

UN HÉRITAGE MÉCONNU DE LA CRISE DES « SUBPRIME »

Le poison des taux d'intérêt négatifs

Depuis la crise de 2007-2008, les tentatives de relance de l'économie opérées par les banques centrales occidentales reviennent à amasser des barils de poudre dans une usine d'allumettes. De façon à placer le secteur financier sous perfusion, les grands argentiers ont adopté une politique de taux d'intérêt planchers, voire négatifs. Au prix de déséquilibres profonds, qui préparent les conditions d'une nouvelle crise.

PAR FRÉDÉRIC LEMAIRE & DOMINIQUE PLIHON

PAYER pour déposer de l'argent à la banque? L'idée paraît saugrenue. Pourtant, en Allemagne et, plus récemment, en Suisse, une trentaine d'établissements ont décidé de facturer les dépôts de leurs plus riches clients. La filiale helvétique d'UBS a annoncé que, à partir du 1er novembre 2019, elle se rémunérerait à hauteur de 0,75% sur les dépôts supérieurs à 2 millions de francs suisses (environ 1,8 million d'euros). En France, de telles mesures ne sont pas à l'ordre du jour. Mais les taux de rémunération de certains comptes d'épargne, comme le livret A, sont inférieurs à l'inflation, qui mesure la hausse des prix; l'épargne perd de la valeur. Tous ces signaux témoignent de dysfonctionnements de plus en plus manifestes du secteur financier. Au cœur du problème, ce qui s'apparente à une aberration économique : l'application de taux d'intérêt négatifs.

En général, lorsqu'un acteur économique emprunte de l'argent à un autre, il rembourse une somme plus importante : le montant de départ auquel il doit ajouter une rémunération calculée à partir du taux d'intérêt pratiqué. Lorsque les taux plongent dans l'univers négatif, la transaction prend un tour incongru. Ainsi un crédit de 100 euros adossé à un taux d'intérêt de - 2% par an entraîne-t-il un remboursement de 98 euros après douze mois. En d'autres termes, avec les taux négatifs, il devient possible de gagner de l'argent... en s'endettant.

Une situation imaginaire? Pas le moins du monde. Depuis quelques années, les obligations souveraines de la France et de l'Allemagne sont émises à des taux négatifs. Paris et Berlin s'endettent donc sans avoir à rembourser la totalité des sommes empruntées. La politique de rémunération des dépôts pratiquée par certaines banques relève d'une même logique de taux négatif : les déposants sont mis à contribution alors même qu'ils « prêtent » aux banques les sommes versées sur leurs comptes.

Pour expliquer une situation aussi singulière, il faut remonter aux mesures adoptées au lendemain de la crise financière de 2007-2008. Soucieux d'éviter l'effondrement du système financier, largement responsable de la crise, les gouvernements occidentaux en ont renfloué les grands acteurs. Mais les « plans de sauvetage », adoptés dans l'urgence, ne représentaient qu'un des aspects de l'opération. Le second, essentiel, a consisté à appliquer des politiques monétaires dites « non conventionnelles », d'une ampleur sans précédent. Leur principe? Mettre les acteurs et marchés financiers sous perfusion de liquidités.

Ainsi, en 2011 et 2012, la Banque centrale européenne (BCE) a accordé des prêts à long terme aux

banques à travers les *long term refinancing operations* (LTRO), à des conditions particulièrement favorables : des prêts à taux nul sur trente-six mois, par exemple. Cette intervention dans un contexte de grande fébrilité bancaire visait à aider les banques à faire face à leurs échéances de remboursement.

Les facteurs d'instabilité s'accumulent

Ces injections de liquidités ont également pris la forme de rachats de titres, notamment à partir de mai 2010, quand la crise de la dette grecque a obligé les grands argentiers européens à rompre avec l'orthodoxie monétaire, opposée à toute intervention directe sur les marchés de la dette publique. La BCE est alors intervenue sur le marché secondaire (1) pour racheter aux banques et aux investisseurs des titres de pays surendettés (Grèce, Irlande, Portugal...). Puis, à partir du premier trimestre 2015, la BCE a mené plusieurs programmes d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*), à l'instar de la Réserve fédérale (Fed), son homologue américaine. En 2016, entre le 8 juin et le 15 juillet, elle a racheté pour plus de 10 milliards d'euros de titres de dette privée, dans l'objectif de soutenir les cours des obligations et surtout de circonscrire le risque d'un krach sur le marché obligataire.

Troisième aspect des politiques monétaires non conventionnelles : les banques centrales ont eu recours à une baisse importante de leurs taux directeurs (ceux auxquels les établissements bancaires ont accès, à court terme, pour se refinancer). La Fed a orienté son taux à la baisse dès le début de la crise, en septembre 2007. Après avoir tergiversé — orthodoxie monétaire oblige —, la BCE s'est résignée à l'imiter à partir de 2011. Cette réduction continue a conduit plusieurs banques centrales, dont la BCE, à basculer dans l'univers des taux négatifs. Objectif affiché : que les banques répercutent les largesses dont elles bénéficiaient à l'économie réelle. Autrement dit, qu'elles irriguent le reste de l'économie, de façon à générer investissements, croissance et emplois.

L'opération s'est soldée par un échec. Les taux bas n'ont pas engendré de regain d'activité économique, mais un gonflement sans précédent de la sphère financière et un accroissement de l'instabilité, dont les signes se multiplient. La chute des taux présente en effet plusieurs effets pervers.

En premier lieu, elle érode la rentabilité des activités traditionnelles de crédit des banques, notamment en Allemagne, pays dont le secteur bancaire s'avère particulièrement dépendant d'activités liées aux taux d'intérêt. Pour lutter contre la chute de la rentabilité de leurs activités de crédit, les banques augmentent alors les frais bancaires, réduisent la rémunération des dépôts et développent leurs activités de marché, les plus périlleuses.

La chute de la rentabilité des titres de la dette publique a également un impact sur les investisseurs institutionnels, tels les assureurs ou les fonds de pension. La dette obligataire constitue en effet une partie essentielle de leurs actifs. Lorsque la baisse de la rentabilité des obligations menace leur capacité à honorer leurs engagements, ils explorent des investissements plus rémunérateurs. Et donc plus risqués.

Dès lors, les facteurs d'instabilité financière s'accumulent. Car le dynamisme accru de ces marchés et le développement des activités à risque alimentés par le crédit bon marché ont conduit les acteurs à emprunter massivement. Le niveau de l'endettement mondial, public et privé, a fortement augmenté : exprimé en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) global, il est passé de 200 % en 2008 — à l'époque, un pic — à 230 % en 2018, alors que la production de richesse mondiale connaissait une croissance de 35 % environ sur cette période. Cette bulle de crédit a alimenté la hausse des cours des marchés d'actions et des obligations, lesquels ont atteint des niveaux historiquement élevés. Au point que l'un des instigateurs de l'euphorie financière des années 2000, l'ancien président de la Fed Alan Greenspan, a mis en garde, en février 2018, contre la formation de bulles. L'histoire des crises financières confirme ses craintes...

Les taux négatifs sur les titres de dette publique des pays jugés sûrs, comme l'Allemagne et la France, reflètent une grande incertitude quant à l'évolution future de l'économie et des marchés financiers. Dans ce contexte, les investisseurs se disputent ces titres dits sans risque, malgré des rémunérations

faibles, voire négatives.

Les taux bas ont également un impact en matière d'inégalités sociales. « On ne prête qu'aux riches », affirme la sagesse populaire. Cela reste vrai même quand l'argent est bon marché. Dans le cas de l'immobilier, la situation actuelle offre aux investisseurs et aux particuliers les plus riches la possibilité de multiplier les placements dans la pierre. Résultat : les prix de l'immobilier n'ont cessé de croître ces dix dernières années dans la plupart des grandes capitales européennes. Au détriment des populations moins bien loties, qui subissent l'envolée des prix et loyers. Sans compter que cette hausse s'apparente, dans certaines capitales comme Paris, à une bulle spéculative qui pourrait, en cas de retournement, causer d'importants dommages financiers. Autre exemple d'effet d'aubaine : certaines grandes entreprises profitent du crédit à bas coût pour s'engager dans des opérations de *buy-back*. Elles s'endettent non pour investir, mais pour racheter leurs actions, afin d'en gonfler artificiellement le cours...

Enfin, les taux négatifs affectent les monnaies. Ils encouragent les capitaux flottants à se déplacer pour trouver de meilleurs rendements, en particulier vers les pays émergents comme la Chine et le Brésil, dont les taux d'intérêt sont plus élevés ; ce qui pousse à la hausse le cours de leurs monnaies, dégradant ainsi la compétitivité de leurs exportations. Pour tenter d'enrayer le phénomène, les banques centrales des pays émergents ont puisé dans leurs réserves de change de façon à contenir la hausse et la volatilité de leurs taux de change. Selon Reuters, les réserves de change des quinze plus grandes économies émergentes ont diminué de 514,1 milliards de dollars en 2015 (2). Celles de la Banque de Chine ont fondu de 207,4 milliards de dollars rien qu'entre décembre 2015 et janvier 2016.

Agissant comme une drogue, le maintien des taux bas sur une longue période provoque de profonds dérèglements, ainsi qu'un phénomène d'accoutumance. Cela explique qu'il soit désormais si délicat pour les banques centrales d'envisager un changement de politique monétaire. Tout d'abord parce qu'une remontée significative des taux d'intérêt pourrait provoquer une vague d'insolvabilité parmi les entreprises les plus fragiles, qui subsistent grâce à des conditions de crédit particulièrement favorables. Ensuite parce qu'elle pourrait provoquer un krach sur le marché des obligations. Une hausse des taux aurait pour effet mécanique de déprécier les cours des dettes contractées sur la base de rémunérations plus faibles, suscitant une dynamique autoentretenu de ventes en urgence des obligations sur un marché déjà aux aguets. Enfin, une volte-face des banques centrales pourrait entraîner l'appréciation de certaines monnaies, au détriment, notamment, des exportations des pays concernés, et générer une guerre des monnaies.

Impuissance des banques centrales

Ainsi, les politiques monétaires « non conventionnelles » ont atteint un point de non-retour, alors même que leur inefficacité est patente. Elles ont été justifiées par la nécessité de soutenir le secteur financier, de sortir de la crise et de relancer l'activité économique. Or, d'une part, elles ont largement contribué à l'accroissement de l'instabilité financière et, de l'autre, elles n'ont pas permis de relancer la machine. La croissance mondiale a fortement ralenti, certains commentateurs annonçant la réalisation du scénario de « stagnation séculaire ». L'impuissance des banques centrales et de leur politique de taux bas se manifeste tout particulièrement dans la zone euro. Alors qu'elle a injecté plus de 2 600 milliards d'euros dans le système financier européen, soit l'équivalent du PIB de la France, la BCE n'a pas empêché la zone euro de devenir l'une des régions du monde les plus déprimées sur le plan économique, avec un taux de chômage élevé, qui se maintient à un niveau moyen proche de 9% en 2019.

Pourquoi les moyens exceptionnels mis en œuvre par les banques centrales ne fonctionnent-ils pas ? Une première explication est celle de la « trappe à liquidité », déjà formulée par l'économiste britannique John Maynard Keynes. Pour que l'injection de liquidités dans le secteur financier permette de relancer l'économie, encore faudrait-il qu'il existe une demande de crédit non satisfaite : des entreprises, par exemple, qui souhaitent investir mais qui n'y parviennent pas, faute de moyens.

Dans le cas contraire, les liquidités alimentent la spéculation. L'exemple de l'Union européenne illustre ce mécanisme. Les sociétés s'endettent à taux bas non pour accroître leurs capacités de production, mais pour racheter leurs propres actions, dans un climat d'incertitude économique, de consommation en berne et de manque de confiance dans l'avenir.

Les résultats désastreux des injections de liquidités tiennent fondamentalement à la nature contradictoire des politiques néolibérales menées dans la zone euro. D'un côté, la BCE continue d'actionner l'accélérateur monétaire : elle est piégée dans une politique de taux bas — voire négatifs — qui, si elle était abandonnée, pourrait conduire à une nouvelle crise financière de grande envergure. De l'autre, les gouvernements et les entreprises s'enferment dans des politiques de rigueur budgétaire et salariale qui freinent l'activité et l'emploi et qui expliquent l'atonie de l'investissement dans la sphère productive.

Pourtant, des taux bas offrent une chance : celle de financer des investissements, des hausses de salaire, des créations d'emplois par la dépense publique, et de donner enfin la priorité aux objectifs de la transition écologique et sociale. Car les errements de la politique économique actuelle apportent au moins une démonstration : les acteurs privés sont incapables de réaliser les investissements à long terme requis par la transition... même quand les taux d'intérêt sont faibles.

FRÉDÉRIC LEMAIRE & DOMINIQUE PLIHON

Membres de l'Association pour la taxation des transactions financières et pour l'action citoyenne (Attac), respectivement chercheur au Centre d'économie de l'université Paris-Nord (CEPN) et professeur d'économie financière à l'université Paris-XIII.

(1) Il existe deux marchés de la dette publique. Le marché primaire est celui où l'État émet ses obligations, qu'il vend à des investisseurs ; le marché secondaire, celui où les investisseurs revendent leurs titres avant échéance. Lire Renaud Lambert et Sylvain Leder, « *L'investisseur ne vote pas* », *Le Monde diplomatique*, juillet 2018.

(2) Jamie McGeever et Sujata Rao, « *Chute de \$500 mds des réserves de change des émergents* [<https://fr.reuters.com/article/idFRL8N1443FS20151215>] », Reuters, 15 décembre 2015.

Lire aussi [le courrier des lecteurs](#) dans notre édition de janvier 2020.

Mot clés: Banque Finance Monnaie Économie Entreprise Capitalisme Libéralisme Spéculation
Crise monétaire Néolibéralisme Crise économique Crise financière