

Les taux d'intérêt négatifs, un défi de la Société du Vieillessement ?

Par la Chaire « Transitions démographiques, Transitions économiques »

5 mars 2020

Les taux d'intérêts bas ou négatifs représentent un challenge inédit et exceptionnel de ces dernières années pour les économies développées. Plusieurs causes macroéconomiques ont été mises en évidence pour expliquer cette situation mais il semblerait que le phénomène de vieillissement de la population ait un impact sur l'évolution des taux et notamment le taux naturel. Dans certains pays, les effets rétroactifs sur l'économie sont déjà visibles remettant en question l'efficacité des fonds de pension ou encore les produits d'assurance actuels.

1. Depuis dix ans : le contexte inédit des taux d'intérêt bas

La situation actuelle des taux continuellement bas voir négatifs, évoquée au départ comme un cas isolé et peu probable, s'est imposée comme une réalité pour les économies développées depuis la crise financière de 2008 et plus particulièrement ces 5 dernières années. Il faut cependant distinguer taux d'intérêt réel négatif et taux d'intérêt nominal négatif qui constitue la véritable nouveauté et la principale inquiétude actuelle. En effet, que les taux réels soient négatifs peut simplement résulter d'une confrontation d'offre-demande sur le marchés des actifs ou d'une trop forte inflation, comme ce fut le cas en 1970.

La nouveauté réside dans l'observation récente de taux d'intérêt nominaux négatifs et en particulier ceux fixés par les banques centrales. La BCE fixe son taux directeur de la façon suivante : le taux central (taux REFI) est le taux de financement des banques commerciales auprès de la banque centrale, il

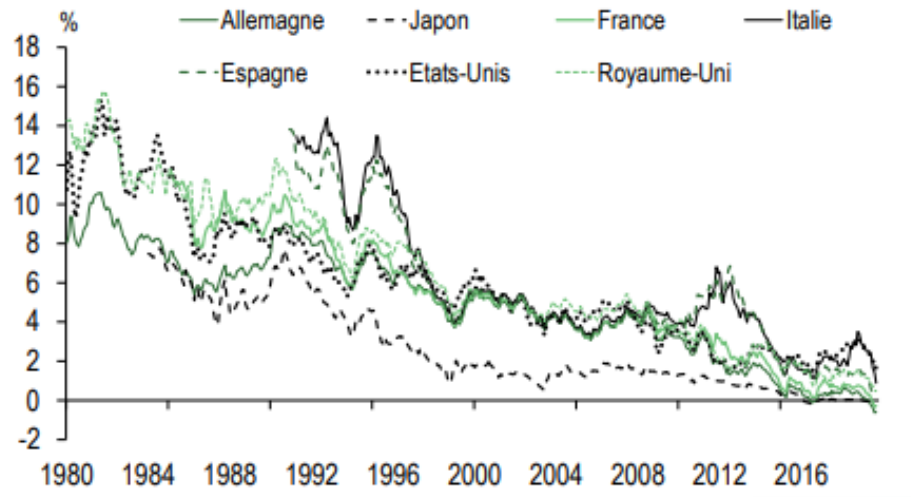
influence le taux de prêts interbancaires (taux EONIA) et, via ce dernier, les taux bancaires et de marché. Ce taux central est compris entre une borne supérieure (les facilités de crédit) et une borne inférieure (les facilités de dépôts). C'est la borne inférieure qui est d'abord passée sous la barre du zéro, en juin 2014. L'objectif était de relancer l'économie en stimulant l'offre de crédit des banques commerciales aux entreprises et aux ménages.

Cependant le contexte d'inflation (inférieure à la cible de la BCE de 2%) et d'anticipations d'inflation basses ainsi que le traumatisme de la crise financière de 2008 ont poussé les individus à reporter leur comportement de consommation faisant pression à la baisse sur les taux nominaux. Aujourd'hui le taux EONIA s'établit à -0,4% et certaines obligations d'Etat comme celles allemandes et françaises rémunèrent elles-aussi à des taux négatifs : l'OAT à 10 ans s'établit à -0,06% au début novembre 2019. En d'autres termes l'Etat rembourserait un montant inférieur à celui qu'il emprunterait aujourd'hui.

Graphique 1

Evolution des taux d'intérêt longs

Tendance baissière des taux d'intérêt longs (10 ans en termes nominaux depuis 1980)



Sources : Banques centrales in *Conjoncture* novembre 2019 : n°9, BNP Paribas, *Eco Conjoncture*

Comme l'expliquent Christophe Blot et Paul Hubert de l'Observatoire Français des Conjonctures Economiques (OFCE, 2016)¹, "l'existence de taux nominal négatif indique que les agents sont disposés à recevoir un rendement négatif sur la détention d'un actif" ce qui peut paraître contre-intuitif. En effet cette barrière découlerait selon ces auteurs de l'existence de la monnaie fiduciaire qui permettrait à n'importe quel moment d'arbitrer entre la détention d'actifs et la détention de monnaie fiduciaire. Il existerait donc une limite "naturelle" (la barrière des taux zéro) au-delà de laquelle les agents préféreraient détenir du cash. Or les taux fixés à -0,4% actuellement par la BCE laissent présager que les coûts liés à la détention du cash seraient supérieurs à 0,4%.

Patrick Artus (2019)², chef économiste de Natixis, évoque deux avantages du niveau actuel des taux d'intérêt. D'une part, l'amélioration de la solvabilité des Etats qui peuvent profiter du climat actuel pour se désendetter tout en évitant une situation d'éviction de l'investissement privé. D'autre part, la baisse des paiements d'intérêt sur les dettes des ménages. En revanche la liste des inconvénients semble longue : mauvaise allocation de l'épargne, taxation de l'épargne appauvrissant les retraités ou encore affaiblissement des banques et sociétés d'assurance pesant sur l'offre de financement. De plus, l'augmentation de la prime de risque qu'on observe ces dernières années empêche les entreprises de voir leur rendement de leur capital augmenter. Le constat est le même pour les primes de risque sur les actions.

¹ C. Blot et P. Hubert (2016) "Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs", *Revue de l'OFCE*, 148

² P. Artus (2019) : "Les taux d'intérêt zéro sont-ils utiles ou dangereux ?", *Risques* n°120, décembre 2019

Deux explications sont possibles ; soit le risque a effectivement augmenté au sortir de la crise de 2008, soit, c'est la perception du risque qui s'est envolée.

On peut alors se demander pourquoi les agents et la société continuent de demander des actifs à taux négatifs alors qu'ils sont perdants dans cette situation. D'une part, certains actifs peuvent être utilisés comme collatéraux en garantie d'opérations de refinancement. D'autre part, si on anticipe que les taux nominaux vont continuer à diminuer, il devient rationnel d'acheter maintenant pour revendre plus tard.

2. Le vieillissement des populations comme cause des taux d'intérêts bas...

On peut se demander si ces taux négatifs sont une anomalie conjoncturelle ou une tendance d'équilibre de long terme ? On définit le taux d'intérêt naturel (ou neutre) comme celui qui garantit un écart nul entre le PIB et son niveau potentiel et stabilise l'inflation au niveau de la cible fixée par la politique monétaire. Or ce taux n'est pas observé dans la réalité ; il est cependant possible d'approximer sa valeur moyenne par celle du taux d'intérêt réel de long terme qui, lui, est observé.

Depuis les années 80, le taux d'intérêt réel de long terme décline dans les économies américaines et européennes. Aux Etats-Unis, il est passé d'environ 8% à 2% entre 1980 et 2000 ; en zone Euro, après une légère augmentation dans les années 80 le taux

d'intérêt réel est passé de 6% à 1% en 2001. Depuis 2015, les deux régions voient leur taux d'intérêt proches de zéro.

Cette décennie assiste aussi à un autre phénomène, des niveaux d'inflation très bas malgré la faiblesse des taux d'intérêt, ce qui n'était pas le cas à la fin du siècle dernier. Selon la littérature économique, seuls des changements structurels de long terme peuvent affecter l'évolution du taux d'intérêt naturel³. Cependant, on peut s'interroger sur les conséquences des décisions de politique monétaire sur les niveaux du taux d'intérêt naturel. Borio et al (2019)⁴, économistes à la Banque des Règlements Internationaux (BRI), qui organise la coopération entre les banques centrales, montrent qu'une politique monétaire accommodante maintient les taux d'intérêt réels à long terme à des niveaux bas. Au sortir de la crise de 2008 les différentes banques centrales se sont lancées dans une politique expansionniste, notamment, via plusieurs instruments non-conventionnels : le *quantitative easing* (rachat massive de la dette des acteurs financiers par la banque centrale) et les annonces des autorités monétaires sur le maintien des taux d'intérêt à des niveaux bas sur une longue période. Ces décisions des autorités monétaires influencent le cycle financier et sur le long terme les variables réelles.

Des causes macroéconomiques ont été évoquées pour expliquer la diminution du taux d'intérêt naturel ces dernières décennies et notamment le lien entre diminution du taux d'intérêt réel et stagnation séculaire (tendance baissière de long terme du taux de croissance

³ O. Garnier, S. Lhuissier, A. Penalver (2019) "Taux d'intérêt bas, quelle responsabilité de la politique monétaire", Risques n°120, décembre 2019

⁴ C. Borio, P. Disyatat, P. Rungcharoenkitkul (2019) "What Anchors for the Natural Rate of Interest?", BIS Working Papers, n°777, Bank for International Settlements, mars 2019

d'une économie). Pour Eichengreen (2015)⁵ l'évolution récente des niveaux des taux réels serait un retour à la tendance antérieure après une période de niveau des taux d'intérêts et d'inflation exceptionnellement élevés. Il évoque quatre causes potentielles à la diminution du taux d'intérêt réel :

- La hausse du taux d'épargne, notamment dans les économies émergents.
- La diminution relative du prix des biens d'investissement.
- La diminution du taux d'investissement due à un manque d'opportunités attractives.

Arrondel, Masson et Verger (2004)⁶ mettent en avant le rôle de la préférence individuelle pour le présent déclinée en deux sous notions, la préférence pure pour le présent (prévoyance), qui s'apparente plus à une réflexion de long terme, et l'impatience de court terme. La préférence pour le présent pure serait moins forte pour un jeune individu alors qu'une personne âgée serait plus prévoyante. Cette influence du cycle de vie sur les préférences des individus est soulignée par le fait que 44% disent avoir changé de préférence temporelle au cours de l'existence (56% des jeunes disent assurent que non). En ce qui concerne l'impatience, l'avancée en âge semble favoriser la patience. Le vieillissement de la population et la prépondérance d'agents caractérisées par une

faible préférence pour le présent et une forte patience pourrait-il expliquer en partie l'évolution récente des taux d'intérêt nominaux ?

Certains chercheurs ont mis en évidence le lien entre le vieillissement que nos sociétés connaissent actuellement et la tendance baissière du taux d'intérêt d'équilibre. On peut caractériser le vieillissement de la population par deux phénomènes : l'allongement de la longévité lié notamment au progrès médicaux, et la diminution de la fertilité. Dans un rapport de la BCE⁷ sur le taux d'intérêt naturel, les auteurs expliquent que l'augmentation de l'espérance de vie augmente l'épargne des agents en prévision d'une retraite plus longue, faisant pression à la baisse sur le taux d'intérêt d'équilibre. La plus faible part allouée au travail dans le système productif entraînerait une augmentation du capital par tête, dépréciant le produit marginal du capital et donc le taux d'équilibre (sous l'hypothèse d'un ralentissement de la croissance de la productivité). Bielecki, Brzoza-Brzezina et Kolasa (2018)⁸ trouvent que les évolutions démographiques expliquent 1,5 point de pourcentage du déclin du taux d'intérêt naturel entre 1980 et 2030 ; pour Papetti (2018)⁹ c'est autour de 1 point de pourcentage.

Selon Carvalho et al (2016)¹⁰, l'épargne excessive des retraités, l'augmentation des

⁵ B. Eichengreen (2015) "Secular stagnation: the long view", Working Paper 20836

⁶ L. Arrondel, A. Masson et D. Verger (2004) "Mesurer les préférences individuelles pour le présent",

⁷ C. Brand, M. Bielicki, A. Penalver (2018) "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy"

⁸ M. Bielecki, M. Brzoza-Brzezina, M. Kolasa (2018) "Demographics, monetary, and the zero lower bound", NBP Working Paper No. 284

⁹ A. Papetti (2018) "Demographics and the natural real interest rate in the OLG New-Keynesian Model", ECB, Draft Paper

¹⁰ Carvalho, Ferrero, Nechio (2016), "Demographics and Real Interest Rates:

canaux de dépendance et le ralentissement de la croissance de la population, évoqués plus haut, ont diminué d'au moins 1.5 point de pourcentage le taux d'intérêt d'équilibre des économies développées entre 1990 et 2014.

La spectaculaire transition démographique nipponne et la baisse drastique de son taux d'intérêt de long terme à partir de 1992 ont fait du Japon un cas d'école et d'étude des métamorphoses économiques et démographiques auxquelles font face, aujourd'hui, les économies développées. Katarigi (2012)¹¹ souligne les différences de modes de consommation entre les différents âges. En effet les jeunes auraient tendance à consommer en plus grande proportion des biens manufacturiers alors que les personnes âgées consommeraient plus de services. La tendance baissière des taux d'intérêt viendrait donc d'une réallocation des ressources des secteurs à forte productivité (secteur des biens) vers ceux à plus faible productivité (secteur des services) faisant pression à la baisse sur les gains de productivité.

Fujita et Fujiwara (2012)¹² modélisent l'impact du vieillissement de la population par une hétérogénéité dans les productivités des travailleurs et mesure son impact sur l'inflation nipponne à partir des années 1970. L'expérience acquise au sein d'une entreprise avec le temps augmente la productivité des travailleurs. Mais ceux-ci la perdent s'ils quittent leur entreprise ou leur secteur. Il y a donc trois types de travailleurs :

- Les jeunes travailleurs, qui ne sont pas expérimentés, donc faiblement productifs.
- Les travailleurs seniors expérimentés, qui ont une forte productivité.
- Les travailleurs seniors non-expérimentés, qui ont perdu leur productivité.

Les actifs vont donc chercher un emploi sur le marché du travail qualifié (seniors expérimentés) ou non-qualifié (jeunes et seniors non-expérimentés).

Le vieillissement de la population entraîne une augmentation du nombre de seniors et, par conséquent, de seniors non-expérimentés. Par conséquent, il y a une pression à la baisse sur la productivité générale. Sous l'hypothèse d'une spécialisation importante du capital humain, les auteurs montrent que le vieillissement démographique entraîne la baisse des taux d'intérêt naturel via la productivité individuelle.

3. ...Avec des effets rétroactifs des taux bas sur les fonds de pension et les produits d'assurance

Impact sur les fonds de pension

Les conséquences du niveau actuel des taux d'intérêt nominaux et le nombre grandissant de travailleurs atteignant l'âge de la retraite se font déjà ressentir notamment aux Pays Bas. En effet, le système de fonds de pension par capitalisation néerlandais a l'habitude de placer le capital engagé sur des actifs sûrs

Inspecting the Mechanism", European Economic Review, vol. 88©, Elsevier

¹¹ M. Katagiri (2012), « Economic Consequences of Population Aging in Japan: Effects through Changes in Demand Structure »,

Discussion Paper n°2012-E-3, Institut des études économiques et monétaires de la Banque du Japon, mars 2012

¹² S. Fujita et I. Fujiwara (2014) "Aging and Deflation: Japanese Experience"

(obligations d'Etat) dont le rendement, faible par rapport à des actifs plus risqués, a l'avantage d'être stable dans le temps garantissant l'indexation des pensions. L'équilibre du système est remis en cause car les taux bas puis négatifs ne sont plus en mesure de maintenir l'indexation des pensions voir, pour certains fonds, le niveau des pensions.

D'après la banque centrale des Pays Bas (DNB)¹³, en juin 2019, 88 fonds de pensions – représentant 28% des retraités – ont un ratio de refinancement¹⁴ juste au-dessus de 110% et ne sont actuellement en capacité d'assurer qu'une indexation partielle des pensions. Plus inquiétant, 42 fonds de pension n'atteignent pas le ratio de financement de 104,2% exigé Ils représentent 58% des retraités au Pays-Bas. Or si un fonds de pension reste dans cette situation pendant 5 années consécutives, il est dans l'obligation de présenter un plan de recouvrement d'une durée de 10 ans maximum. Ce plan doit renseigner sur les solutions pour atteindre de nouveau la cible des 104,2% et peut inclure une réduction des pensions versées aux retraités.

Les actuels plans de recouvrement comptent sur des retours sur investissement prévisionnels de l'ordre de 6,75% – qui est la limite légale pour ce calcul – plutôt que sur une réduction des pensions. Or l'environnement actuel des taux ne laisse pas présager de tels rendements sur les actifs concernés dans les années à venir. L'année prochaine 3 fonds de pensions – représentant

11,5% des retraités – pourraient avoir à appliquer une réduction des pensions ; en 2021, ce sont 33 autres fonds – 45% des retraités – qui risquent de ne pas atteindre pour la cinquième année consécutive la cible des 104,2%.

Cette situation relance le débat être retraite par capitalisation ou par répartition. Un argument majeur en faveur du régime par capitalisation était sa neutralité face aux chocs démographiques¹⁵. Or, au regard de la situation macroéconomique actuelle, le risque associé à un régime par capitalisation s'est accru dans un contexte de taux d'intérêt bas voir négatif. Il n'en demeure pas moins que face à l'arrivée des baby-boomers à la retraite, le déclin de la proportion du nombre d'actifs par rapport aux retraités compromet la pérennité du système par répartition.

Impact sur les produits d'assurance

Le débat entre fond euro et unité de compte s'inscrit dans l'actualité des taux bas/négatifs. Les contrats en unité de compte adossés à des assurances vie permettent d'investir l'épargne sur des supports financiers (actions et obligations) ; les fonds euros s'adressent à des personnes qui ne veulent pas prendre de risque puisque le capital est garanti par l'assureur mais pour un rendement inférieur.

Dans un contexte de taux élevés (autour de 6%) l'assuré restait le gagnant des contrats d'assurance vie en fond euro : lorsque l'on retirait les 0,30% de frais et commissions et

¹³ DNB (2019) "Statistical News Release: Financial position of Dutch pension funds deteriorated in the second quarter of 2019", June 2019

¹⁴ Le taux de refinancement reflète la situation financière des fonds de pension, c'est le ratio

entre les actifs disponibles et la dette (en l'occurrence ici les pensions).

¹⁵ Complément de D. Blanchet (1998) au rapport du Conseil d'Analyse Economique de 1998 "Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux"

un résultat assureur de 0,30%¹⁶ il restait 5,1% pour l'assuré. Aujourd'hui les taux ne permettent pas à l'assuré de tirer son épargne du jeu et la situation de l'assureur s'en trouve aussi affectée.

La remise en question de l'attractivité de ces produits a nécessité l'émergence d'autres produits de substitution. D'une part, le développement de la finance a eu pour effet d'augmenter la part des encours de garanties en unité de compte dans les nouvelles affaires ; d'après l'ACPR (l'Autorité de contrôle prudentielle et de résolution), elle est passée de 14,2% à 27,2% entre 2012 et 2017.

Les contrats euro-croissance ont aussi été une réponse possible à ses contraintes. Lancés en 2014, ils ont pour but de drainer l'épargne des ménages vers les entreprises et promettent des rendements supérieurs à ceux des fonds en euro puisqu'une partie de l'épargne est placée sur des actifs obligataires et une autre sur des actifs plus risqués comme les actions. Ces contrats ont récemment connu un regain d'intérêt puisque l'encours des contrats euro-croissance du marché est passé de 1,28 à 2,25 milliards d'euro entre 2016 et 2017.

En Allemagne, on voit émerger des contrats dits hybrides alliant garanties en unité de

compte et en fonds euros au gré des évolutions du marché financier. C'est ce qu'on appelle les CPPI, (*constant proportional portfolio insurance*).

Au vue de la situation actuelle, il paraît important de repenser les produits d'assurance vie, de dépendance, d'assurance mixte. Cette nouvelle réflexion doit émaner des besoins de la demande (des ménages) et s'inscrire dans une optique de solidarité intergénérationnelle.

Les contrats à terme fixe, qui sont des contrats d'assurance mixtes "épargne et prévoyance", permettent de protéger en cas de décès mais aussi en cas de vie. L'assureur s'engage à payer un capital au souscripteur au terme du contrat si celui-ci est toujours en vie, ou à son bénéficiaire en cas de décès. Ces contrats peuvent notamment servir à des transferts intergénérationnels (de grands-parents vers petits-enfants) cependant ils sont peu proposés car en cas de non décès du souscripteur au terme du contrat, le montant du capital peut être considéré comme une dotation indirecte et est soumise à une législation différente.

¹⁶ T. Béhar et J.B. Nési (2019) "L'assurance vie à l'épreuve du changement", Risques n°120, décembre 2019



La littérature économique évoque plusieurs explications à la tendance baissière du taux d'intérêt naturel de ces dernières décennies : la diminution des gains de productivité, celle du rendement du capital ou encore les décisions des autorités monétaire. Plusieurs études récentes mettent en avant les phénomènes de vieillissement de population auxquels les économies développées font face. Les différences de préférence de temporelle aux différents âges, l'augmentation de l'épargne en prévoyance d'une durée de vie à la retraite plus longue ou encore la part croissante des services dans l'économie sont d'autant d'explications mises en avant.

La tendance actuelle des taux d'intérêts remet en cause le contexte macroéconomique dans lequel les économies développées ont fondé leur système de protection sociale. D'une part, les taux d'intérêt bas/négatifs ne promettent plus des rendements adéquats aux nombres grandissant de retraités pour les fonds de pension. D'autre part, les produits d'assurance ont dû, eux aussi, s'adapter à la faiblesse des rendements des obligations en se tournant vers des placements plus risqués.

Bibliographie

- L. Arrondel, A. Masson et D. Verger (2004) "Mesurer les préférences individuelles pour le présent",
- P. Artus (2019) : "Les taux d'intérêt zéro sont-ils utiles ou dangereux ?", Risques n°120, décembre 2019
- T. Béhar et J.B. Nessi (2019) "L'assurance vie à l'épreuve du changement", Risques n°120, décembre 2019
- M. Bielecki, M. Brzozo-Brzezina, M. Kolosa (2018) "Demographics, monetary, and the zero lower bond", NBP Working Paper No. 284
- D. Blanchet (1998) complément au rapport du Conseil d'Analyse Economique de 1998 "Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux"
- C. Blot et P. Hubert (2016) "Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs", Revue de l'OFCE, 148
- C. Borio, P. Disyatat, P. Rungcharoenkitkul (2019) "What Anchors for the Natural Rate of Interest?", BIS Working Papers, n°777, Bank for International Settlements, mars 2019
- C. Brand, M. Bielicki, A. Penalver (2018) "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy"
- C. Carvalho, A. Ferrero, F. Nechio (2016), "Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism", European Economic Review, vol. 88©, Elsevier
- DNB (2019) "Statistical News Release: Financial position of Dutch pension funds deteriorated in the second quarter of 2019", June 2019
- B. Eichengreen (2015) "Secular stagnation: the long view", Working Paper 20836
- S. Fujita et I. Fujiwara (2014) "Aging and Deflation: Japanese Experience"
- O. Garnier, S. Lhuissier, A. Penalver (2019) "Taux d'intérêt bas, quelle responsabilité de la politique monétaire", Risques n°120, décembre 2019
- M. Katagiri (2012), « Economic Consequences of Population Aging in Japan: Effects through Changes in Demand Structure », Discussion Paper n°2012-E-3, Institut des études économiques et monétaires de la Banque du Japon, mars 2012
- A. Papetti (2018) "Demographics and the natural real interest rate in the OLG New-Keynesian Model", ECB, Draft Paper



TRANSITIONS
DEMOGRAPHIQUES
TRANSITIONS
ECONOMIQUES

Plus d'études sur :

TDTE.FR