

## CONFERENCE INSTI 7

### Palais Brongniart

Lundi 3 février 2020

Je voudrais partager avec vous, ce soir, quelques réflexions sur la politique monétaire actuelle.

Je centrerai mes remarques sur deux aspects de la question :

#### I - Il me semble qu'il y a une erreur de conception à la base de cette politique.

L'objectif de la politique monétaire, depuis plus de vingt ans, est de faire en sorte que l'inflation des prix à la consommation soit stabilisée légèrement au-dessous (mais proche de) 2% par an.

Si cet objectif d'inflation était peut-être correct il y a 20 ans, il n'en est plus de même aujourd'hui.

Plusieurs facteurs ont joué un rôle dans le sens d'une modération tendancielle du taux d'inflation.

- a) Le vieillissement de nos populations s'accélère, entraînant une baisse du PIB potentiel, de la productivité et de l'investissement. D'où une moindre pression sur les ressources et une inflation plus faible ;
- b) La globalisation a aussi pesé sur l'évolution des prix. Avec l'ouverture du commerce international aux produits et services en provenance de pays émergents à très bas salaires, les prix ont baissé, de même que les salaires ont stagné ;
- c) Les nouvelles technologies (développement de l'e-commerce, accélération des transactions, robotisation ...) ont profondément modifié, à la baisse, la structure et l'évolution des prix. Les gains de productivité issus de ces nouvelles technologies se traduisent par une réduction massive du coût des services ;

- d) Et l'on pourrait aussi citer les changements intervenus dans les marchés du travail (où, en raison des incertitudes, l'importance de conserver un emploi prime désormais sur la recherche de salaires plus élevés).

Ces conditions structurelles expliquent que l'inflation d'équilibre (hors la volatilité pétrolière) est depuis quelques années plus proche de 1% que de 2%.

Mais, plutôt que de modifier l'objectif en fonction de la réalité de l'inflation, les Banques Centrales ont tenu à maintenir leur objectif – pourtant devenu inatteignable – de 2%.

Il en est résulté une dérive expansionniste de la politique monétaire : celle-ci est axée, en effet, sur un objectif irréaliste, ce qui conduit donc à une poussée systémique de la création monétaire et à une baisse des taux d'intérêt.

Cette situation est dangereuse car elle aggrave la fragilité de notre système financier :

- ✓ En poussant à l'accroissement de la dette (celle-ci est 50% plus élevée qu'avant la crise),
- ✓ En incitant les investisseurs à rechercher du rendement au prix d'une détérioration de leurs risques,
- ✓ En faisant survivre artificiellement (grâce aux taux zéro) des entreprises « zombies » qui empêchent les firmes innovantes de progresser,
- ✓ En affaiblissant l'industrie des fonds de pension des organismes de retraite et d'assurance-vie, dont les actifs ne rapportent plus rien alors que les engagements à long terme subsistent.

Ces déviations contribuent à la fragilité de notre système financier et sont de nature à aggraver la prochaine crise.

\*  
\* \*

Avant d'en venir à mon dernier point, je souhaite attirer votre attention sur une considération d'ordre intellectuel.

Si l'analyse ci-dessus concernant les conditions actuelles de formation des prix est correcte, il en résulte que ce qui influence les prix est essentiellement d'ordre structurel (et non conjoncturellement lié aux variations de l'offre et de la demande), c'est-à-dire hors de la portée des Banques Centrales. S'arc-bouter sur une inflation pérenne de 2% n'a, dans ces conditions, aucun sens.

Les Banques Centrales devraient, à mon sens, adopter une politique beaucoup plus flexible en matière de prix d'objectif et ne pas s'obstiner à « forcer » l'indice des prix à atteindre un niveau qui n'est pas réalisable.

*Il – La politique de taux bas, voire négatifs, ne conduit pas à une hausse de l'investissement productif.*

On croit parfois qu'une politique monétaire non-conventionnelle et accompagnée de taux zéro est favorable à la reprise de l'investissement, puisque, par définition, les conditions financières s'adoucissent.

Regardons les choses de plus près.

1 - D'abord, quelle a été la performance de l'investissement global depuis quelques années ?

L'évolution de l'investissement a été décevante. Elle peut se caractériser de la façon suivante :

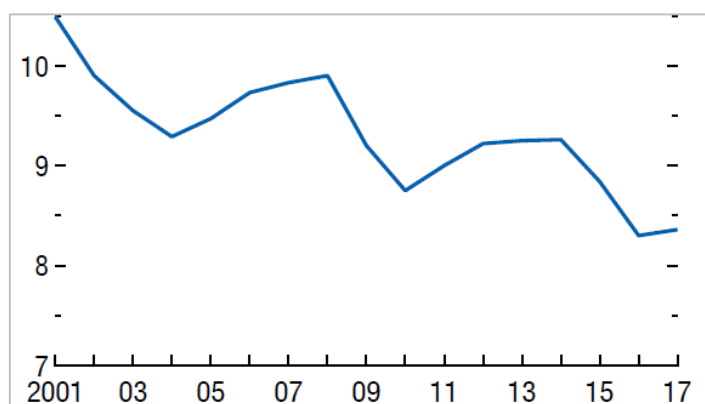
1. Le niveau de l'investissement non-résidentiel brut dans les pays avancés en pourcentage du PIB a significativement baissé (de 10,5% du PIB en 2001 à 8,5% récemment) (vois graphique 1) ;
2. La croissance du capital fixe demeure faible ;

3. La croissance des investissements non tangibles (qui contribuent aux gains de productivité) oscille annuellement autour de 3-4%, ce qui est significativement moins qu'au début des années 2000 (autour de 6%).

Au total, la contribution du stock en capital à la croissance potentielle demeure historiquement faible en dépit des taux d'intérêt très bas qui prévalent depuis plus de dix ans (voir graphique 2 ci-après).

### Graphique 1

**Baisse du niveau de l'investissement non-résidentiel en % du PIB**



Source: IMF staff calculations.

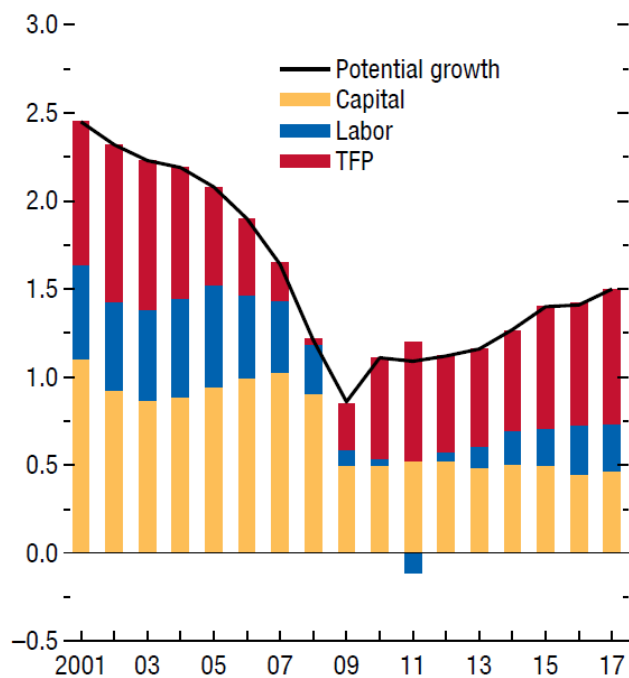
Note: Advanced economies = Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, Korea, Spain, United Kingdom, United States.

<sup>1</sup>Gross fixed capital formation data are used for Japan and Korea.

## Graphique 2

### Contributions à la croissance potentielle: la part du capital demeure faible

(Percent)



Source: IMF staff calculations.

Note: Advanced economies = Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, Spain, United Kingdom, United States; TFP = total factor productivity.

## 2) - Quelques observations empiriques.

La statistique montre que les périodes de croissance de l'investissement ont toujours été accompagnées par des taux d'intérêt réels positifs.

Ainsi, l'on observe que le taux d'intérêt réel dégagé par un Bon du Trésor US à 10 ans a été en moyenne de + 3,6% par an de 1990 à 2000 (période plutôt favorable en termes d'investissement), alors que de 2000 à 2019 (période où l'investissement a très mal performé) le taux d'intérêt réel a été en moyenne de +1,2%.

Si on les examine sur longue période, ces corrélations sont très fortes : ainsi le XIXème siècle a été une période où l'investissement, très dynamique, était rémunéré, en moyenne, à près de 5% en termes réels. Même si ces corrélations ne sont pas des preuves, elles ont une constance et une robustesse qu'on ne saurait écarter du revers de la main.

Que s'est-il passé qui puisse expliquer cette baisse des taux d'intérêt depuis plusieurs décennies ?

On évoque souvent le phénomène du ralentissement séculaire : des sociétés vieillissantes ont moins de gains de productivité, elles consomment et investissent moins : il en résulte une moindre pression sur les ressources disponibles et une inflation plus basse.

On avance aussi « l'excès d'épargne mondiale » (« savings glut ») qui provoque des excédents structurels de balance des paiements courants de certains pays créditeurs, lesquels amplifient les liquidités mondiales et se traduisent par des accumulations de réserves chez ces pays qui luttent, par des achats de dollars, contre l'appréciation de leur taux de change afin de préserver leur compétitivité.

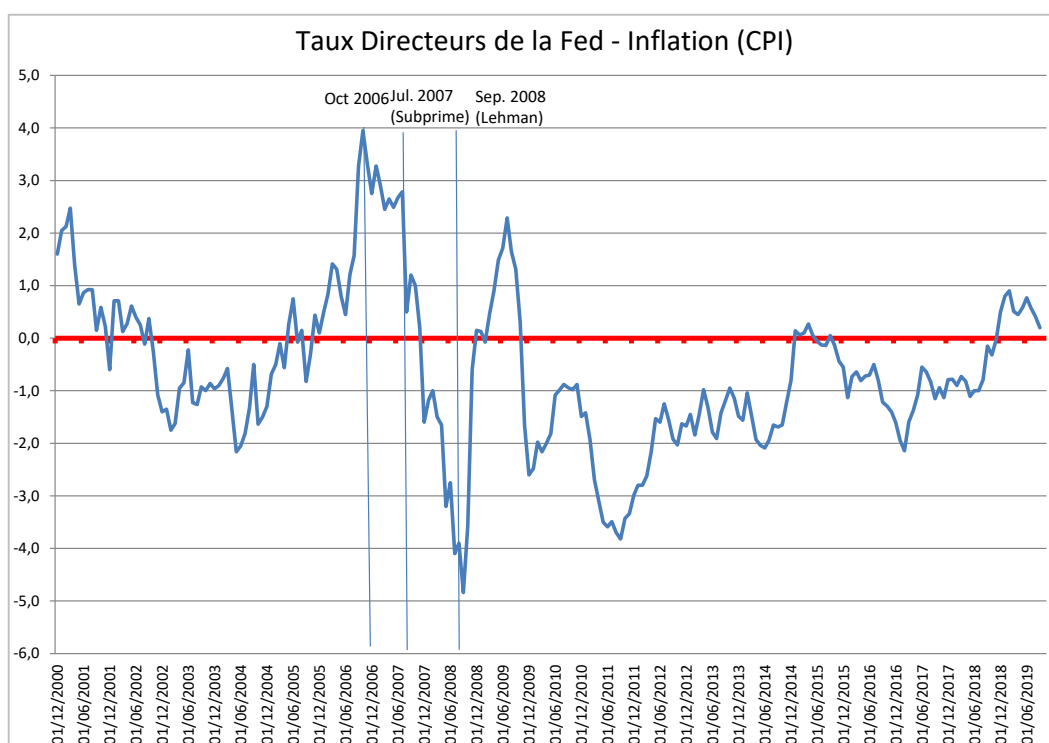
Ces phénomènes ont indiscutablement contribué à l'évolution à la baisse des taux d'intérêt mondiaux.

Mais n'oublions pas qu'un autre facteur déterminant résulte de la politique monétaire pratiquée depuis 20 ans.

La Fed a systématiquement mis en œuvre une politique de taux d'intérêt réels négatifs (Fed funds) depuis le début des années 2000.

Sur la période de 18 ans (2002 à 2019), à l'exception de 2006-2008 et 2018, **les taux directs de la Fed en termes réels (défalqués de l'inflation des prix à la consommation) ont été négatifs pendant 15 ans.** Ce qui a contribué à la poussée de l'endettement mondial et à la crise. (Voir graphique 3 ci-après).

### Graphique 3



Source : Bloomberg

Or, on le sait, la politique de la Fed imprime sa marque au reste du monde (ne serait-ce que par la crainte des pays qui souhaiteraient une politique plus conventionnelle de voir leur monnaie s'apprécier par rapport au dollar).

### 3 - Passons maintenant à la réflexion économique, qui peut nous éclairer sur la relation : taux zéro / investissement.

Plusieurs facteurs doivent être analysés.

Il est indéniable que **la baisse des taux favorise les débiteurs** : Etats, sociétés, particuliers. L'endettement de ces agents devient moins lourd en termes de charge d'intérêts. On assiste, ainsi, à un transfert des revenus des épargnants vers les débiteurs.

Mais cette amélioration de la situation des agents débiteurs se traduit-elle par une incitation à s'endetter davantage ? Dans une certaine mesure, oui : la dette publique et privée n'a cessé d'augmenter depuis la crise de 2008. La montée de l'endettement des Etats et des sociétés non financières a été considérable ; de même l'endettement des ménages et la bulle immobilière qu'il provoque sont significatifs. Au total, l'endettement global a augmenté de près de 50%<sup>1</sup> depuis la crise.

Mais quid de l'investissement productif ?

C'est ici qu'il faut évoquer la « trappe à liquidités ».

### « La trappe à liquidités »

Quand les taux approchent de zéro, il est difficile à une Banque Centrale d'aller plus bas. C'est ce que l'on appelle le « plancher zéro » (« zero lower bound »). La BCE applique bien un taux négatif de 0,50% sur les réserves détenues auprès d'elle par des banques commerciales. Mais il lui est difficile d'aller beaucoup plus loin. En effet, la rentabilité du secteur bancaire est directement affectée par l'existence de cette « taxe » sur leurs réserves (réserves imposées, du reste, en grande partie par la réglementation). Si la BCE s'avisait de descendre significativement plus bas, les banques finiraient par être obligées de répercuter cette taxe sur les dépôts des clients. Une telle taxation (déjà appliquée partiellement aux dépôts de montants élevés dans des pays comme l'Allemagne, la Suisse et le Danemark) aurait l'inconvénient, outre son impopularité, de réduire les capacités de consommation des ménages, ce qui irait à contre-courant du désir des autorités de stimuler la demande intérieure<sup>2</sup>.

La réponse de la politique « non conventionnelle » à cette difficulté est la suivante : pour faire baisser davantage les taux réels et échapper à la contrainte du plancher zéro, la seule solution serait de provoquer la remontée de l'inflation par une politique systématique d'expansion monétaire (QE).

Mais, il reste une difficulté : si la reprise de l'inflation et de la demande s'avère rétive (ce qui est le cas pour des raisons d'inquiétude sur l'avenir : crainte d'une récession due à la guerre commerciale, facteurs structurels ralentissant la croissance - déjà évoqués - ,

---

<sup>1</sup> 2007 : endettement global mondial : 48 000 Millions \$  
2019 : endettement global mondial : 72 000 Millions \$, soit + 50%

<sup>2</sup> Voir Steven Pressman : « How low can we go ? The limits of monetary policy » - Elgar Online April 2019.



préférence pour la liquidité<sup>3</sup> ... qui pèsent à la baisse sur le taux d'inflation), alors on ne voit pas d'où pourrait venir cette reprise souhaitée de la demande. Le raisonnement devient circulaire : pas assez d'inflation donc plus de QE, mais si cela ne suffit pas à enclencher l'inflation, que faire ? C'est là qu'on commence à parler « d'hélicoptère money » qui permettrait de créditer directement les particuliers en monnaie Banque Centrale avec l'espoir - du reste incertain - que ces allocations - non remboursables - seraient consommées.

Le cœur du problème de la politique monétaire actuelle réside dans la préférence pour la liquidité. Puisque l'investissement par achat de titres est taxé, les épargnants ont tendance à renoncer à une rémunération illusoire et à conserver des instruments liquides qui, au moins, ne sont pas affectés par l'application des taux négatifs.

Dans l'arbitrage classique que l'épargnant effectue entre rendement, risque et liquidité, la notion de rendement perd de son importance avec des taux bas. L'arbitrage ne se fait plus alors qu'entre liquidité et risque.

**Comme on peut le voir dans le *graphique 4*, la baisse des taux d'intérêt des obligations d'Etat s'est accompagnée d'une très forte augmentation<sup>4</sup> de la part des actifs liquides dans le patrimoine financier des agents économiques. Mais une telle préférence pour la liquidité (la « hantise » de Keynes) détourne les épargnants de l'investissement à long terme.**

&&

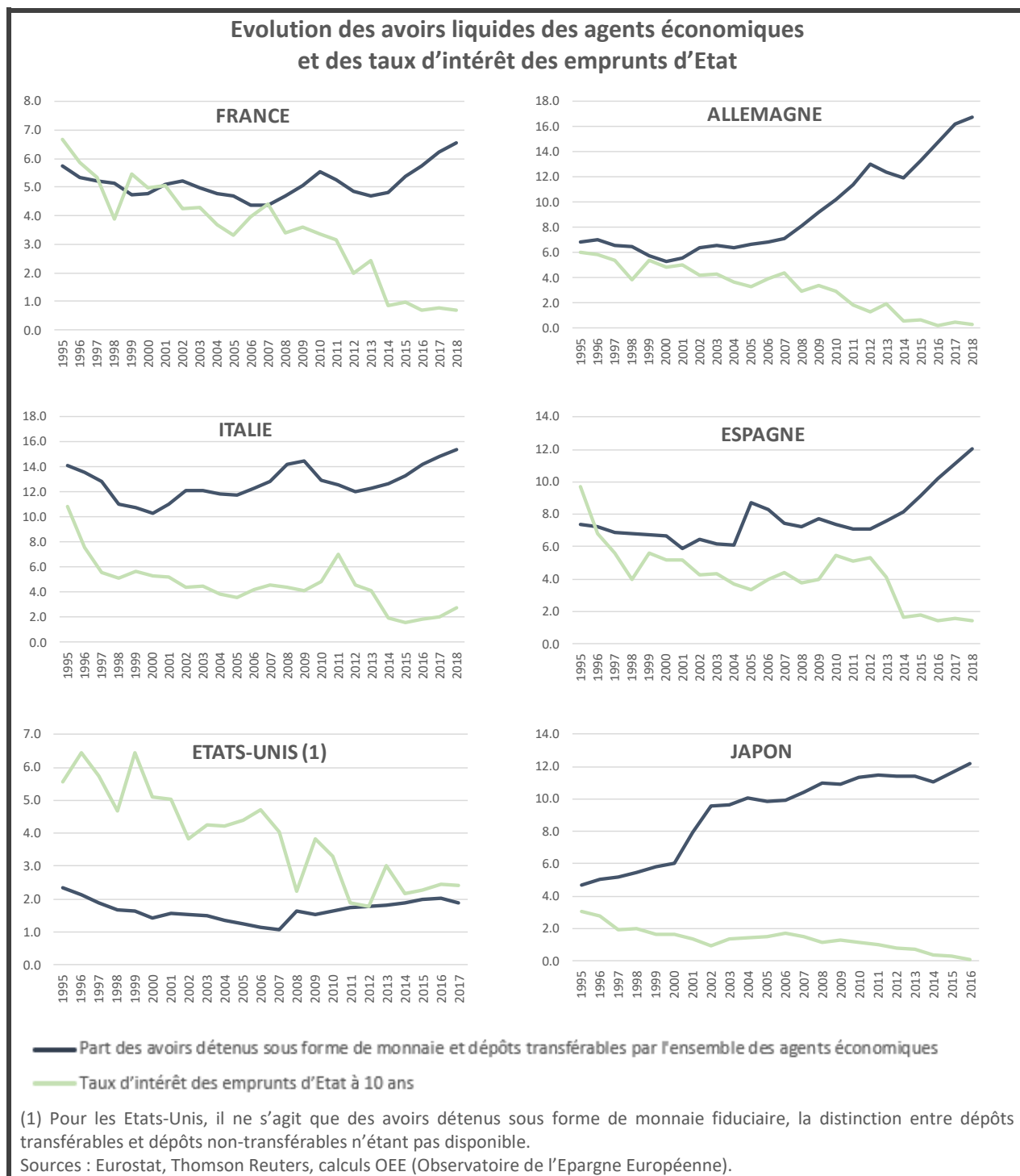
---

<sup>3</sup> La préférence pour la liquidité : à signaler la montée des livrets A qui approchent du record de 300 milliards d'euros (15 milliards d'euros supplémentaires depuis le début de 2019. L'encours a augmenté de 50% en huit ans !).

<sup>4</sup> La part liquide des avoirs financiers détenus par l'ensemble des agents économiques est passée de 7 à 16% en Allemagne (de 1999 à 2017), en Espagne de 7,5 à 12%, au Japon de 5 à 12%, et en France de 5,8 à 7%.  
Source : Eurostat, Thomson Reuters, OEE.

## Graphique 4

Au fur et à mesure de la baisse des taux, les portefeuilles deviennent plus liquides



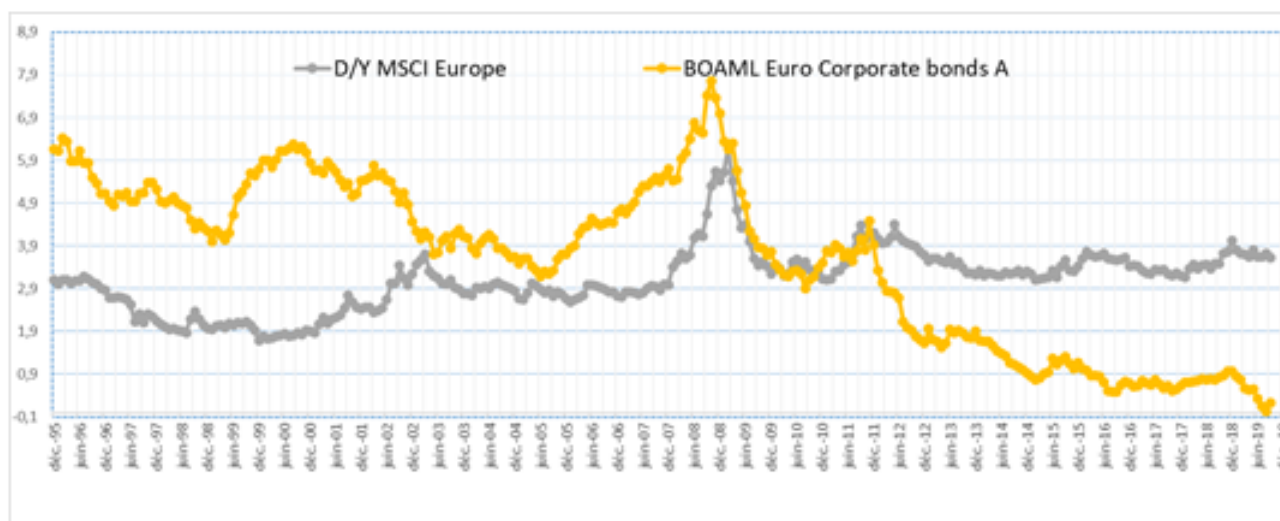
#### 4 - Mais la réponse des marchés est risquée.

Quand il y a un engouement pour des actifs dits « sans risques », le prix de ces actifs augmente alors que leurs taux d'intérêt baissent. Au même temps, les retours sur les actions restent élevés (voir graphique 5 ci-dessous). Pour la première fois depuis 1993, les dividendes dépassent sensiblement les intérêts perçus sur la dette.

### **Graphique 5**

#### **Retours sur actions et obligations d'Etat**

Evolution historique depuis 1995 du rendement des actions de l'indice MSCI EUROPE et des obligations Euro corporate Rating A de l'indice Bank of America Merrill Lynch Euro corporate A)



#### **La politique de taux d'intérêt bas a favorisé les dividendes au détriment des retours sur les obligations d'Etat :**

- Dividend yield MSCI Europe = 3.62% au 30.09.2019 (Source MSCI)
- Rendement moyen des obligations de l'indice ICE BofA Merrill Lynch Euro Corporate rating A = 0.22% au 30.09.2019 (Source ICE BAML)

Le risque, ici, c'est la prolifération des bulles d'actifs : en matière d'actions, d'obligations, de crédits à la consommation, de l'achat de biens immobiliers financés par une dette à très bas taux, sans parler des entreprises « zombies » qui continuent de subsister grâce aux taux zéro, mais qui pénalisent les firmes les plus innovantes en conservant leurs parts de marché.

Cette recherche de rendements à tout prix se traduit par une détérioration de la qualité des actifs financiers.

Ainsi, les obligations notées BBB (un cran au-dessus des « junk bonds ») représentent aujourd'hui plus de 50% du total des encours des obligations « investment grade », ce qui constitue un record périlleux.

La dette émise par les sociétés non financières US s'élève à plus de 9 trillions \$ (contre 5 en 2008), soit une augmentation de 80% en dix ans.

Cette explosion de l'endettement des sociétés non financières est le résultat de la politique monétaire suivie ces dernières années et qui maintient les taux d'intérêt à des niveaux historiquement très bas.

Cet endettement prend, en grande partie, la forme de prêts titrisés (« collateralized loan obligations » - CLOs), dont sont friands les investisseurs du monde entier en quête de rendements (en particulier les banques japonaises).

Que vienne une récession et le sort de nombre d'entreprises excessivement exposées au risque de crédit sera en jeu.

Le risque est bien connu : c'est celui de 2007-2008 d'un accroissement des bulles qui finissent par éclater, et la crise financière qui se déclenche après le « moment Minsky ».

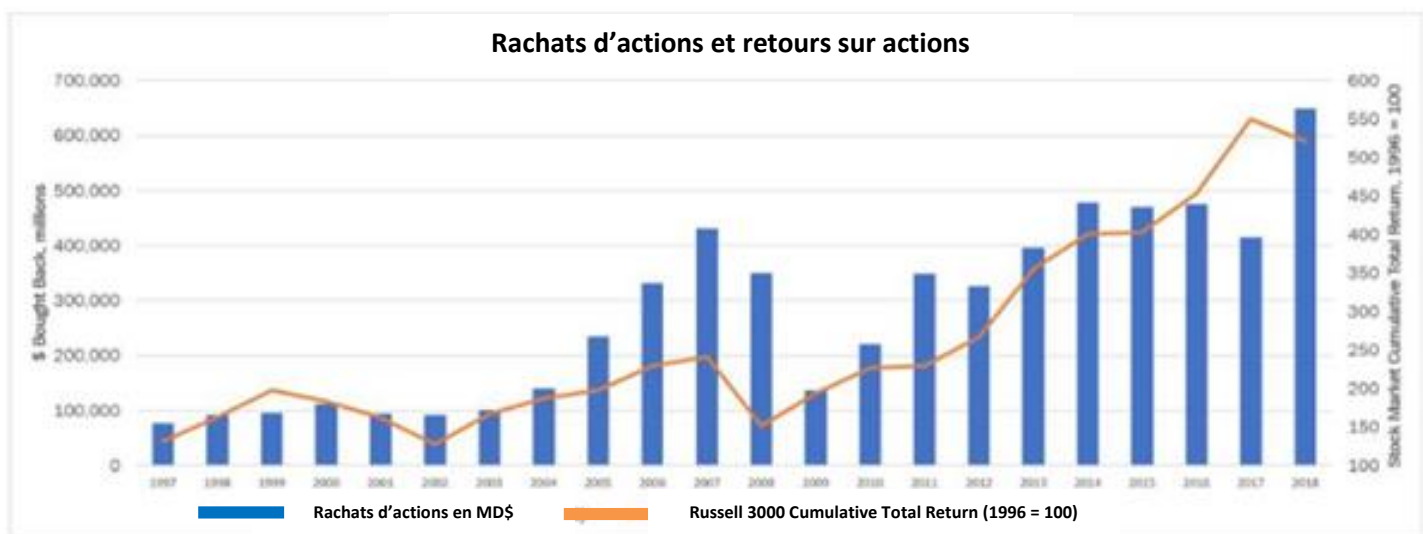
De fait, poursuivre trop longtemps la pratique des taux à zéro favorise, comme on l'a vu, la spéculation sur actifs risqués (« search for yield »), écrase les primes de risque, et provoque la constitution de bulles financières. Cela détourne les investisseurs des « vrais » projets à long terme - pourtant indispensables - , tout en rendant le système financier plus vulnérable.

Entre s'engager dans un projet risqué avec une prime de risque d'environ 7% ou racheter ses actions avec un crédit à 0%, la tentation pour une entreprise est grande de choisir la seconde solution. C'est, du reste, ce que l'on observe à grande échelle aujourd'hui (*voir graphique 6 ci-après*).

Et c'est au moment même où les gouvernements nous disent que le financement de la transition énergétique est indispensable ...

## Graphique 6

### Les taux d'intérêt bas favorisent les rachats d'actions



Source : Bloomberg, share buybacks, données relatives aux actions contenues dans l'indice Russell 3000 (hors institutions financières)

&&

En conclusion, il faut comprendre le dilemme monétaire actuel.

En poursuivant un objectif d'inflation de 2% qui s'avère inatteignable pour les raisons structurelles déjà évoquées (vieillissement, mondialisation, changements dans le fonctionnement du marché du travail, progrès technologiques...), les banques centrales ancrent dans les esprits l'idée que les taux d'intérêt vont rester bas pendant une période indéfinie. Cette attente de taux bas a un effet « déprimant » : les agents économiques en tirent la conclusion que l'horizon de croissance sera bouché pour longtemps et s'abstiennent donc d'entreprendre. Nous sommes dans une situation où la courbe des taux inversée (taux longs inférieurs aux taux courts) est moins le résultat d'un ralentissement conjoncturel redouté que la réalisation par le public que les banques centrales ne croient plus à la croissance puisqu'elles s'installent dans une phase indéfinie de taux bas, conséquence de leur incapacité à atteindre 2% d'inflation.

Etablir un objectif irréalisable présente un coût psychologique réel. Situer l'objectif plus près de l'inflation d'équilibre (autour de 1 à 1,5%) conduirait à une politique monétaire moins systématiquement expansive et moins génératrice d'anticipations pessimistes auto-réalisatrices.

Quels que soient les arguments présentés par les tenants de la politique non conventionnelle, on ne voit pas d'éléments objectifs permettant de démontrer que les taux zéro sont générateurs de croissance et d'investissements.

*Jacques de Larosière*