



BANQUE
ERIC STURDZA

— FOCUS D'INVESTISSEMENT —
LES TAUX D'INTÉRÊT NEGATIFS

EDOUARD BOUHYER
OCTOBRE 2019

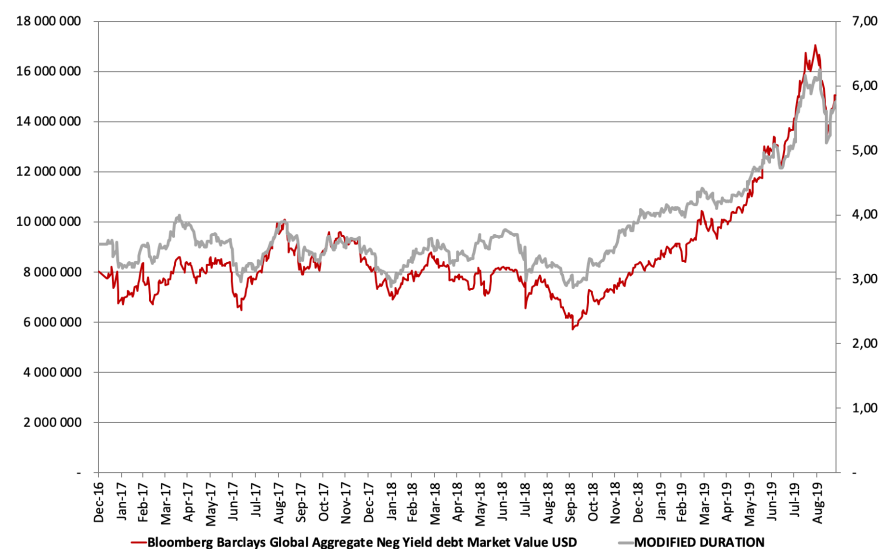
LES TAUX D'INTÉRÊT NEGATIFS

Quels segments sont concernés ?

En décidant d'amplifier la négativité de son taux de dépôt marginal en septembre, la Banque Centrale Européenne a remis en avant une problématique bien connue des investisseurs, à savoir celle des taux d'intérêt négatifs.

Comme le montre le graphe ci-contre, ce phénomène est loin d'être marginal car ce sont près de USD 15'000 mds de dettes dans le monde qui aujourd'hui se traitent avec un rendement négatif, soit 26% du stock de dettes mondiales. Ce sujet est d'autant plus problématique que la sensibilité au risque de taux de ce stock de dettes à taux négatifs a fortement augmenté au cours des dernières années. Cela implique que toute hausse de taux future potentielle aura un impact négatif plus important sur leur valorisation, alors même que les investisseurs ne sont plus compensés financièrement, bien au contraire.

Tableau 1 : Stock de dettes ayant un rendement négatif & duration moyenne



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

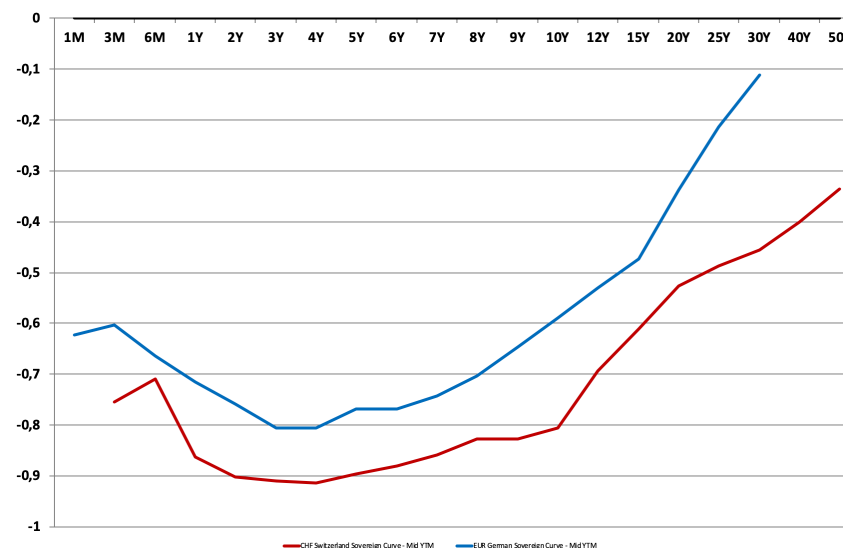
LES TAUX D'INTÉRÊT NEGATIFS

Côté obligations souveraines, c'est l'intégralité de la courbe des taux d'états allemand et suisse qui est en territoire négatif. La France, le Japon connaissent aussi ce phénomène, avec des taux d'emprunt négatifs jusqu'aux obligations de 15 ans de maturité. Les pays périphériques sont eux aussi affectés : l'Espagne et le Portugal sont en territoire négatif jusqu'à 8 ans, et jusqu'à 3 ans pour l'Italie.

Les marchés du Crédit ne sont pas immunes avec des signatures privées comme Nestlé qui connaît un rendement négatif sur ses obligations à 10 ans. D'une manière générale, les belles signatures Investment Grade offrent un rendement négatif sur leurs émissions de maturité inférieure à 5 ans.

Tableau 1 : Courbe des taux

État fédéral allemand (bleu) - Confédération helvétique (rouge)



Source : Banque Eric Sturdza, Bloomberg, 25 Septembre 2019

LES TAUX D'INTÉRÊT NEGATIFS

Pourquoi un taux d'intérêt négatif ?

Suite à la crise financière de 2008, les grandes banques centrales (BCE, FED, PBoC, BoJ) dans un effort concerté ont entamé un double mouvement de baisse des taux directeurs et d'injections massives de liquidités dans le système financier dans l'optique de stimuler l'économie. La Banque Centrale Européenne s'est résolue plus tardivement à recourir à des programmes d'assouplissement monétaire non conventionnels pour faire face à la crise de la dette souveraine en zone Euro en 2011-2012. L'inertie initiale de la BCE et les politiques budgétaires restrictives menées en parallèle ont nourri les craintes d'une stagnation séculaire et de voir se mettre en place une spirale déflationniste, poussant la BCE à baisser son taux de dépôt en territoire négatif dès 2014.

Il est aussi possible de distinguer le cas d'économies plus petites, ouvertes sur l'extérieur et présentant moins de déséquilibres financiers comme la Suisse ou le Danemark, qui ont emboîté le pas ou précédé la zone Euro dans la mise en place de taux négatifs. Dans ces cas de figure, ces politiques de taux négatifs ont souvent été mises en place pour freiner les flux de capitaux et donc l'appréciation de la devise.

Ainsi en Suisse, la Banque Nationale Suisse avait déjà appliqué par le passé des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts à vue jusqu'à -12%

en 1974, dans l'idée de freiner l'appréciation du Franc Suisse, une mesure qui d'ailleurs à l'époque s'était révélée relativement inefficace.

Quelles implications ?

Du point de vue économique, il est délicat de savoir aujourd'hui qu'elle aurait été la situation économique en zone Euro si la BCE n'avait pas baissé ses taux et ne les avait pas porté en territoire négatif. Savoir s'il aurait été possible sans cela d'éviter une spirale déflationniste et un scénario à la japonaise reste une question ouverte.

Quant aux conséquences et futures implications, elles sont également par nature difficiles à appréhender : inflation des actifs financiers, obligations en tête, bulles immobilières, dégradation de la liquidité, etc. Pour les banques, l'implication de ce scénario de taux négatifs se retrouve dans une marge nette d'intérêt dégradée et donc une rentabilité en berne, comme nous le rappelle l'évolution du secteur ces dernières années.

Pour les assureurs-vie, les fonds de pension, les retraités, les investisseurs particuliers, les taux d'intérêt négatifs ont un autre nom, la Répression Financière.

LES TAUX D'INTÉRÊT NEGATIFS

Quels enseignements tirer des expériences passées de taux négatifs ?

Il est intéressant de se pencher sur le cas des institutionnels japonais et suisses qui ont été les premiers confrontés à ce phénomène de taux bas voire négatifs.

- 1.** L'enseignement le plus important à tirer est qu'il n'y a pas de « Free Lunch », par référence aux débits de boissons dans le Far West qui proposaient des repas gratuits en échange de boissons aux prix majorés. Cela revient à dire qu'il est possible d'envisager des solutions pour contrer cette politique de taux d'intérêt négatifs, mais que toute solution implique soit une part de risque soit l'acceptation de ces taux négatifs.
- 2.** Le point suivant est de constater que les assureurs japonais tout en restant dans leur « habitat naturel », à savoir les marchés obligataires, ont accepté pour obtenir des rendements positifs de prendre plus de risque : risque de taux, risque de crédit ou de liquidité dans une certaine mesure.
- 3.** Ils ont aussi investi les classes d'actifs adjacentes à la classe obligataire telles que les stratégies alternatives et même dans une petite mesure les actions.
- 4.** Une autre piste explorée par les investisseurs institutionnels a été celle de l'acceptation d'un risque de change, que ce soit au travers de stratégies de « carry trade » ou de produits de type Dual Currency Deposit.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.

Banque Eric Sturdza SA