

Risque et rentabilité : la quête de rendement

Lorsque les taux de rentabilité sont bas, les investisseurs sont tentés de prendre des risques, ce qui peut être source d'instabilité économique et financière

Jay Surti



LORSQUE LES TAUX D'INTÉRÊT sont élevés et que l'inflation est faible, investir est un jeu d'enfant : les épargnants peuvent facilement obtenir du rendement en achetant des bons du Trésor ou en réalisant d'autres placements sans risque du même type. En revanche, cela devient beaucoup plus difficile lorsque les taux d'intérêt sont bas, comme c'est le cas dans la plupart des pays avancés depuis la crise financière mondiale de 2008–09, voire depuis plus longtemps pour certains d'entre eux. Lassés par des taux d'intérêt nuls ou quasi nuls et espérant de meilleurs rendements, les épargnants peuvent alors être tentés par des actifs ou des stratégies plus risqués. C'est ce que les économistes appellent la quête de rendement.

Les investisseurs individuels peuvent ainsi être amenés à placer en bourse une partie de l'argent se trouvant sur leurs comptes épargne. Les entreprises peuvent chercher à accroître leurs revenus en empruntant à peu de frais pour réaliser des investissements spéculatifs. Les établissements financiers, comme les banques et les compagnies d'assurance, peuvent être amenés à faire des paris risqués pour continuer à réaliser des bénéfices, voire pour survivre. Or des portefeuilles plus risqués sont plus susceptibles d'essuyer des pertes. L'augmentation de leur endettement place les entreprises dans une position plus précaire lorsqu'elles doivent faire face à des chocs défavorables. Il en résulte une vulnérabilité institutionnelle accrue et une probabilité plus élevée d'instabilité économique et financière.

Actifs sûrs et actifs risqués

Tous les acteurs de l'économie n'ont pas la même aptitude ni la même appétence pour le risque : les ménages, les entreprises et les établissements financiers réagissent différemment. Néanmoins, tous subissent l'influence des mêmes facteurs. Le taux d'intérêt à l'équilibre des bons du Trésor, qui assure l'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie, revêt à cet égard une importance fondamentale. Le rendement de cet actif sûr influe sur la rentabilité d'autres investissements, comme les obligations d'État à long terme, les dépôts auprès des banques et les obligations et actions d'entreprises. Les rendements de ces actifs plus risqués ont tendance à évoluer dans la même direction que celui des bons du Trésor, à la hausse comme à la baisse.

La quête de rendement est d'autant plus tentante que la rentabilité des actifs peu risqués chute à des niveaux très bas pendant une période prolongée, comme c'est le cas au Japon et dans plusieurs pays européens depuis une vingtaine d'années. Cette situation se traduit par une rémunération plus faible de l'épargne des ménages, qui s'enrichissent plus lentement. Les aspirations qui jalonnent la vie d'un foyer, comme l'achat d'un logement, la constitution d'une épargne-retraite sécurisée ou la transmission d'un patrimoine à ses enfants, deviennent plus difficiles à réaliser.

Les ménages cherchent alors à compenser cette situation en réduisant leurs dépenses pour accroître leur épargne. (Le Japon est une exception notable, car les ménages plus âgés et plus aisés ont moins besoin d'augmenter leur épargne de précaution et sont plus disposés à rechercher du rendement, ce qui les a amenés à investir dans des obligations et des actions à haut risque des pays émergents.) La baisse de l'endettement et de la consommation des ménages réduit la demande pour les biens et services produits par les entreprises, qui voient alors leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices fondre. Le secteur financier n'est pas épargné ; les banques accordent moins de prêts aux ménages. Les taux d'intérêt tombant à des niveaux très bas, la différence entre les taux débiteurs et créditeurs des banques s'amenuise. Tous ces facteurs contribuent à éroder les bénéfices des banques.

Les stratégies de quête de rendement

Généralement, les entreprises cherchent à compenser le déficit de consommation causé par le surcroît d'épargne des ménages en profitant de la faiblesse des taux d'intérêt pour financer par l'emprunt des investissements très rentables mais aussi très risqués. Elles le font habituellement de deux manières : elles peuvent investir dans des instruments financiers à rendement élevé, ou

étendre leurs activités à de nouveaux secteurs économiques ou à de nouveaux pays, par l'ouverture de filiales ou par l'achat d'entreprises existantes. La part de l'endettement dans ce type de transaction a tendance à être plus élevée, et celle des bénéfices non distribués ou d'autres ressources propres des entreprises à être plus faible que lorsqu'une telle expansion découle naturellement d'une forte croissance économique et de bénéfices élevés.

Tout comme les entreprises, les établissements financiers adoptent plusieurs stratégies dans leur quête de rendement. Les grandes banques peuvent étendre leurs activités à des pays où la croissance est plus dynamique et les investissements plus rentables. Les banques de taille intermédiaire sont susceptibles d'étendre leurs activités à de nouveaux secteurs ou de nouvelles régions du pays où elles sont établies, afin de gagner des parts de marchés au détriment de petits établissements de crédit actifs à l'échelle locale. Les petites banques, pour leur part, peuvent fusionner ou bien nouer des partenariats entre elles ou avec des banques de taille intermédiaire, afin de se protéger de la concurrence.

A priori, les économistes ne voient pas d'un mauvais œil que les acteurs économiques prennent des risques pour accroître leurs revenus : certains individus ou entités s'y prennent mieux que d'autres, et la prise de risque n'est pas forcément une menace pour la croissance économique et la stabilité financière. Cependant, les stratégies de quête de rendement peuvent affecter l'ensemble du système économique si elles sont massivement adoptées par les entreprises et les établissements financiers. C'est de cela que doivent se préoccuper les dirigeants.

Risques pour l'économie

La quête de rendement peut augmenter la probabilité que des récessions soient à la fois plus graves et plus durables. En cas de chocs économiques défavorables, les entreprises lourdement endettées peuvent être contraintes de réduire leurs investissements dans des proportions plus importantes et plus longtemps que si elles n'avaient pas de dettes. Le revenu national et la croissance économique s'en trouvent amoindris. Certaines de ces entreprises pourraient faire défaut sur leurs emprunts, au détriment des bénéfices des banques, qui verraient alors leur capacité de prêt se réduire, ce qui nuirait encore davantage à la croissance économique. Certaines banques risqueraient même de ne pas survivre à une telle situation.

Les entreprises s'étant endettées pour financer des acquisitions risquées s'exposent à de nouveaux risques dont la gestion est malaisée. Une entreprise établie aux États-Unis et empruntant dans ce pays pour étendre ses activités à l'étranger s'expose à un risque non négligeable de fluctuation du taux de change ; il en va de même d'une entreprise d'un pays émergent qui emprunterait aux États-Unis pour s'agrandir dans son pays. Puisque ces deux entreprises sont tenues de rembourser le principal et les intérêts en dollars, mais qu'elles tirent de leurs activités des revenus en devises, une appréciation du dollar pourrait considérablement renchérir leurs remboursements. Certaines entreprises ont recours aux marchés financiers pour se prémunir

contre un tel risque, mais trouvent cette méthode trop onéreuse pour leur permettre de se couvrir entièrement. Lorsque les entreprises essuient des pertes, celles-ci peuvent être considérables.

Étant donné que le dollar est une monnaie de financement mondiale, les incitations à la quête de rendement découlant de longues périodes de faibles taux d'intérêt aux États-Unis ne se limitent pas aux banques et aux entreprises américaines. Les entreprises étrangères sont également susceptibles d'emprunter aux États-Unis pour investir dans leur propre pays dans l'espoir d'un rendement supérieur. Ces opérations spéculatives sur écarts de rendement présentent un risque financier, dans la mesure où un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis (ou un choc survenant dans le pays de l'entreprise emprunteuse) pourrait entraîner des pertes en raison de l'appréciation du dollar. Lors de l'épisode dit du « taper tantrum » de 2013, de grandes entreprises de pays émergents ayant voulu profiter des écarts de rendement ont essuyé des pertes en raison de l'appréciation du dollar. Ces pertes se sont révélées suffisamment importantes pour entamer la valorisation boursière de ces entreprises. Dans certains cas, les pertes encourues par ces entreprises ont fait augmenter la volatilité des marchés financiers des pays où elles étaient établies.

Faute de se préparer aux nouveaux défis liés à la gestion de leurs risques, les banques qui choisissent d'étendre leurs activités à l'étranger pourraient aller au-devant de pertes. Ainsi, le siège d'une banque peut juger que la meilleure manière de procéder pour étendre ses activités à l'étranger consiste à déléguer certaines décisions opérationnelles à des responsables locaux. Or, dans ce cas, la banque se trouve face à une nouvelle difficulté : il lui faut en effet trouver une méthode efficace pour inciter ces dirigeants locaux à obtenir de bons résultats. Elle peut alors être tentée de conditionner leur rémunération et leur avancement à l'obtention d'un rendement trop élevé pour être réaliste, quitte à les inciter à prendre trop de risques.

Enfin, la consolidation du secteur bancaire, qu'elle s'effectue par la fusion des petites banques ou par leur acquisition par les plus grandes, est susceptible d'entraver la concurrence. Cela pourrait faire augmenter les coûts de l'emprunt, en particulier pour les ménages et les petites entreprises, qui auraient alors respectivement plus de mal à consommer et à investir, ce qui porterait gravement atteinte à la croissance inclusive.

Pour autant, la quête de rendement peut également présenter des avantages. Lorsque des paris risqués s'avèrent payants, ils font augmenter les revenus de l'épargne et des investissements, dans un contexte de taux d'intérêt faibles peu propice à la rentabilité. Ils permettent également aux capitaux d'irriguer de nouveaux marchés. Mais les dirigeants doivent être vigilants, notamment s'agissant du danger que représentent les investissements spéculatifs financés par l'endettement. Certains paris vont immanquablement se solder par des pertes, au risque de causer de graves conséquences pour la stabilité économique et financière. **FD**

JAY SURTI est chef de division adjoint au département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.