas aux Etats pour retrouver leur équilibre budgétaire. Le déficit budgétaire dépasse la croissance du PIB et la dette, qui de toute manière ne sera pas remboursée, entre dans un processus de croissance. Pour sortir de cette spirale, une menace complémentaire guette l'épargnant : l'inflation. La combinaison de taux très bas associés à une inflation monétaire (anormal en économie) serait un cocktail particulièrement intéressant pour les détenteurs de dettes mais dévastateur pour l'épargnant. A ce niveau, la question intéressante est de savoir si l'injection de liquidités par les banques centrales ne va pas s'avérer inflatoire. L'analyse du passé montre que l'augmentation d'une masse monétaire par rapport à une économie réelle qui ne connaît pas la même croissance est effectivement inflatoire mais cette corrélation n'est observée que sur le long terme.



Graphique de la corrélation entre masse monétaire et inflation

Cette inflation monétaire est différente d'une saine inflation de croissance. Le danger étant d'activer un mécanisme avec une grande intensité mais dont les effets secondaires ne seront perceptibles que beaucoup plus tard. Ce délai s'explique par une série de mécanismes parfois plus complexes comme la vélocité ou l'influence déflatoire des prix de l'énergie. Le 'deleveraging' des banques classiques a également, durant toute une période, compensé la croissance monétaire générée par les banques centrales mais cette décroissance du bilan des banques privées est aujourd'hui terminée. L'action des banques centrales a un côté addictif ; tant qu'on continue, les effets négatifs sont postposés mais c'est le sevrage qui sera difficile. Pour la première fois, la BCE vient de décider de diminuer l'intensité des rachats même si dans le même temps elle en prolonge la durée. A plus long terme, le rachat d'obligations par la BCE connaîtra un problème technique : la quantité d'obligations rachetée est 4 fois supérieure aux nouvelles émissions du marché, c'est la raison pour laquelle le périmètre des obligations éligibles a été élargi à plusieurs reprises. Au Japon, la banque centrale achète aussi des actions ce qui contribue clairement à gonfler artificiellement la valeur des actifs. A nouveau, ce principe est addictif. Les décisions des banques centrales impactent aussi fortement le comportement des devises au niveau international et une véritable concurrence mondiale existe pour ne pas être pénalisé par une trop forte hausse de sa devise. L'économie mondiale connaît une concurrence jamais égalée. Les chocs concurrentiels sont très intenses au point de voir réapparaître les barrières douanières, dont on pensait que chacun avait compris les effets négatifs sur la croissance à long terme.



Que peut faire l'épargnant ?

Comment tenter d'échapper au piège des taux réels négatifs ?

Celui qui investit sans risques aujourd'hui perdra probablement plus de 20% de son pouvoir d'achat en une décennie si les paramètres se maintiennent.

Pour essayer d'éviter ce piège, il faut prendre des risques et investir dans des actifs dont les plus courants sont les actions et l'immobilier. Il faudra néanmoins être vigilant car des flux acheteurs importants provoquent aussi des bulles. Dans un premier temps, la revalorisation des actifs est bénéfique mais la correction peut aussi être brutale.

Pourquoi à plus long terme l'immobilier conserverait-il des taux de 3 ou 4% sans risques dans un environnement général de taux nuls ? Au départ, ces taux très bas vont favoriser le bon comportement de ce marché.

Dans le marché immobilier, la baisse de rendements peut se faire par la hausse des prix mais aussi par la baisse des loyers, ou les deux.

Les actions : sont-elles chères ? Le rapport cours/bénéfices en Europe est à un niveau qui a régulièrement été atteint par le passé. Le rendement brut sur dividendes de l'Eurostoxx s'établit à 3,65% avec un 'pay out ratio' d'environ 75%, c-à-d en distribuant les trois-quarts des bénéfices.

Sachant que les épargnants restent marqués par 2008 et que la volatilité reste grande, la recherche de rendement par les professionnels se fait aussi dans des actifs plus spécifiques tels que les emprunts perpétuels, les 'Cocos (contingent convertible) et les futurs sur dividendes.

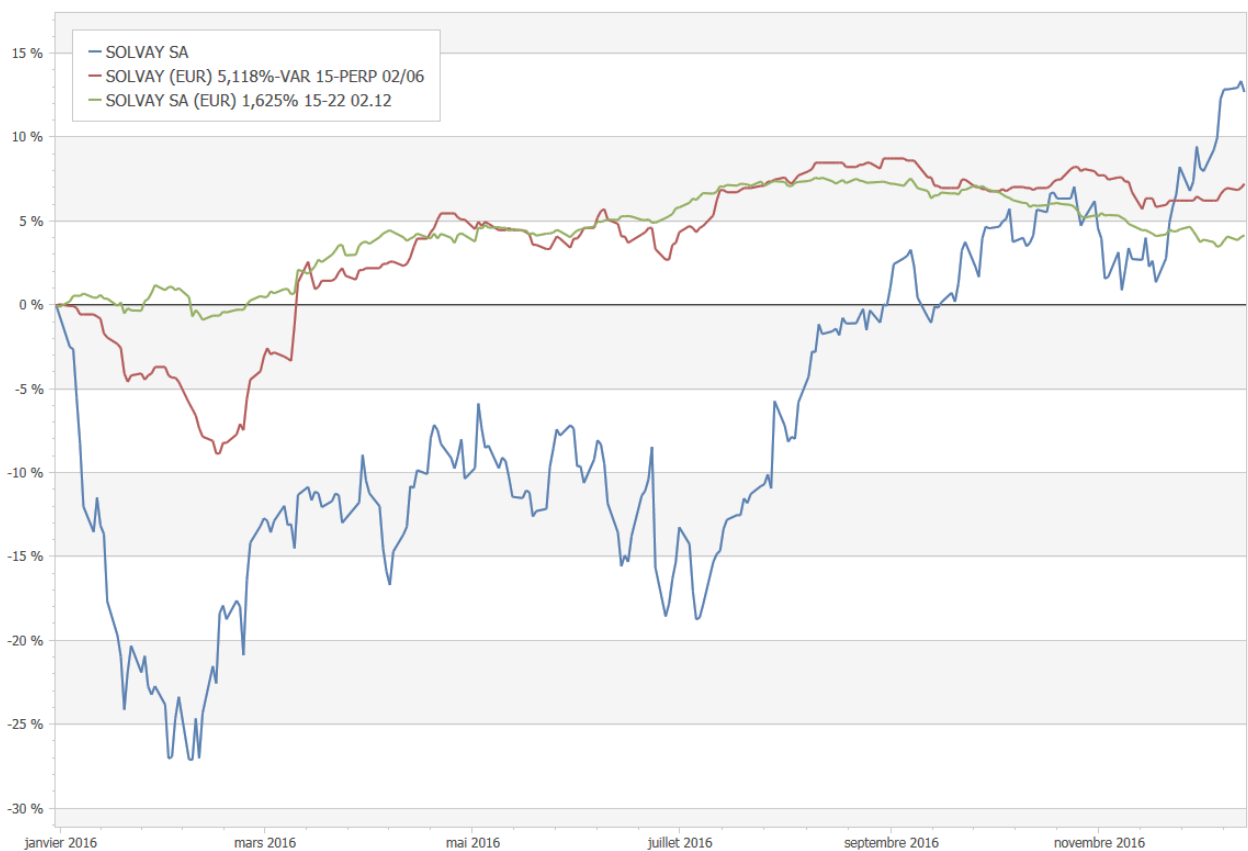
Le rendement des obligations 'investment grade' étant proche de zéro car contaminé par l'action des banques centrales, il peut y avoir un intérêt pour l'investisseur professionnel à s'aventurer dans les emprunts perpétuels qui affichent une moins grande volatilité que les actions mais parfois aussi une liquidité plus réduite en échange de rendements de 3,4 ou 5%. L'émetteur qui se trouve face à un besoin de financement, par exemple lors d'un rachat comme ce fut le cas pour Solvay il y a un an, peut utiliser ces emprunts perpétuels afin d'éviter de diluer les actionnaires historiques ou familiaux par une trop grande augmentation de capital ou de trop augmenter son endettement par des obligations classiques. En effet, comptablement ces produits sont considérés comme des fonds propres. Ces emprunts ont aussi un caractère subordonné. Dans ce contexte, afin de ne pas cumuler les risques, il est important de se concentrer sur des débiteurs de qualité et d'investir maximum 1% par débiteur. Le prospectus doit être analysé en détail afin de bien comprendre les conditions du 'call' (remboursement décidé par l'émetteur) et les pénalités dans le cas contraire. Une série d'éléments techniques doivent être vérifiés : que se passe-t-il si les intérêts ne sont pas payés au moment prévu ? Sont-ils perdus ou cumulables avec les suivants ?

La durée de ces obligations est généralement assimilée à la date du 'call' mais ici aussi la prudence et l'analyse s'imposent. La sensibilité à la hausse des taux est très technique et peut varier en fonction de nombreux paramètres. Si le taux de rémunération comporte une grande prime de risque, l'impact

sur le cours sera plus faible. Plus la rémunération de l’obligation perpétuelle est éloignée des taux classiques, moins le cours de l’obligation sera impacté par une hausse modérée des taux.

C’est souvent la liquidité qui sera impactée dans les situations de crise du marché.

Le principe de base dans la gestion est souvent que les risques de ces emprunts remplacent dans le portefeuille un risque ‘actions’. D’où l’intérêt de comparer les évolutions de cours de l’action avec l’obligation perpétuelle du même débiteur.

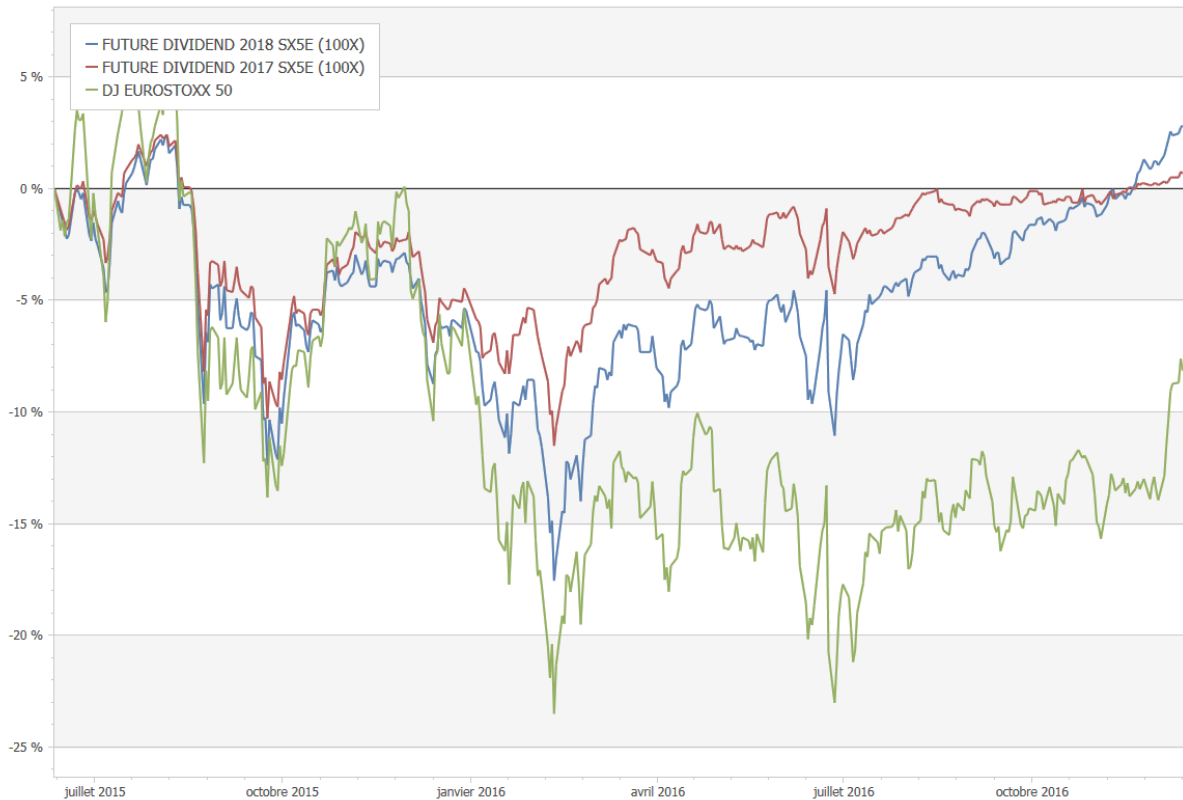


Graphique ‘Perpétuels versus actions’

Plus volatiles encore sont les Cocos dont le but est de renforcer les fonds propres des banques pour faire face à d’éventuelles situations difficiles. Aux Pays-Bas, on appelle ces produits ‘buffer obligaties’, qui portent bien leur nom. Dans un portefeuille ces produits doivent être considérés comme un assaisonnement, on en met très peu.

Les futurs sur dividendes sont un actif offrant moins de volatilité que les actions. Acheter ce futur, c’est acheter le droit de percevoir les dividendes futurs d’une année donnée pour les actions faisant partie d’un indice. Ces dividendes futurs s’achètent généralement avec une décote (de 10 à 15%) car le marché est structurellement vendeur : les banques qui fabriquent des produits traquant un indice, sont effectivement vendeuses des dividendes.

Comme les sociétés essaient d'éviter de baisser le dividende à la moindre variation de résultat, les futurs sur dividendes affichent une meilleure stabilité que le cours de l'action.



Graphique futurs sur dividendes versus actions

L'épargnant à la recherche de rendement est contraint de prendre des risques mais aussi parfois de s'investir sur des marchés qui ont été moins impactés par la baisse des taux et par l'action des banques centrales. Ces risques nouveaux doivent faire l'objet d'un grand morcellement et d'un suivi professionnel, mais c'est aussi quand les difficultés sont importantes que la valeur ajoutée du gestionnaire est maximale.

Conclusion

Les taux d'intérêts très bas et artificiellement bas sont une difficulté majeure pour l'épargnant mais peuvent être une opportunité momentanée pour les Etats de remettre de l'ordre dans les finances publiques. Cette situation ne peut pas durer. Les conséquences négatives à long terme risquent de dépasser les effets positifs à court terme.