L'USINE NOUVELLE

PAYS :France
PAGE(S) :24-29
SURFACE :544 %
PERIODICITE :Hebdomadaire

DIFFUSION :28323

► 30 janvier 2020 - N°3644

LA UNE

IMAGO/PANORAMIC

Tous droits de reproduction réservés

L'USINE NOUVELLE

PAYS :France
PAGE(S) :24-29
SURFACE :544 %
PERIODICITE :Hebdomadaire

DIFFUSION :28323

► 30 janvier 2020 - N°3644

En septembre, la BCE, que Christine Lagarde dirige depuis novembre, a passé à -0,5 % le taux de rémunération des dépôts.

DE L'ARGENT PAS CHER, POUR QUOI FAIRE ?

Les taux d'intérêt sont durablement bas, voire négatifs, depuis cinq ans. Une aubaine pour financer des projets d'investissement, mais non sans risque pour l'économie.

ÉMILIE LÉVÊQUE

Mars 2016, coup de tonnerre à Francfort ! Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne (BCE), annonce que le principal taux directeur, dit de refinancement, auquel la Banque prête aux établissements bancaires qui ont besoin de liquidités à court terme, est fixé à 0 %. Une première dans l'histoire de la BCE. En réalité, il s'agit d'une tendance amorcée lors de la crise financière. Entre octobre 2008 et mai 2009, ce taux est passé de 3,75 à 1 %. « La baisse des taux d'intérêt à long terme est le reflet de l'abaissement du potentiel de croissance de la zone euro depuis la crise de 2008 et de la modération des anticipations d'inflation. Les achats de titres souverains par la BCE pèsent également sur les rendements obligataires », explique Laurent Quignon, le responsable du service économie bancaire de BNP Paribas. L'institution de Francfort a franchi un pas

Tous droits de reproduction réservés

L'USINE NOUVELLE

PAYS :France
PAGE(S) :24-29
SURFACE :544 %
PERIODICITE :Hebdomadaire

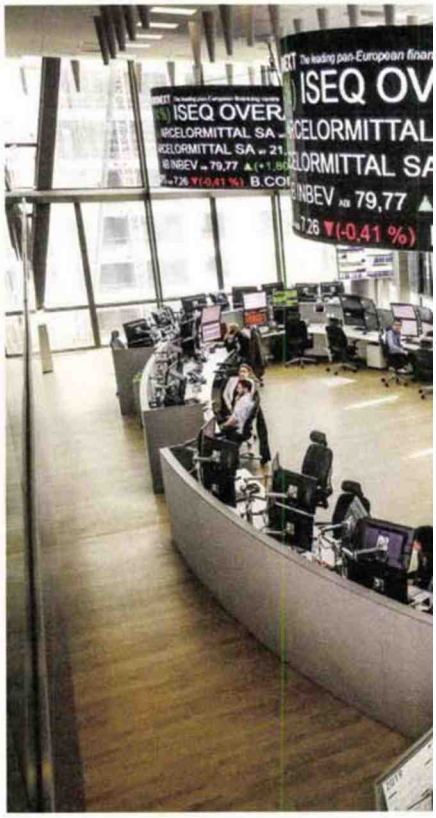
DIFFUSION :28323

► 30 janvier 2020 - N°3644

dans la dimension non conventionnelle de sa politique monétaire en décidant de fixer, à partir de juin 2014, un taux d'intérêt négatif sur les réserves excédentaires et sur les facilités de dépôt des banques commerciales. Cette politique complète le Quantitative easing (QE), le programme par lequel la BCE achète depuis 2015 des titres sur le marché obligataire secondaire. Avant de laisser les clés de la BCE à Christine Lagarde, Mario Draghi a relancé en septembre 2019 le programme d'achat d'actifs et a baissé le taux de dépôt à -0,5%. Depuis cinq ans, l'économie européenne vit dans un univers de taux bas, voire négatifs.

Des financements facilités

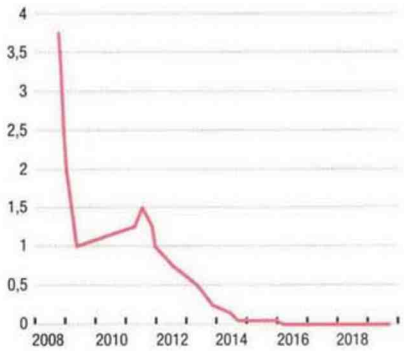
L'une des conséquences de cette politique monétaire expansionniste est d'avoir provoqué des baisses très importantes des taux de crédit bancaire à court, moyen et long terme. Résultat: le taux d'endettement des agents non financiers en France a atteint 133,9% du PIB au deuxième trimestre 2019, un niveau record. Ce taux d'endettement a progressé de plus de 45 points depuis la fin 2000. Cette dynamique est tirée par les entreprises, endettées à hauteur de 73,5% de la richesse nationale, contre 60,4% pour les ménages. Le prix du crédit pour les particuliers n'a jamais été aussi bas. Il se situait, en novembre, à 1,2% pour les prêts immobiliers et à 3,75% pour les crédits à la consommation. Les taux des crédits aux entreprises ont également atteint un plancher au troisième trimestre 2019 (2,17% pour les découverts, 1,66% pour les crédits de trésorerie, 1,34% pour l'équipement et 1,39% pour l'immobilier).



Les marchés ont placé de la dette d'entreprises françaises pour le développement de leurs filiales.

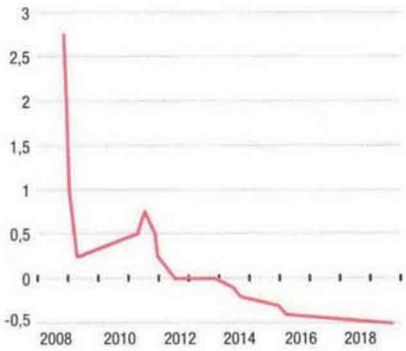
FORTE BAISSE DES TAUX MONÉTAIRES EN ZONE EURO DEPUIS LA CRISE

Taux de refinancement de la BCE (en %)



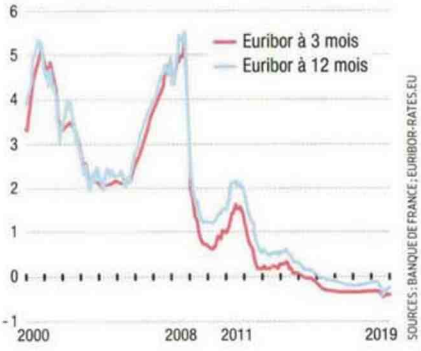
Le taux principal, ou de refinancement, est utilisé pour les prêts de la BCE aux établissements bancaires qui ont besoin de liquidités à court terme (une semaine).

Taux de dépôt au jour le jour de la BCE (en %)



Le taux de dépôt au jour le jour facture les intérêts appliqués aux liquidités placées par les banques commerciales auprès de la BCE. Un taux négatif est censé inciter les banques à ne pas laisser dormir cet argent auprès de la banque centrale, mais à le prêter à leurs clients.

Taux interbancaires (en %)



Euribor est le taux d'intérêt moyen auquel nombre de banques de premier plan se consentent des prêts en euros. Il existe cinq taux d'intérêt Euribor, avec chacun une échéance différente. Euribor est souvent utilisé comme taux de référence pour les hypothèques et les comptes d'épargne.

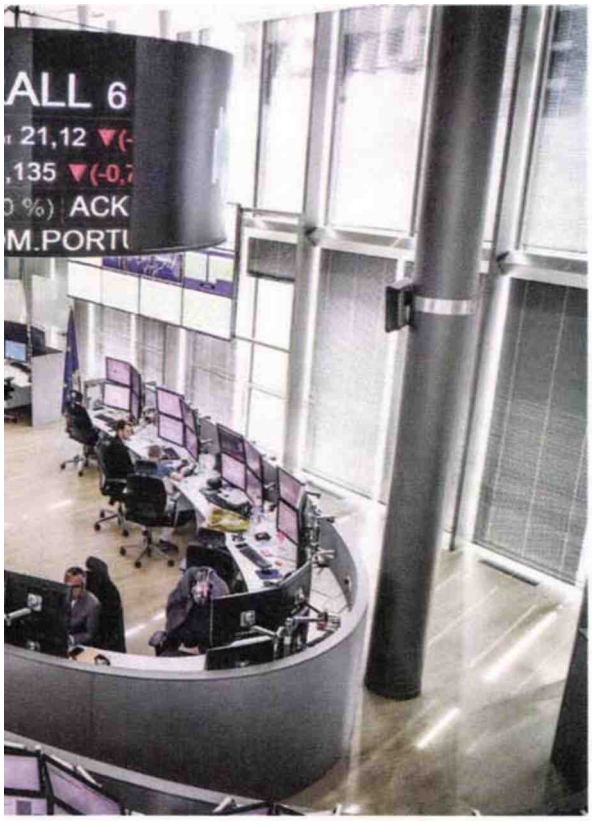
Tous droits de reproduction réservés

L'USINE NOUVELLE

PAYS :France
PAGE(S) :24-29
SURFACE :544 %
PERIODICITE :Hebdomadaire

DIFFUSION :28323

► 30 janvier 2020 - N°3644



HAMILTON/REA

LA BCE À LA RECHERCHE D'UN NOUVEAU SOUFFLE

Une page s'est tournée dans l'histoire de la Banque centrale européenne (BCE). Le 1er novembre, Mario Draghi, le premier président de l'institution de Francfort à avoir fait passer les taux en territoire négatif et conduit une politique monétaire non conventionnelle, a cédé les rênes à Christine Lagarde. Le passage de relais ne se fait pas dans les meilleures conditions. Malgré la baisse des taux, la croissance ralentit en zone euro (1,1 % en 2019, après 1,9 % en 2018, selon la Commission européenne), l'inflation reste loin de la cible de 2 % qui définit la stabilité des prix, selon la BCE (0,7 % en octobre 2019), et si le chômage baisse, il est toujours à un niveau supérieur à celui d'avant la crise de 2008. Tout en annonçant vouloir mener à bien les mesures de son prédécesseur, Christine Lagarde se dit vigilante sur ses effets indésirables. Consciente du fait que la politique monétaire a atteint ses limites, elle appelle les États à mettre en place des plans de relance budgétaire. Des sirènes auxquelles l'Allemagne, en situation d'excédent financier, n'entend pas céder.

Une situation à surveiller. « D'éventuels chocs, tels une contraction de l'activité économique ou une hausse des taux d'intérêt, pourraient fragiliser la solvabilité des entreprises, des ménages et des institutions qui les financent, d'autant que le niveau élevé de la dette publique limite les marges de manœuvre budgétaire des administrations publiques françaises », a prévenu la Banque de France en décembre. Un risque de défaut que relativise l'économiste Xavier Ragot, le président de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) : « Les entreprises s'endettent beaucoup, mais leurs fondamentaux sont solides. Elles ne sont pas fragiles. Du côté des ménages, il y a un risque de surchauffe du marché immobilier, mais pas de bulle. »

Attention aux investissements non nécessaires

L'agence de notation financière S&P Global Ratings se montre elle aussi optimiste sur la solidité des entreprises françaises. Notamment parce que les fonds levés en France ont été très souvent utilisés pour financer leurs filiales situées à l'étranger, qui n'avaient pas accès à des conditions de marché aussi favorables. L'agence constate en outre qu'ils ont servi à des investissements en France et à l'étranger, ces derniers s'étant révélés très rentables.

Le robinet du crédit peut toutefois avoir des effets pervers, notamment pour des sociétés qui sont tentées de s'endetter même si leur rentabilité est faible. « L'effet délétère de l'argent gratuit est que les taux très bas rendent possibles des investissements très peu rentables et encouragent une mauvaise allocation du capital, peu productrice de richesse », souligne Didier Saint-Georges, membre du comité d'investissement stratégique de la société de gestion d'actifs Carmignac. Effet d'opportunité, situation plus confortable : les projets d'investissement en cours sont accélérés car le marché est favorable. « Encore faut-il que le projet soit pertinent économiquement. Le mouton noir, ce sont des investissements non nécessaires et pas au bon prix », relève Julien Sanchez, le directeur du département clientèle et intermédiation de la Banque Palatine.

Le retour sur investissement calculé par rapport au coût du financement autorise une rentabilité inférieure. Une menace déjà bien intégrée par certains acteurs. « Nous signons plus de projets d'investissement car nous pouvons les financer plus facilement. Il y a davantage de projets éligibles, explique Grégory Sanson, le directeur général adjoint de Bonduelle chargé des finances. Grâce aux taux bas, nous sommes en train de nous équiper sur le plan industriel. Mais le danger est de faire des investissements sous-performants, sous-productifs. » Cet afflux de liquidités entraîne également une forte hausse des valorisations d'entreprises. Le prix des PME non cotées européennes a atteint un plus haut historique, à 10,1 fois le résultat opérationnel avant dépréciation et amortissement (Ebitda) au troisième trimestre 2019, selon l'indice mid-market Argos.

« Avec des taux d'intérêt négatifs, la trésorerie dormante brûle les doigts des grands industriels, qui multiplient les opérations de croissance externe. Mais on ne pourra parler de bulle des valorisations que si les taux d'intérêt remontent », estime Louis Godron, le président d'Argos Wityu. Un

Tous droits de reproduction réservés

L'USINE NOUVELLE

PAYS :France
PAGE(S) :24-29
SURFACE :544 %
PERIODICITE :Hebdomadaire

DIFFUSION :28323

► 30 janvier 2020 - N°3644

Des entreprises non rentables sont artificiellement maintenues en vie sans être envoyées devant le tribunal de commerce.

P. GUITTET

scénario qui n'est pas envisagé au cours des cinq prochaines années. « Les entreprises ont intégré le phénomène des taux bas depuis 2015. En conséquence, elles ne sont plus dans un phénomène d'urgence de profiter des opportunités, mais dans une situation d'attente et de prudence sur la croissance en zone euro, le Brexit, les tensions commerciales internationales », tempère Julien Sanchez.

Le secteur financier fragilisé

L'environnement de taux d'intérêt durablement bas, voire négatifs, affecte la marge nette des intermédiaires financiers. Les banques commerciales se financent à court terme et prêtent à long terme. Leur marge dépend de l'écart de taux. La baisse des taux longs (par exemple des crédits immobiliers) diminue le rendement de leurs actifs. En parallèle, le coût moyen des ressources diminue également, mais avec une certaine rigidité. « Certaines ressources sont de facto à taux fixe, comme les dépôts à vue (non rémunérés). D'autres, par exemple les livrets A et les plans d'épargne logement, sont rémunérées à des taux réglementés sensiblement supérieurs à celui du marché, explique Laurent Quignon. La marge nette des banques s'érode. » Ce qui a poussé des banques allemandes à facturer les dépôts à vue sur les comptes courants. Un pas que ne sont pas (encore) prêtes à franchir les banques françaises. Par ailleurs, celles de la zone euro sont affectées par un taux négatif de 0,5 % sur leurs excédents de liquidités, qui leur a coûté 7,5 milliards d'euros en 2018. Les sociétés d'assurance sont, quant à

L'INQUIÉTANT PHÉNOMÈNE DES ENTREPRISES ZOMBIES

Le terme d'entreprise zombie est apparu dans les années 1980 au Japon. L'OCDE définit comme telles des entreprises matures ayant au moins dix ans d'existence qui ne parviennent pas à couvrir leur charge d'intérêts avec leur excédent brut d'exploitation pendant au moins trois années consécutives. Les banques les conservent dans leur clientèle tout en leur octroyant des financements à des taux d'intérêt très bas, qui n'intègrent pas la prime de risque correspondant à la situation de ces sociétés non rentables, fortement endettées ou insolvables. En 2015, on comptait en France 5,3 % d'entreprises zombies, menaçant 5,3 % de l'effectif salarial, selon une étude de France Stratégie. La part des entreprises zombies dans l'économie française est relativement stable. Les taux bas ne semblent pas avoir eu d'effet multiplicateur. En revanche, ils maintiennent artificiellement en vie ces sociétés. Très peu d'entre elles entrent en défaillance : seulement 7 % l'année où elles deviennent zombies, 22 % au bout de trois ans. Le phénomène est plus accentué dans le sud de l'Europe : en 2015, le taux d'entreprises zombies était de 7,7 % en Espagne et de 6,4 % en Italie. La moyenne de l'OCDE se situe autour de 5 %. Selon une étude de la Banque des règlements internationaux (BRI) en 2018, la part des entreprises zombies est passée, selon une définition large ou plus réduite, de près de 1 à 2 % en 1985 à 6 à 12 % en 2016, dans les 14 principaux pays développés.

Tous droits de reproduction réservés

L'USINE NOUVELLE

PAYS :France
PAGE(S) :24-29
SURFACE :544 %
PERIODICITE :Hebdomadaire

DIFFUSION :28323

► 30 janvier 2020 - N°3644

elles, doublement affectées par la baisse des taux d'intérêt. À la baisse tendancielle du rendement de leur portefeuille d'actifs s'ajoutent leurs engagements de long terme, en particulier dans l'assurance-vie, pris dans un contexte de taux plus élevés.

Ces fragilités sont toutefois à relativiser. Les banques se financent elles aussi pour pas cher: à 0 % auprès de la BCE, à taux négatif sur le marché interbancaire. C'est pourquoi elles continuent d'octroyer des crédits. Fin novembre 2019, les crédits aux particuliers et aux entreprises avaient progressé de 6 % sur un an. C'était d'ailleurs l'un des principaux objectifs de la politique de la BCE.

La gueule de bois des épargnants

Le temps de l'argent gratuit est une aubaine pour les consommateurs qui veulent acheter leur logement ou une voiture neuve. Mais les épargnants, eux, commencent à en sentir les effets dévastateurs. La rémunération des fonds euros, qui composent la majeure partie (74 %) du montant des cotisations d'assurance-vie collecté en 2019 par les assureurs, est définie par le taux des obligations d'État, au plus bas. La France emprunte à dix ans à -0,07 %. La rémunération des fonds en euros est passée de 1,80 % en 2018 à 1,4 % en moyenne en 2019, selon la société de conseil Good Value for Money. Ce qui a incité François Villeroy de Galhau, le gouverneur de la Banque de France, à demander aux compagnies d'assurance de diminuer sensiblement les intérêts versés aux souscripteurs sur les fonds en euros et à réorienter leur épargne vers les unités de compte, par exemple, plus à même de participer au financement des entreprises et à la croissance de l'économie française.

Reste à savoir comment les épargnants vont se comporter. Vont-ils prendre plus de risques et investir dans l'économie productive, sur le marché des actions notamment? Rien n'est moins sûr. « En France, ceux qui ont de l'argent sont âgés, rien ne les pousse à la prise de risque, analyse David Guyot, l'un des cofondateurs de Pandat Finance. La majeure partie de l'épargne des Français est sur le livret A, rémunéré à 0,75 %, et dans les fonds en euros des contrats d'assurance-vie, au rendement de 1 à 1,5 %. » L'enjeu est pourtant de taille, alors que plus de 2 000 milliards d'euros (cash, assurances-vie, livrets) reposent dans les comptes des établissements financiers. Un peu plus d'appétence au risque se traduirait par un meilleur rendement pour les épargnants français, qui, s'ils s'orientaient sur des actifs français, soutiendraient l'ambition du gouvernement de financer l'économie productive.

Tous droits de reproduction réservés