

RISK&OPPORTUNITIES

SG Études Économiques et Sectorielles

Les défis des taux d'intérêt bas

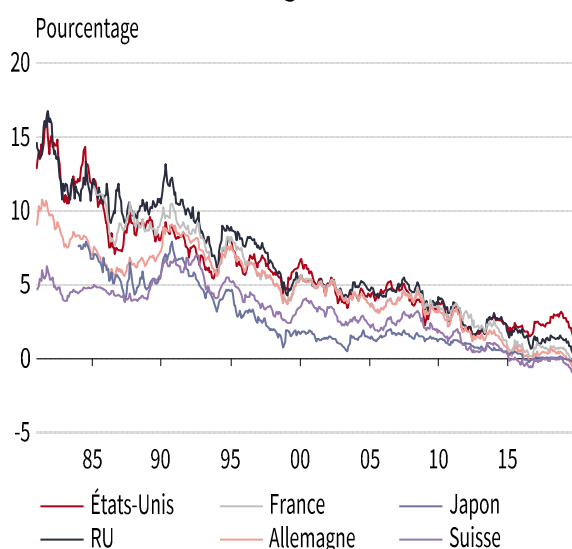
Marie-Hélène DUPRAT

Conseillère auprès du
Chef économiste

Une aubaine pour les emprunteurs, dont la solvabilité s'en trouve renforcée, l'environnement actuel de taux ultra-bas est un véritable défi pour les investisseurs qui voient la rémunération de leur épargne chuter. En outre, la persistance de taux bas / négatifs peut renforcer un certain nombre de risques pesant sur la stabilité financière notamment en encourageant le recours à l'effet de levier de la dette, en contribuant à une hausse potentiellement insoutenable des prix des actifs et en incitant certains investisseurs en quête de rendement à prendre des risques excessifs. Si les banques, dans leur ensemble, présentent aujourd'hui une plus grande résilience qu'avant la crise financière de 2008, de nouvelles vulnérabilités sont apparues à mesure que les investisseurs se sont tournés vers des actifs à la rentabilité plus élevée, mais plus risqués ou moins liquides, émis par les acteurs financiers non bancaire. La capacité du nouveau système financier à faire face aux chocs macro-financiers reste à ce jour non démontrée.

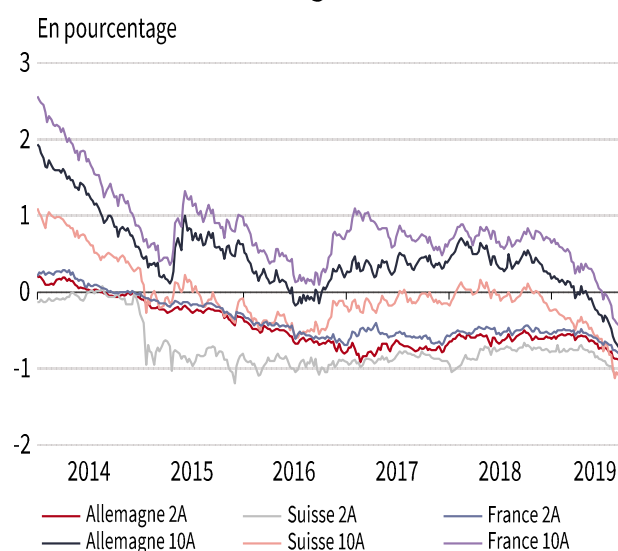
Depuis les années 1980, dans nombre de pays développés, les taux d'intérêt à long terme sur les titres sans risques se sont inscrits dans une tendance baissière marquée pour atteindre aujourd'hui des niveaux avoisinant 0 % ou même négatifs, en ligne avec les niveaux estimés du taux d'intérêt réel « d'équilibre » ou « naturel »¹.

Rendement des obligations d'État à 10 ans



Source : Refinitiv Datastream.

Rendement des obligations d'État



Source : Refinitiv Datastream.

¹ Le taux d'intérêt « naturel » ou « d'équilibre » peut être défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec le plein emploi des facteurs de production et une inflation stable. Voir Société Générale (2019), « Le taux d'intérêt d'équilibre de long terme », *L'Économie Pour Tous*, juillet.

La baisse des taux s'est récemment transformée en effondrement, avec l'expansion des taux d'intérêt négatifs. Le stock mondial de dette à taux négatif touche aujourd'hui un plus haut historique à 17.000 milliards de dollars. Du jamais vu dans l'histoire de l'humanité. Un tiers de l'univers des obligations souveraines dans le monde – et deux tiers en Europe – ont des rendements négatifs. Mais les taux négatifs ne sont plus l'apanage des dettes souveraines : les dettes d'entreprises traitant à taux négatifs dépassent maintenant 1.000 milliards de dollars.

Cet environnement de taux ultra-bas voire négatifs a de nombreux effets favorables : il soutient la croissance économique, il réduit les paiements d'intérêts sur les dettes, renforçant ainsi la solvabilité des emprunteurs (publics et privés), et il favorise la réalisation des projets d'investissement à long terme dont la valeur actuelle nette est augmentée par la baisse des facteurs d'actualisation.

Mais il constitue aussi un véritable défi à la fois pour les investisseurs, qui voient la rémunération de leur épargne chuter, et pour la stabilité financière. La persistance de taux bas / négatifs peut en effet renforcer un certain nombre de risques pesant sur la stabilité financière car elle favorise la progression de l'endettement, elle encourage le recours à l'effet de levier de la dette (i.e. l'augmentation du poids de l'endettement dans la structure financière), elle alimente une hausse potentiellement insoutenable des prix des actifs, y compris immobiliers, et elle peut inciter les investisseurs confrontés au défi de la quête de rendement à une prise de risque excessive.

Progression de l'endettement

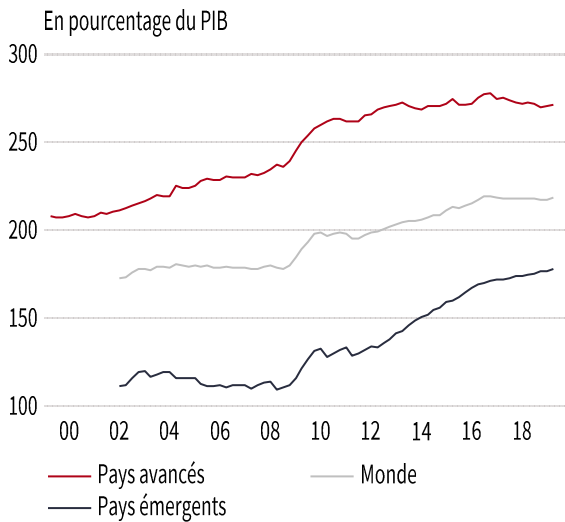
Niveaux records de la dette globale

Des taux bas encouragent naturellement les acteurs économiques à contracter davantage de dettes. C'est ainsi que jamais le monde n'a été aussi endetté : la dette globale, tous pays et tous emprunteurs confondus, atteint aujourd'hui 246.500 milliards de dollars, soit 320% du PIB mondial². La dette non financière (publique et privée) mondiale est plus élevée qu'elle ne l'était avant la crise financière de 2008, représentant l'équivalent de près de 220% du PIB mondial contre 179% en mars 2008. Plus de la moitié de cette dette est le fait des États-Unis, du Chine et de le Japon, les trois premiers emprunteurs au monde.

Si la baisse des taux a permis au monde de retrouver un certain niveau de croissance après la crise financière de 2008 puis la crise européenne de 2011-2012, elle a aussi rendu le secteur non financier plus vulnérable à un resserrement des conditions financières et à un retournement de la conjoncture économique.

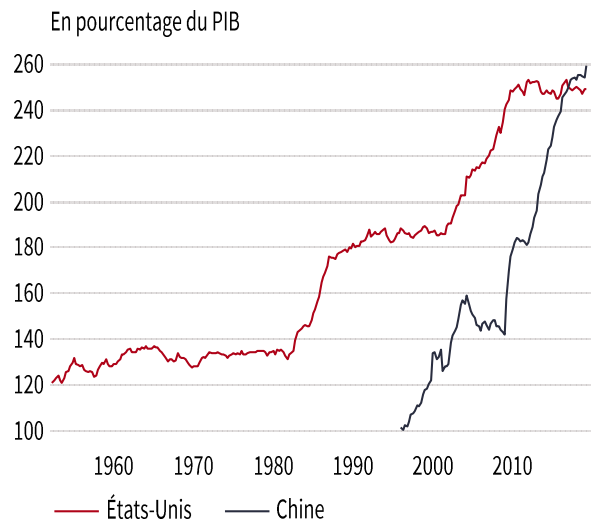
² Voir Institute of International Finance (2019), "Déjà vu – lower rates, higher debt", Global Debt Monitor, 15 juillet.

Dette du secteur non financier



Source : Refinitiv Datastream.

Dette du secteur non financier

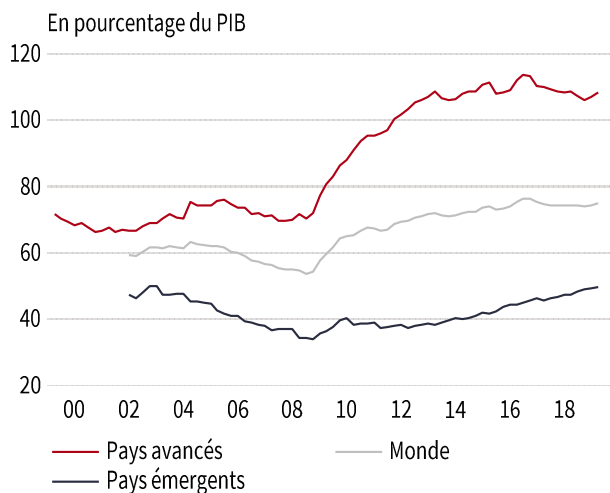


Source : Refinitiv Datastream.

Dette publique

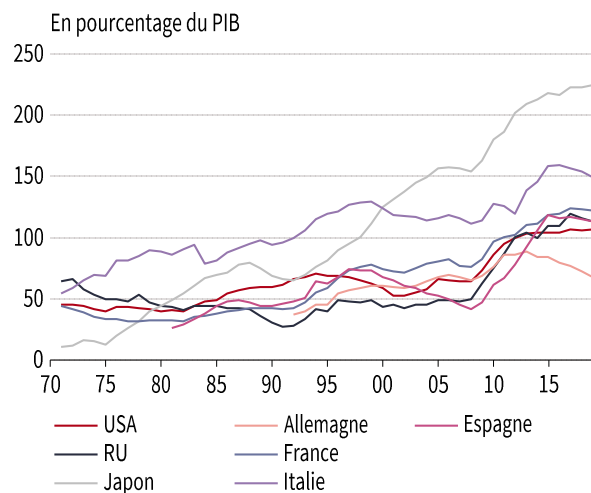
Depuis l'éclatement de la crise financière mondiale, en 2008, la dette des États dans le monde développé a connu une hausse spectaculaire, passant de 70 % du PIB au T2 2008 à 107 % du PIB au T4 2018 (après avoir touché un pic historique de 114 % du PIB au T2 2016), conséquence directe d'une récession sévère, de sauvetages bancaires, et de programmes de relance budgétaire.

Dette du secteur public



Source : Refinitiv Datastream.

Dette du secteur public

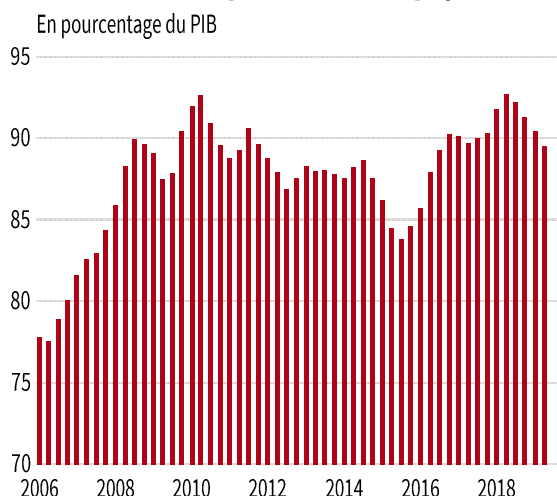


Source : Refinitiv Datastream.

Dette des entreprises

De la même façon, la dette du secteur des entreprises dans les grandes économies a atteint des niveaux records.

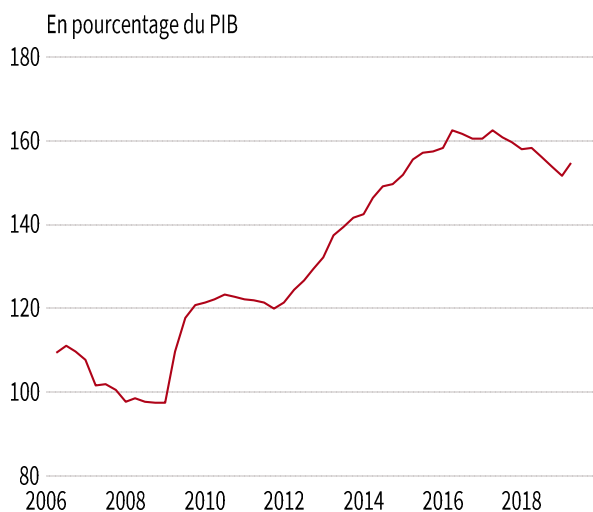
Dette des entreprises dans les pays avancés



Source : Refinitiv Datastream.

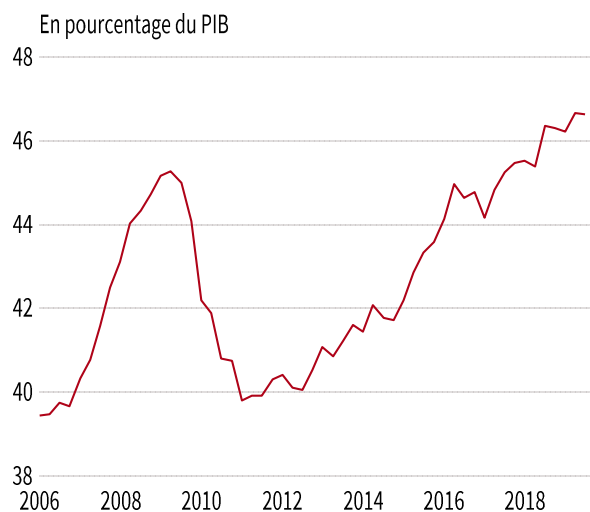
Le ratio d'endettement des entreprises rapporté au PIB de la Chine figure désormais parmi les plus élevés au monde ; en hausse de près de 65 points de pourcentage en dix ans, il a affiché l'augmentation la plus rapide enregistrée dans les principales économies. Aux États-Unis, La dette des entreprises a plus que doublé depuis 2008-2009 pour atteindre aujourd'hui un plus haut historique de près de 50 % du PIB.

Dette du secteur des entreprises en Chine



Source : Refinitiv Datastream.

Dette du secteur des entreprises aux USA



Source : Refinitiv Datastream.

Autre élément préoccupant : la part des entreprises présentant un profil de crédit peu solide ou étant déjà très endettées est celle qui a affiché la progression la plus forte. Selon le Fonds monétaire international (FMI), l'encours des obligations notées BBB (la note la plus basse en catégorie investissement, à un cran de la notation en dette spéculative) a quadruplé depuis

la crise, tandis que celui des obligations spéculatives a pratiquement doublé aux États-Unis et dans la zone euro³.

Si l'importance de la part des entreprises disposant d'une note BBB sur leur dette n'est pas un problème en période de croissance, cela représente toutefois une fragilité latente pouvant être activée en période de stress ou de détérioration rapide de l'activité économique. Le risque, en effet, c'est qu'en cas de choc macroéconomique ou financier, les notations des émetteurs classés en BBB tombent en catégorie spéculative, entraînant des ventes forcées de la part des fonds communs obligataires, qui ne peuvent avoir qu'une proportion déterminée de titres risqués dans leur portefeuille. L'OCDE estime qu'en cas de choc financier similaire à celui de 2008, 500 milliards USD d'obligations émises par les sociétés les moins bien notées de la catégorie investment grade basculeraient en catégorie spéculative en l'espace d'un an, représentant des cessions forcées que les investisseurs présents sur ce marché auraient du mal à absorber⁴.

Valorisations élevées des actifs

Les taux bas poussent les valorisations des actifs financiers à la hausse *via* trois effets principaux :

- Ils favorisent la création de crédit, l'injection de liquidité dans l'économie et donc en théorie l'inflation des prix et des niveaux de valorisation des actifs (immobilier, action, obligation...) qui augmentent sous le poids de la demande.
- Ils poussent les investisseurs en quête de rendement vers des actifs plus rémunérateurs / plus risqués, tels que les actions ou les dettes spéculatives.
- La valorisation des actions est d'autant plus élevée que les taux d'intérêt – qui servent à actualiser les flux futurs de dividendes – sont bas.

Aux États-Unis, les valorisations des actifs financiers ont également été tirées vers le haut par les montants records d'opérations financières, telles que les rachats d'actions, observés ces dernières années. Les rachats d'actions par les entreprises du S&P 500 ont battu un nouveau record en 2018, avec 1.038 milliards de dollars de leurs propres actions rachetées, selon TrimTabs RI. Pour JP Morgan, ces rachats d'actions ont été financés principalement par les cash-flows et par les bilans des entreprises.

Au cours de ces dernières années, Wall Street a volé de record en record. Le CAPE (pour Cyclically Adjusted Price-Earnings ratio), dit aussi PER de Shiller⁵, élaboré par Robert J. Shiller pour jauger de la valorisation des actions ressortait, fin juillet, à 30,31 pour les États-Unis (après avoir atteint 33,31 en janvier 2018), soit un niveau similaire à celui (30) atteint lors des années précédant le krach de 1929 et plus élevé qu'à n'importe quelle période depuis 1881

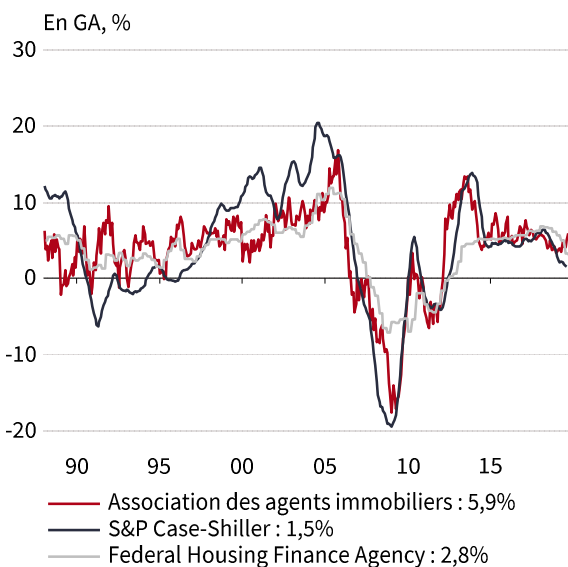
³ FMI (2019), *Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle*, Global Financial Stability Reports, April.

⁴ Voir OCDE (2019), *Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy*, OECD Capital Market Series, 25 février.

⁵ Le CAPE ou PER de Shiller a pour but de corriger les imperfections du PER (Price Earnings Ratio) classique en prenant la moyenne des bénéfices annuels sur une période de dix ans afin de lisser l'effet du cycle économique.

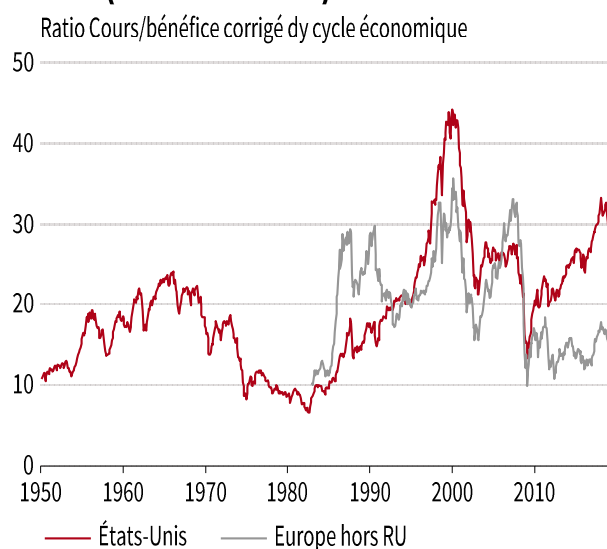
sauf lors des années précédant l'éclatement de la bulle Internet en 2000, où il avait atteint 44,20.

US: Prix de l'immobilier



Source : Refinitiv Datastream.

CAPE (ou "PER de Shiller")



Source : Refinitiv Datastream.

Course aux rendements et prise de risque

Essor de la finance à effet de levier

A l'ère des taux bas, voire négatifs, et des liquidités pléthoriques, la quête de rendement a entraîné les investisseurs vers des actifs de plus en plus risqués ou peu liquides – donc mieux rémunérés –, vers les pays émergents ou vers les dettes risquées des pays avancés, notamment les obligations à haut risque (« junk bonds » ou « high yield bonds ») et les prêts à effet de levier (« leveraged loans »)⁶.

Les années récentes ont vu le segment des opérations dites « à effet de levier » (prêts à effet de levier et obligations à haut risque) à destination des entreprises peu solvables dans le monde développé exploser en taille⁷. Selon les données de l'Autorité des Marchés Financiers

⁶ Les prêts à effet de levier sont des prêts bancaires, typiquement à taux variables, consentis à des entreprises notées speculative grade (BB ou moins) – entreprises à haut risque ou présentant de hauts niveaux d'endettement – ou montés pour des opérations de LBO (« leveraged buy-out »). Ayant du mal à émettre de la dette obligataire sur les marchés les entreprises se tournent vers le segment des prêts à effet de levier. Ces prêts sont dits « à effet de levier » car le ratio dette-Ebitda dépasse largement les normes en vigueur dans l'industrie : sont concernées toutes les transactions faisant grimper l'endettement d'un emprunteur à plus de 4 fois l'Ebitda ou tous les financements de sociétés détenues par des fonds LBO.

⁷ Aux États-Unis, les entreprises à haut risque ou très endettées se sont d'autant plus empressées de faire le plein de dettes à bon marché que l'administration Trump s'est attelée au détricotage des régulations bancaires mises en place après la crise économique de 2008 pour prévenir un nouveau crash. C'est ainsi que les exigences de coussins de capitaux pour les banques de taille moyenne, notamment, ont été assouplies et que le groupe d'assurances Prudential Financial a été retiré de la liste des groupes à risque « systémique » surveillés par les régulateurs financiers après la crise de 2008.

(AMF), l'encours total de la dette à effet de levier (y compris les obligations à rendement élevé) à travers le monde, éventuellement titrisée⁸ sous forme de « Collateralized Loan Obligations » (ou CLO)⁹, a atteint, en 2018, le niveau sans précédent de 3 000 milliards de dollars¹⁰. Le risque pour les investisseurs, c'est que dans leur « quête de rendement » ils ne reçoivent pas une rémunération en adéquation avec le risque qu'ils prennent.

La finance à effet de levier s'est principalement développée aux États-Unis¹¹ où, en 2018,

- L'encours des prêts à effet de levier était estimé à 1 200 milliards de dollars (soit environ 12% de la dette corporate américaine), dont la moitié reformatés (« repackaged ») sous forme de CLO, afin d'être ensuite intégrés dans les portefeuilles d'investisseurs individuels et institutionnels¹². Le FMI estime qu'en 2018 plus de la moitié des nouvelles émissions de prêts à effet de levier ont servi à financer des opérations financières (rachats d'actions ou distribution de dividendes, fusions-acquisitions, rachats d'entreprises avec effet de levier) plutôt que des investissements productifs créateurs de valeur¹³.

⁸ La titrisation est une technique financière grâce à laquelle une entité (une banque, une institution financière ou une entreprise) cède ses actifs peu liquides – c'est-à-dire pour lesquels il n'y a pas véritablement de marché tels que les crédits – à une entité intermédiaire créée pour l'occasion, appelée « véhicule de titrisation » (en anglais « Special Purpose Vehicle » ou SPV), qui, pour financer cette acquisition, émet des titres de créances négociables garantis par les actifs. Réaliser une opération de titrisation consiste par conséquent à regrouper des actifs au sein d'un véhicule de titrisation et à orienter les flux de trésorerie procurés par ces actifs vers les titres émis par ce véhicule de titrisation. Le véhicule de titrisation n'est pas un établissement bancaire ; en droit français, c'est un fonds commun de créances (FCC). La titrisation s'applique à de nombreux domaines de crédit tels que les prêts immobiliers (RMBS), les crédits hypothécaires commerciaux (CMBS), les prêts étudiants ou automobiles (ABS), les créances bancaires ou les instruments financiers de nature variée (CDO), les obligations (CBO) ou les prêts commerciaux (CLO).

⁹ Les « Collateralized Loan Obligation » (CLO) (ou en français, les « obligations adossées à des actifs ») sont des titres de créances négociables adossés à des actifs financiers très divers tels que des crédits bancaires accordés à des grandes entreprises, des crédits bancaires accordés aux PME, des dettes mezzanine, des prêts bancaires destinés à financer des LBO ou des créances relatives à des financements de projets. Émis par un véhicule de titrisation, les CLO sont ensuite vendus sur les marchés financiers. Plusieurs raisons peuvent justifier l'émission de CLO. Les banques peuvent ainsi chercher à réduire leur coût de refinancement, à remplacer des crédits anciens par de nouvelles opérations plus rentables, à se conformer aux exigences édictées par la réglementation prudentielle bancaire ou à se défaire de risques de crédit auxquels elles sont exposées en les transférant à des investisseurs. Mais l'émission de CLO profite également aux entreprises qui peuvent accéder ainsi à un moyen de financement alternatif aux prêts bancaires ou aux émissions directes d'obligations à des taux d'intérêt avantageux. D'une manière plus générale, l'émission de CLO ou plus généralement la titrisation présente des avantages sur le plan social et économique puisqu'elle permet aux banques qui ont titrisé leurs crédits (plutôt que de les conserver sur leur bilan) de reconstituer des lignes de crédit afin d'initier de nouvelles activités de prêt au bénéfice d'autres secteurs d'activité.

¹⁰ Voir AMF (2019), « Cartographie 2019 des Marchés et des Risques », Risques & Tendances, Juillet.

¹¹ Si le marché des opérations à effet de levier est beaucoup plus étroit en Europe, il affiche cependant une forte augmentation surtout au Royaume Uni.

¹² A titre de comparaison, l'encours de crédits immobilier « subprime » aux États-Unis s'élevait, en 2006, à 1 100 milliards de dollars (soit environ 13% des crédits hypothécaires). En 2007, 80% des crédits subprimés étaient titrisés.

¹³ Voir Tobias Adrian, Fabio Natalucci, and Thomas Piontek (2018), « Sounding the Alarm on Leveraged Lending », IMFBlog, November 15.

- À cela s'ajoutent 1 200 milliards de dollars d'obligations à haut rendement en circulation.

Hausse des ratios de levier et dégradation des covenants

Mais ce n'est pas seulement l'encours des prêts à effet de levier qui a augmenté, ce sont aussi les ratios de levier (dette sur Ebitda) des entreprises, qui tendent de plus en plus vers 6, voire plus. La part des contrats de prêt à fort effet de levier, où les ratios de dette sur Ebitda sont supérieurs à 5, est montée outre-atlantique à 75 % des prêts à effet de levier en 2018, contre 25 % environ il y a huit ans. Tout aussi inquiétant : la norme en matière d'émission des prêts à effet de levier est maintenant à l'allègement, voire la disparition des clauses contractuelles visant à protéger les investisseurs (appelées covenants)¹⁴. Les investisseurs avides de rendement tolèrent en effet des niveaux de risque sans cesse croissants. En 2018, environ 80% des nouveaux prêts à effet de levier étaient assortis de « covenant lite » (clauses de protection des prêteurs allégées) contre 35 % en 2007, montrant le rapport de force en faveur des emprunteurs. L'allègement des restrictions pour l'emprunteur et donc des protections pour l'investisseur est également manifeste dans le marché des obligations à haut rendement.

Si l'on récapitule : encours des prêts à effet de levier en plein boom, hausse marquée des multiples de dettes contractées par les entreprises, et contrats de prêt de moins en moins protecteurs pour les prêteurs. La combinaison pourrait former un cocktail potentiellement détonnant en cas de retournement de la conjoncture économique et/ou de resserrement brutal des conditions financières, qui pourraient acculer de nombreuses entreprises surendettées à la faillite. Et donc entraîner des pertes potentiellement importantes pour les investisseurs exposés – pertes susceptibles en retour d'aggraver les turbulences financières et le ralentissement économique. Les mises en garde contre les risques liés à l'explosion de cette dette à risque se sont récemment multipliées en haut lieu¹⁵.

Qui sont les détenteurs de la dette des sociétés à haut risque ?

Le marché des prêts à effet de levier est aujourd'hui caractérisé par l'importance des investisseurs non-bancaires (véhicules de titrisation, fonds d'investissement, fonds de pension, assureurs, fonds spéculatifs (« hedge funds »), fonds indiciels cotés (ETF)¹⁶, etc.).

¹⁴ A partir d'un certain montant, les banques intègrent dans leurs contrats de prêt un certain nombre d'engagements à la charge de l'entreprise emprunteuse (respect d'un certain nombre de ratios, limitation du montant des dividendes sur la période de remboursement du prêt, etc.). Les covenants, ou clauses de sauvegarde, regroupent les clauses insérées dans les contrats de prêt visant à garantir les droits du prêteur et à prévenir les impayés. Elles définissent différents engagements à la charge de l'emprunteur comme, par exemple, un remboursement anticipé en cas de dépassement d'un ratio plafond de dette sur excédent brut d'exploitation, ou l'autorisation des créanciers pour réaliser des investissements.

¹⁵ Le Fonds Monétaire International (FMI), la Banque des règlements internationaux (BRI), l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la Banque d'Angleterre et Janet Yellen, l'ex-présidente de la banque centrale américaine, entre autres, y sont aussi allés de leur mise en garde.

¹⁶ Les fonds indiciels cotés, ou ETF (pour Exchange-Traded Funds), aussi appelés trackers en France, sont des fonds cotés en Bourse qui s'échangent comme une action. Créés aux États-Unis au milieu des années 1990 et présents sur le marché européen depuis les années 2000, ils ont pour objectif de répliquer la performance d'un sous-jacent, lequel peut être très divers, l'offre s'étant considérablement accrue au fil du temps.

Depuis la crise financière de 2008, les banques ont fortement réduit leurs activités risquées et donc gourmandes en capitaux¹⁷. Ainsi ont-elles eu recours à la titrisation, afin de vendre des prêts à des investisseurs non bancaires qui ne sont pas assujettis aux mêmes contraintes réglementaires qu'elles. Comme mentionné ci-dessus, le marché des titrisations adossées à des prêts à effet de levier (CLO) est aujourd'hui en plein essor tant aux Etats-Unis – où il a atteint en 2018 le niveau record de 600 milliards de dollars¹⁸ – qu'en Europe. Cela a pour effet de disséminer le risque de crédit de ces prêts dans le système financier.

Le Conseil de stabilité financière (CSF) estime que deux tiers des CLO sont aujourd'hui détenus par des acteurs non-bancaires¹⁹, mais il souligne toutefois l'opacité de ce marché, pointant la nécessité de disposer de données supplémentaires tant sur l'ampleur de l'exposition des établissements financiers aux dettes plus risquées, notamment aux prêts à effet de levier (en direct ou par le biais des obligations garanties par ces prêts), que sur les détenteurs finals du risque²⁰. Le plus souvent, les prêteurs ignorent à quel projet est associé leur investissement²¹.

Migration du risque vers le secteur non bancaire

Essor de « l'intermédiation financière non bancaire »

Depuis plusieurs années, les acteurs financiers non bancaires se développent à un rythme beaucoup plus rapide que les acteurs financiers traditionnels. « L'intermédiation financière non bancaire » (aussi connue sous le nom de « finance de l'ombre », « finance parallèle » ou en anglais « shadow banking ») comme l'appelle désormais le Conseil de stabilité financière regroupe toutes les activités d'intermédiation de crédit prenant place hors du cadre réglementaire de l'activité bancaire²². N'étant pas assujettis aux mêmes contraintes réglementaires que les banques, les acteurs financiers non bancaires ne bénéficient pas des garanties liées au statut de banque (comme le mécanisme d'assurance des dépôts ou la fourniture de liquidité d'urgence par la banque centrale en cas de crise) alors même qu'ils sont exposés à un risque de liquidité important. En partie faute de données transparentes, la

¹⁷ En réponse à la crise financière de 2008, la réforme « Bâle III » a fortement revu à la hausse les ratios réglementaires de fonds propres exigé des banques.

¹⁸ Voir AMF (op.cit.).

¹⁹ Le Conseil de Stabilité Financière (CSF) (en anglais Financial Stability Board ou FSB) est une organisation regroupant banquiers centraux et régulateurs, qui a été créée en 2009 par le G20 pour veiller sur la stabilité du système financier.

²⁰ Voir Conseil de Financial de Stabilité Financière (2019), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*, 4 février.

²¹ Par exemple, un investisseur particulier qui acquiert un ETF pourra être investi sur le marché des prêts à effet de levier américain sans toujours le savoir.

²² L'intermédiation financière non bancaire comprend toutes les institutions financières autres que les banques centrales, les établissements bancaires, les sociétés d'assurance, les fonds de pension, les institutions financières publiques et autres auxiliaires financiers. Voir Conseil de Financial de Stabilité Financière (2019), op.cit.

réglementation actuelle appréhende la finance non bancaire de façon fragmentée (par type d'activité ou par type d'acteur), et non globale.

Si la finance non bancaire est apparue dans les années 1980 avec la libéralisation des marchés financiers et le développement des systèmes d'information, c'est depuis 2010 qu'elle a connu une progression spectaculaire sous l'effet notamment de la persistance de taux d'intérêt bancaires bas, qui poussent les investisseurs à chercher des rendements plus élevés hors du système bancaire traditionnel. L'intermédiation financière non bancaire représente aujourd'hui plus de 30% de la finance mondiale. En 2017, le volume mondial des actifs gérés par la finance parallèle atteignait le chiffre colossal de 116.600 milliards de dollars (source : CSF). C'est un secteur difficile à cerner en raison de la très grande diversité des activités et des acteurs concernés, de la complexité de certaines de ses structures, et de la (longue) liste de ses composantes qui varient selon les définitions adoptées. Citons les organismes de placement collectifs (OPC) monétaires, les fonds d'investissement, les véhicules de titrisation, les fonds de capital-investissement (« private equity »), les fonds spéculatifs, les fonds indiciels cotés, les courtiers en tous genres, mais aussi toute une collection de « placements » comme les CDS (« credit default swaps »).

La finance non bancaire joue un rôle utile car elle offre :

- Des modes d'intermédiation alternatifs au financement bancaire, accroissant ce faisant la capacité de financement de l'économie et contribuant ainsi à soutenir la croissance économique,
- Des rendements plus élevés que ceux proposés par le système bancaire traditionnel.

Mais elle est également source de risques,

- En occasionnant des opportunités d'arbitrage qui affaiblissent la portée de la réglementation bancaire,
- En créant des distorsions de concurrence au détriment des banques classiques soumises à une réglementation stricte,
- En étant porteuse d'un risque de nature systémique, tant directement, compte-tenu de la vulnérabilité potentielle de certaines de ses composantes aux « runs » (désengagements massifs des investisseurs en période de stress sur les marchés)²³, qu'à travers ses interconnexions avec le système bancaire traditionnel (via des opérations de financement, des lignes de crédit, de liquidité ou des investissements croisés, ou encore en étant filiales de banques).

²³ Un « bank run » (en français « ruée bancaire », « panique bancaire » ou « course aux guichets ») est un phénomène de panique où un grand nombre de clients d'un établissement craignent qu'il ne devienne insolvable et se ruent aux guichets pour retirer leurs avoirs le plus vite possible. C'est un phénomène souvent auto-réalisateur car face aux demandes subites de retraits de dépôts l'établissement voit ses liquidités asséchées et, ne pouvant plus honorer ses engagements auprès de ses contreparties, fait faillite. Si la défiance s'installe, la crise peut rapidement se propager à l'ensemble du système financier par effet de contagion.

Il existe une grande perméabilité entre les acteurs bancaires traditionnels, les investisseurs institutionnels (fonds de pension, sociétés d'assurance) et les acteurs financiers non bancaires.

Risque systémique

À mesure que la recherche de rendements des investisseurs s'est intensifiée, les facteurs de vulnérabilité se sont transposés au secteur non bancaire dont les acteurs sont devenus des acteurs importants dans des domaines où les banques ont traditionnellement joué un rôle dominant – activités de crédit et de transformation de maturité et / ou de liquidité, recours à l'effet de levier. Aujourd'hui, dans l'ensemble, les banques sont mieux capitalisées qu'avant la crise financière de 2008 et présentent donc une meilleure résilience. Mais le Conseil de stabilité financière (CSF) souligne cependant l'existence de fragilités qui alimentent la vulnérabilité du système financier devant le risque systémique²⁴. Il pointe notamment le rôle majeur des acteurs non bancaires mais aussi des investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds mutuels, sociétés d'assurance) sur des marchés moins liquides (obligations d'entreprise, non coté, immobilier...) ou à la liquidité superficielle (comme le marché des CLO), pouvant être rapidement asséchée en cas de détérioration générale du sentiment de marché.

Pour le CSF, sur les 116.600 milliards de dollars d'actifs que pesait la finance non bancaire en 2017, 51.600 milliards de dollars – soit 14 % des actifs financiers mondiaux, représentant 75 % du PIB des pays étudiés – étaient source de risque systémique latent pouvant être activé en période de stress. Près des trois quarts de ces activités potentiellement plus risquées sont, selon le CSF, concentrées dans six pays : États-Unis (29 %), Chine (16 %), Îles Caïmans (10 %), Luxembourg (7 %), Japon (6 %) et Irlande (5 %). Les véhicules collectifs d'investissement (notamment, les fonds monétaires, obligataires, mixtes, fonds spéculatifs, certains fonds immobiliers, fonds de fonds, fonds indicés cotés (ETF) et fonds communs) constituent de loin, selon le CSF, la plus grosse catégorie d'acteurs systémiques (représentant plus de 70 % du total des actifs potentiellement porteurs d'un risque systémique), suivie par les véhicules de titrisation (10 % du total), puis par les courtiers en valeurs mobilières (8 %).

En conclusion, les taux bas, un danger et une opportunité

Pour conclure, notons que si un environnement durable de taux bas présente incontestablement des risques qui appellent à une politique micro et macroprudentielle particulièrement ambitieuse, il représente également une formidable opportunité à saisir pour financer de nouveaux investissements publics porteurs de croissance (notamment dans les infrastructures telles que les transports, le haut débit, l'énergie, le numérique, dans les hôpitaux et les urgences, dans l'éducation, la recherche et la rénovation des écoles, dans la transition énergétique et écologique) et profiter de la baisse des charges d'intérêt pour réduire la dette publique. Sans oublier les vertus d'un coût de financement plus faible pour

²⁴ Risque que les difficultés éventuelles de l'une des structures de la finance non bancaire ne se transmettent, par effet de contagion, à l'ensemble du secteur financier, avec des répercussions importantes sur l'ensemble du système économique.

les particuliers, comme pour les entreprises, qui rendent plus aisés les investissements, l'accession à la propriété ou le crédit à la consommation.

Les inconvénients des taux ultra-bas surviennent quand ils s'installent comme nouveau régime de croisière : outre les risques qu'ils font peser sur la stabilité financière, ils sont aussi susceptibles de provoquer des distorsions dommageables sur l'allocation des ressources productives en ouvrant l'accès au financement à des projets peu rentables ou en permettant la survie d'entreprises non viables, ce qui peut pénaliser le potentiel de croissance à moyen terme de l'économie. Ils peuvent également, en favorisant l'inflation des prix de l'immobilier, aboutir à exclure un pan de la population – notamment les ménages modestes primo-accédants – du logement.

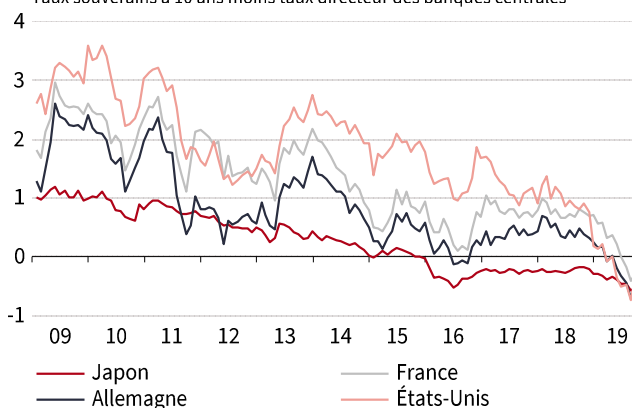
Taux bas : risques et opportunités pour les institutions financières

Pour les institutions bancaires

- ➔ Initialement, une baisse des taux d'intérêt a des **effets positifs** ...
 - Une hausse du volume de prêts (les taux bas soutenant l'activité économique *via* la baisse du coût de financement et donc un meilleur accès au crédit des ménages et des entreprises).
 - Une baisse du coût du risque liée à l'amélioration de la solvabilité des emprunteurs.
 - Des gains tirés des plus-values sur les différentes classes d'actif à taux fixe détenues (obligations, immobilier).
 - Une réduction des coûts de financement.

Courbe des taux

Taux souverains à 10 ans moins taux directeur des banques centrales



Source : Refinitiv Datastream.

- ➔ ... mais un environnement durable de taux bas va peser sur la **rentabilité** des banques et affecter les **conditions de crédit**
 - La baisse des taux, conjointement à l'aplatissement de la courbe des taux entraîne un resserrement de la marge nette d'intérêt²⁵ qui est, historiquement, la composante principale du revenu des banques.
 - De plus, les banques sont réticentes à répercuter la baisse du taux de la facilité de dépôt de la banque centrale en territoire négatif (le cas échéant) sur les dépôts de leurs clients.

²⁵ La marge nette d'intérêt est le rendement des prêts à long terme à l'actif moins le coût de refinancement du passif à court terme ajusté du coût du risque.

- A la longue, la compression des marges bancaires peut conduire les banques à réduire l'offre de crédit à l'économie réelle.
- Les autorités macroprudentielles, de plus en plus préoccupées par l'importance de l'endettement du secteur non financier et par les niveaux élevés des valorisations de l'immobilier, prennent des mesures qui, pour l'heure, agissent principalement à travers les bilans des banques et freinent l'offre du crédit.
- A la longue, les effets secondaires indésirables des taux d'intérêt durablement bas, voire négatifs vont se combiner pour avoir un effet modérateur sur l'économie réelle²⁶.

Pour les investisseurs à long terme comme les compagnies d'assurance et les fonds de pension

➔ Un risque de rentabilité et de rendement pour les épargnants

- Si un environnement de taux bas génère initialement des gains en capital sur les portefeuilles de titres à long terme à taux fixe, sa persistance devient de plus en plus problématique, les investisseurs à long terme étant contraints de réinvestir leurs titres arrivant à échéance à des taux toujours plus bas. Cela est particulièrement problématique pour les produits offrant des garanties à taux fixes.
- En outre, les compagnies d'assurance et les fonds de pension souffrent de l'alourdissement mécanique de la valeur de leurs passifs actualisés aux taux d'intérêt du marché (conformément à la réglementation).
- Sur le plus long terme, ces investisseurs encourent le risque de se retrouver avec un montant d'actifs insuffisant pour honorer leurs engagements (retraites, etc.).

²⁶ Voir notamment Claudio Borio et Leonardo Gambacorta (2017), "Monetary Policy and Bank Lending in a Low Interest Rate Environment: Diminishing Effectiveness?", BIS Working Paper n° 612, février.

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du Chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle et
macrofinancière
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe centrale et orientale, Russie
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Olivier DENAGISCARDE

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 74 22
olivier.denagiscarde@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amériques
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Nikolina NOPHAL BANKOVA

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 89 09
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

Simon RAY

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni
+33 1 42 13 70 80
simon.ray@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Moyen-Orient, Turquie et Asie centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | SG Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

AVERTISSEMENT

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »).

Société Générale S.A. est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées concernant l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur simple demande.

Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2018