

## L'Europe sort de l'ère des taux négatifs

Le retournement de situation sur les marchés menace la soutenabilité des finances publiques et les entreprises :

Le phénomène est lent et progressif, mais il commence à marquer un profond basculement économique. Après avoir connu dix-huit mois en territoire presque continuellement négatif, les taux d'intérêt auquel les États européens empruntent sont repassés au-dessus de zéro. Celui des obligations françaises à dix ans, qui avait atteint un point bas à -0,38 %, mi-décembre 2020, frôle désormais 0,2 %. Les Pays-Bas sont passés de -0,5 % à 0 %. L'Italie a également gagné un demi-point, à 0,9 %. Seule l'Allemagne, jugée par les marchés le pays le moins risqué, reste en zone négative, à -0,2 %. Le mouvement suit celui des États-Unis, bien plus avancé, où le taux d'emprunt à dix ans a pris 1,1 point en près d'un an, passant à 1,6 %.

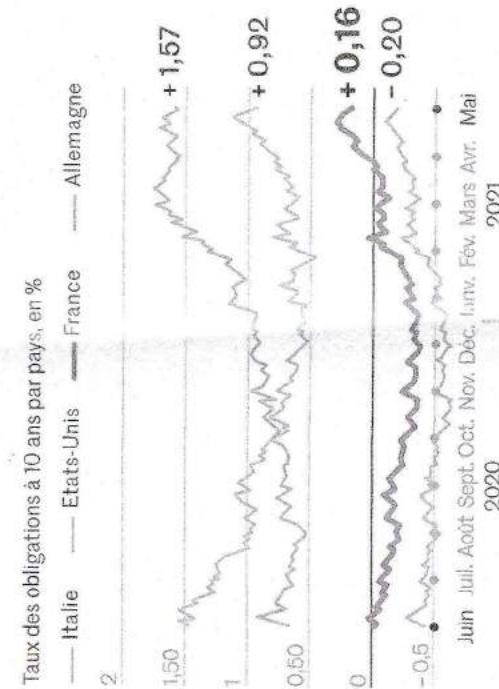
Cette évolution n'est pas sans risque dans le contexte postpandémique, les États s'étant lourdement endettés. Entre 2019 et 2020, la dette publique française est passée de 97 % du produit intérieur brut (PIB) à 115,7 %, un bond historique. Celle de la zone euro a augmenté de 85 % à 102 %. Dans ce contexte, le moindre mouvement des taux d'intérêt devient très sensible pour la soutenabilité des dettes. Le risque d'une explosion de la bulle financière se pose éva-

lément touchante de la Réserve fédérale [Fed] américaine et de la Banque centrale européenne [BCE], qui ont intérêt à dire ça», ironise M. Dor. Pour elles, le message est de rassurer les marchés et de faire comprendre qu'elles ne sont pas sur le point de resserrer leur politique monétaire.

Certains économistes, dont Larry Summers, l'ancien secrétaire américain au Trésor, estiment au contraire que les pays occidentaux entrent dans une longue période d'inflation. D'une part, les tensions sur l'organisation de l'industrie mondiale risquent de durer : construire une nouvelle usine de puces électroniques, pour répondre à la demande, prend des années.

Par ailleurs, les États ont mis en place d'énormes plans de relance. Aux États-Unis, il s'élève à 1900 milliards de dollars (environ 1600 milliards d'euros) et le président, Joe Biden, se bat au Congrès pour un plan d'infrastructures de plus de 2000 milliards de dollars. En Europe, après la politique du « quoi qu'il en coûte » pendant la pandémie, le plan de relance de 750 milliards d'euros est enfin ratifié, et l'argent doit commencer à arriver en juillet.

« On est en train d'entrer dans une nouvelle ère, où les États prennent la main sur la trésorerie,



1,1%

Taux d'intérêt moyen du remboursement de la dette publique française attendu en 2021, contre 6,6 % en 1996. En 2021, l'État devra payer 36 milliards d'euros d'intérêts.

115,7%

Poids de la dette rapporté au PIB français, en 2020.

Infographie : Le Monde • Source : Marketwatch

d'intérêt directeur négatif, -0,5 %, reste en place, tout comme le système qui permet aux banques de se financer, -1 %, le *targeted longer-term refinancing operations* (TLTRO, « opérations ciblées de refinancement à plus long terme »).

Reste que les faucons sont embusqués. « On les connaît, ils n'ont jamais disparu, les gouverneurs des banques centrales en Allemagne, aux Pays-Bas, en Autriche, en Scandinavie... », souligne M. Dor. « A la BCE, le débat va monter, s'il y a une vraie reprise économique », poursuit M. Ecalle. Lors de la dernière réunion du conseil des gouverneurs, en avril, la question du ralentissement des rythmes de dépense du PEPP n'avait même pas été débattue. Il est probable qu'elle soit sur la table lors de la prochaine réunion, en juin.

A la banque centrale américaine la situation est plus délicate. Le Fed a officiellement annoncé qu'elle prenait en compte désormais une « symétrie » dans son objectif d'inflation : en clair, elle peut laisser l'inflation passer au-dessus de 2 %, dans la mesure où ce taux longtemps été au-dessous de ce seuil. Mais jusqu'à quand ? Jamais Jerome Powell, le président de la Fed, n'a clairement donné de li-

« Tant que les taux remontent progressivement, la bulle n'a pas de raison d'éclater »

FRANÇOIS ECALLE  
président de Fipero

ter 293 milliards d'euros cette année. « Une hausse des taux de 1 % représenterait une hausse des remboursements de 2,93 milliards d'euros, disons 3 milliards, explique M. Dor. Cela reste des montants raisonnables. »

La bulle financière va-t-elle exploser ?

Lors de la crise financière de 2008, les banques centrales occidentales ont pour la première fois mis leurs taux d'intérêt directs proches de zéro. Depuis, ne

vention, « bien au-delà de juin », l'italien Fabio Panetta, membre du directoire de la BCE, ajoute que « les conditions aujourd'hui ne justifient pas de réduire le rythme d'achat, et une discussion sur le retrait du PEPP est clairement prématurée ». Même l'Allemande Isabel Schnabel, membre du directoire, souvent plus proche des « faucons », y est allée de son message : « Un retrait prématuré du soutien budgétaire ou monétaire serait une grave erreur ».

M. Villeroy de Galhau va plus loin, rappelant qu'après la fin du



**Pourquoi les taux montent-ils ?**

« L'anomalie, c'était les taux négatifs, rappelle François Ecalle, le président de l'association d'analyse des finances publiques Fipeco. En soi, leur hausse est plutôt bon signe. Cela veut dire que les investisseurs anticipent un peu plus d'inflation et de croissance. » Eric Dor, directeur des études économiques à l'Iéseg, une école de commerce, partage le même point de vue : « Si les taux restaient négatifs, ce serait le signe d'un marasme de l'économie. »

La hausse des taux reflète le redémarrage progressif des économies au fur et à mesure de la vaccination des populations et de la levée des restrictions sanitaires. En même temps, l'inflation fait son grand retour. En zone euro, le niveau reste raisonnable, atteignant 1,6%, sur douze mois, en avril. Aux Etats-Unis, l'alarme commence à sonner : la hausse des prix a atteint 4,2% sur un an.

Elle vient de la conjonction de deux facteurs : la soudaine hausse de la demande, avec le déconfinement, et les goulets d'étranglement de la production, avec des chaînes logistiques mondiales désorganisées par la pandémie, provoquant des pénuries : du bois aux semi-conducteurs, en passant par les vélos. Croissance et inflation de retour : les taux se devaient d'augmenter.

**Le phénomène va-t-il durer ?**

Le grand débat est de savoir si l'inflation est passagère. Si c'est le cas, les banques centrales ont peu de raisons de réduire leurs interventions, et les taux ne devraient remonter que lentement. Si c'est durable, il est possible que l'économie occidentale change d'ère, après quatre décennies d'inflation maîtrisée. Dans ce cas, les taux vont fortement se tendre.

Les banques centrales sont pour l'instant unanimes. Pour elles, le problème est temporaire, et les circuits d'approvisionnement vont rentrer dans l'ordre d'ici à la fin de l'année. « Il y a une unani-

mois. Une sérieuse évolution.

Par ailleurs, une crise sur un pays spécifique est tout à fait possible. « Les spreads [l'écart entre le taux allemand et celui des autres pays] peuvent se mettre à monter très vite, comme cela a été le cas en 2011-2012 [lors de la crise de la zone euro], rappelle M. Ecalle. Généralement, cela vient d'un choc de nature politique. » L'arrivée de l'extrême droite au pouvoir en Italie ou en France pourrait par exemple provoquer une telle réaction. Dans ce scénario, même si la BCE reste très active, la question de la dette risque de revenir au premier plan. « C'est pour cette raison qu'il faut [la] stabiliser », conclut-il.

**Les finances publiques peuvent-elles résister ?**

Dans une note du 25 mai, les économistes de Barclays s'inquiètent. « Les taux ultrabas ont encouragé de nombreux dirigeants, économistes et acteurs du marché à affirmer que les dettes ne comptent plus. Nous ne sommes pas d'accord. » Marvin Barth, l'un des auteurs, tire la sonnette d'alarme : « Quand on regarde les pays où la soutenabilité de la dette est proche des limites, on trouve l'Italie, où la moindre hausse des taux devient vite un problème, l'Espagne, mais aussi – et on l'oublie souvent – la France. » Ces inquiétudes demeurent cependant pour l'instant assez lointaines.

Pour l'heure, les taux restent à des niveaux historiquement bas. Les Etats bénéficient d'un cercle vertueux : à chaque fois qu'ils rachètent une vieille dette, ils le font en dépensant moins. « En France, les taux étaient à 3,49% il y a dix ans, rappelle M. Dor. Aujourd'hui, on peut rembourser les créances d'alors en empruntant la même somme à seulement 0,2%. » La charge de la dette française continue donc à baisser : en 1996, l'intérêt moyen servi était de 6,6% ; il est aujourd'hui de 1,2%.

Par ailleurs, pour remettre l'actuelle hausse des taux dans leur contexte, rappelons que l'Agence France Trésor prévoit d'emprun-

ter aux Etats et aux entreprises de continuer à se financer. Mais elle a aussi provoqué une hausse toujours plus spectaculaire des Bourses. Aux Etats-Unis, le S&P 500 est au plus haut de son histoire. En France, le CAC 40 s'en rapproche. La BCE a appelé cela la « remarquable exubérance » des marchés.

La hausse des taux peut-elle faire exploser cette bulle financière ? « C'est une vraie question : le règne actuel de l'hyperfinanciarisation supportera-t-il des taux élevés ? », s'interroge M<sup>me</sup> Riches-Flores. C'est pour éviter cette contagion que les banquiers centraux promettent pour l'instant de ne pas retirer leur soutien. Mais, pour M<sup>me</sup> Riches-Flores, la Fed ne va plus pouvoir le faire longtemps, alors que l'inflation dépasse 4% aux Etats-Unis, soit le double de son objectif officiel. Elle estime cependant que, si une forte correction des marchés est possible, une vraie crise financière, comme en 2008, n'est pas le scénario le plus probable. « Tant que les taux remontent progressivement, la bulle n'a pas de raison d'éclater, relativise également M. Ecalle. Les banques centrales peuvent gérer cela. »

**Que vont faire les banques centrales ?**

Avec le Covid-19, la BCE a lancé un plan pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), une énorme enveloppe de 1850 milliards d'euros destinée à acheter des dettes sur les marchés. Plus de la moitié est déjà utilisée, et la BCE devrait y avoir recours au moins jusqu'en mars 2022. Le débat enfle cependant sur la vitesse d'intervention de la BCE. Pendant l'hiver, elle dépensait environ 17 milliards d'euros par semaine de ce PEPP. En mars, voyant les taux qui commençaient à augmenter, la BCE a accéléré, atteignant 20 milliards de rachat de dette par semaine. Avec le redémarrage de l'économie, les traditionnels faucons commencent à se faire entendre. Dès avril, le gouverneur de la Banque des Pays-Bas, Klaas Knot, a appelé à réduire