

Vivre avec des taux négatifs

*par Jean-Jacques Perquel,
5 décembre 2016*

A première vue, les taux devraient rester voisins de zéro, malgré les effets inflationnistes des mouvements populistes (Trump, Brexit, échec du référendum italien). En effet la Federal Reserve est influencée par les souvenirs de l'échec de la hausse des taux et des impôts décidée en 1937 car elle avait provoqué une aggravation du chômage (2 millions de nouveaux chômeurs). Cette situation pose aujourd'hui deux séries de problèmes :

1) Les institutionnels sont obligés légalement ou statutairement d'investir une part importante de leurs liquidités en « titres de taux ». Ils peuvent rapidement être en situation difficile surtout s'ils ont pris des engagements à taux fixe (ex. assurances retraites à prestations définies). Il en est de même des banques obligées de placer une proportion de plus en plus importante de leurs liquidités en fonds d'Etat actuellement à taux négatifs, nuls ou presque nuls (Bâle III et ce que l'on appelle Bâle IV).

2) Les épargnants français ont la mauvaise habitude de respecter l' « esprit de précaution » c'est-à-dire de ne pas prendre de risques en achetant des biens immobiliers (dont la hausse donne l'impression qu'elle sera toujours continue) et des titres à « sortie potentiellement rapide » comme les placements en « Caisses d'Epargne ».

L'Etat Français encourage cette politique. Elle a deux avantages :

- a) les investisseurs ne peuvent venir se plaindre même en cas de forte inflation car ainsi ils ne peuvent pas faire des pertes « en capital » ;
- b) cette politique facilite le placement des emprunts publics et le financement « sans douleur » des déficits.

Par contre cette « politique » a des conséquences dommageables pour les épargnants car ils sont, sauf dans le cas rarissime d'une croissance sans inflation, atteints par la notion de l'« euthanasie des rentiers » : car s'il y a inflation leur « capital » perd de la valeur et, en cas de stagnation économique, les taux s'effondrent et leurs revenus en souffrent.

Aussi pour analyser leur situation, doit-on envisager deux politiques possibles : la passivité ou la recherche de moyens d'éviter cette « euthanasie ».

I. La politique passive

Cette politique, marquée par la peur du risque, consiste pour les « ménages » à placer leurs disponibilités en caisse d'épargne, en comptes bloqués à un mois etc. (et il leur reste toujours la possibilité de se « plaindre »). Ce peut ne pas être une mauvaise politique si les taux remontent rapidement ou s'il se produit une crise boursière ou immobilière.

A titre de comparaison, on peut rappeler le cas des « savings and Loans » Américains. Paul Volcker en 1980 et 1981 a, pour casser l'inflation issue de la deuxième hausse pétrolière (1979), monté les taux courts respectivement à 21 et 20 % alors que le taux de l'usure restait (à New-York en tout cas) à 14 %. Les entreprises qui ont voulu protéger leurs résultats par des opérations complexes ont été ruinées, tandis que celles qui n'ont rien fait et attendu la baisse des taux, ont réalisé d'énormes profits.

Mais, dans le cas présent, en Europe continentale, on ne peut pas envisager une reprise rapide de l'inflation et de ce fait une hausse significative des taux, même si progressivement Janet Yellen montait un peu les taux de base américains, ce qui influencerait naturellement les taux européens.

De même, dans cette optique « passive », la détention de biens immobiliers reste une bonne solution malgré les fluctuations à court terme qui peuvent se produire, du moins dans les endroits comme « Paris intra-muros », protégée par ses limites géographiques, la faiblesse des liaisons avec la banlieue et l'abondance des grèves. La politique de limitation des moyens de transport en ville peut par contre, à terme, inciter les administrations, les commerces et les individus eux-mêmes à émigrer hors de Paris. C'est un mouvement que connaissent à peu près toutes les villes américaines, les centre villes se « prolétarisent » entraînant une dévalorisation des propriétés. Certes cette évolution sera lente. Il reste pour le moment une forte prime pour les logements en ville (c'est d'ailleurs encore le cas des grandes agglomérations lorsqu'elles gardent une importante activité : Londres, New-York, Tokyo, Hong-Kong).

Au total les politiques passives sont très différentes si l'on se limite à des opérations à taux fixe ou à des achats immobiliers. Les premières assurent la

ruine de leurs porteurs mais facilitent les gestions (bonnes ou mauvaises) des Etats. Les secondes demandent des fonds plus importants et plus difficilement mobilisables. Cela crée une distinction sociologique entre investisseurs, mais l'immobilier garde un caractère aléatoire aggravé d'un coût d'entretien à croissance rapide (en particulier si l'on tient compte de la fiscalité) et de sa faible liquidité.

Ainsi les politiques passives quand les taux sont voisins de zéro sont en général corollaire de perte de pouvoir d'achat.

II. Une politique active

Elle est difficile dans un pays emmuré dans « l'esprit de précaution ». Certes les individus prennent des opérations à risque énorme mais à échéance immédiate (jeux de type « Française des jeux »). Mais ils hésitent devant des investissements à long terme. Egalement ils recherchent des opérations « sûres » dès qu'on leur « promet » des rendements élevés. C'est tout le succès des opérations style « Madof », celles proposées sur le « forex », les C.D.F.s, etc.

Si l'on revient à des solutions sérieuses il y en a deux, chacune présentant des dangers, mais les opérateurs (ou leurs conseillers) doivent calculer les risques qu'ils prennent (ou font prendre à leurs clients) :

a) ce sont les émissions obligataires qui ne sont pas « investment grade » (ce qui, à la limite, comprend les « junk bonds »). Sauf si les taux voisins de zéro se révèlent profondément durables, ce qui n'est pas pensable, (pour le moment) le risque est trop fort pour être accepté à la légère.

b) Les actions, c'est la meilleure solution pour les particuliers et pour l'économie. Si l'intérêt du public se porte sur des placements boursiers, cela facilite les hausses de cours, permet des émissions nouvelles d'actions et même d'obligations dans de bonnes conditions. Malheureusement le nombre de porteurs privés est passé de plus de 7 millions à environ 3 millions. Cela est dû à de nombreuses difficultés :

i) la fiscalité : elle est considérée comme le grand coupable puisque l'on évalue (I.S.F compris) à - 3 % le revenu net des dividendes perçus par un particulier fortuné (cela ne l'encourage pas trop à rester en France) ;

ii) le comportement des porteurs : ils veulent des bénéfices rapides et en cas de hausses, ils poussent les cours à des hauteurs sans rapport avec le

développement économique des entreprises. Aussi l'intérêt des investisseurs ne se développe vraiment qu'après une période de stagnation lorsque les individus découvrent que les cours sont devenus anormalement bas. Ainsi en 1977 la baisse très forte, après l'envolée des années 60 (-50 % en terme réel), a été suivie d'une hausse qui a porté les cours à de nouveaux records. Aussi les particuliers qui ont conservé leurs titres sur de longues périodes ont fait des bénéfices supérieurs à ceux des autres formes de placement.

Conclusion

Dans la « Crise Kondratievienne » que nous traversons actuellement, la politique « de sagesse » consiste à essayer de structurer l'« épargne » des particuliers. Ceux-ci devraient profiter au maximum de la légère reprise actuelle pour améliorer l'économie en général, en recherchant des placements rentables mais en même temps utiles au développement et à l'emploi (actions et obligations). Mais on se heurte à deux difficultés :

a) les réglementations Bâle III et IV. Elles ne tiennent pas compte de la faiblesse de l'épargne financière « à risque » très limitée dans toute l'Europe continentale où les investissements sont réalisés essentiellement par de l'autofinancement (quand les marges bénéficiaires le permettent), et surtout par l'appel aux banques (75 % des financements externes des investissements) car le « Marché » n'en fournit que 25 %. Cela explique le danger des règles de style « Plan de Chicago » qui diminuent la capacité de prêts des banques européennes au seul profit des banques américaines.

b) Le progrès du « populisme » dans le monde. Le populisme (Orban en Hongrie, Trump aux U.S.A. le Brexit anglais, insuccès du référendum italien, Marine Le Pen en France) comporte une branche économique faite de fermeture des frontières (provoquant une hausse des prix sur le plan interne) et de hausse démagogique des salaires. Il y a là tous les éléments d'une forte « Stagflation » du moins dans tous les pays comme le nôtre dépendant de l'étranger pour une grande partie de sa consommation.

Au total on peut considérer que le système actuel de taux très bas, de reprise économique douce, et surtout de développement accéléré de l'innovation devrait permettre de sortir de la dépression « Kondratievienne ». Cette solution est certainement meilleure qu'un développement populiste.
