

**Conférence destinée au département Gestion Financière de BNP PARIBAS**

**Lundi 2 mars 2020**

Je souhaiterais vous présenter quelques réflexions sur l'environnement monétaire.

Ces remarques pourront aider à composer la toile de fond de notre table-ronde de cet après-midi.

Je présenterai mes idées autour de deux thèmes :

- 1) Pourquoi la politique monétaire très accommodante des dernières années fait-elle aujourd'hui l'objet de débats ?
- 2) Quelles sont les conséquences sur l'investissement productif des taux d'intérêt très bas (voire négatifs) qui prévalent aujourd'hui, particulièrement en Europe.

\*  
\* \*

**I – Pourquoi la politique monétaire des dernières années fait-elle aujourd'hui l'objet de discussions ?**

Il faut rappeler que c'est pour lutter contre la récession postérieure à la crise financière de 2007-2008 que les Banques Centrales ont été amenées à desserrer leur politique.

Les excès d'endettement constatés durant les dix années précédant la crise avaient fragilisé le système financier. Lorsque la bulle des crédits subprimes éclata en 2007, l'ensemble du système se grippa :

- ✓ Les bulles d'actifs éclatèrent ;
- ✓ Les entreprises trop endettées entrèrent en difficulté et durent, pour beaucoup d'entre elles, demander une restructuration de leur dette à leurs créanciers ;

- ✓ Les investisseurs, inquiets du sort de leurs actifs, ou en quête de liquidités, se mirent à vendre sur un marché défaillant et les prix plongèrent ...
- ✓ De grandes banques trop exposées aux risques de marché eurent besoin du soutien des pouvoirs publics.

C'est dans ce contexte dramatique que les Banques Centrales intervinrent comme « financiers de dernier ressort ». Elles rachetèrent les titres qui ne trouvaient plus preneurs et fournirent massivement la liquidité qui se déroba.

De ce point de vue, on peut dire que les Instituts d'Emission ont joué un rôle crucial. Ils ont évité le désastre économique et social qui aurait pu résulter d'un grippage de tout le système financier.

Mais n'oublions pas que l'origine de la crise – à savoir l'excès d'endettement des agents économiques – provenait de l'absence de contrôle du crédit par les autorités monétaires et des bulles d'actifs qui allaient déclencher la crise. Cette absence de surveillance a été une grave défaillance dans la conduite de la politique des Banques Centrales. Celles-ci ont été plus centrées sur le respect de l'objectif d'inflation des prix à la consommation que sur la stabilité du système financier et sur la nécessaire modération d'une financiarisation débridée de notre monde.

Les Banques Centrales ont donc soutenu l'économie en achetant des actifs financiers qui ne trouvaient pas preneurs.

De fait, les bilans des Instituts d'Emission ont littéralement explosé (ils ont été, en moyenne, multipliés par 4).

Mais ce qu'il est aussi important de noter, c'est que les Banques Centrales ont décidé aussi de s'embarquer sur une politique « non conventionnelle » de « quantitative easing » (QE) après la crise.

Ainsi, la Fed a lancé trois vagues de QE en 2009, 2010 et 2013, c'est-à-dire une politique systématique d'achats de titres qui avait pour objet de faire baisser les taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe des taux. Il s'en est suivi une forte appréciation des titres d'Etat et une profonde baisse des taux.

Cette politique monétaire de la Fed s'est imposée au monde entier dans la mesure où le fait, pour une Banque Centrale, de ne pas s'aligner sur la politique de la Fed, aurait vite été sanctionné par l'appréciation de son taux de change, ce qui aurait aussitôt posé des problèmes de compétitivité.

Ces programmes d'achat ont eu la double caractéristique d'être massifs (dans la zone euro les achats de la BCE ont représenté jusqu'à 60% des émissions totales de titres publics) et prolongés sur une longue période.

C'est la durée de ces programmes qui peut poser le plus de problèmes.

Alors qu'aux US, la Fed a décidé d'arrêter le QE en 2017 jusqu'à janvier 2019 (quand la hausse des taux a été interrompue), la BCE a maintenu son programme d'achats alors même que la croissance reprenait en 2017-2018, et qu'il aurait fallu, à mon sens, normaliser la politique de taux au moment où cette extraordinaire aisance monétaire ne se justifiait plus.

Il faut ici ouvrir une parenthèse méthodologique que je considère essentielle.

La Fed et les autres Banques Centrales ont décidé il y a une trentaine d'années de se fixer un objectif d'inflation (« inflation target »). Cet objectif a été fixé à « un peu moins de 2% ».

Mais ce chiffre de 2% (sans doute valable il y a 20 ans) ne correspond plus à la réalité d'aujourd'hui.

En effet, plusieurs facteurs structurels jouent dans le sens d'une réduction de l'inflation tendancielle. Ce sont notamment :

- ✓ Le vieillissement de nos sociétés (qui consomment et investissent moins) ;
- ✓ L'ouverture du commerce international à des importations à très bas taux de salaires (Chine notamment) ;
- ✓ On peut ajouter les changements constatés dans nos marchés de l'emploi ; ainsi que les gains de productivité issus des nouvelles technologies.

L'ensemble de ces facteurs expliquent que l'inflation structurelle d'équilibre (celle qui évite la déflation comme l'hyperinflation) est aujourd'hui autour de 1% plutôt que 2%.

Ceci ne comporte pas d'inconvénient, puisque les prix continuent d'augmenter et que le spectre de la déflation n'est pas à craindre. Le pouvoir d'achat n'en est que mieux soutenu.

Mais le fait de fixer l'objectif d'inflation à 2% (contre un chiffre plus réaliste de 1 à 1,5%) a entraîné une dérive expansionniste de la politique monétaire. Vouloir, à tout prix, faire monter l'inflation à 2% par le jeu de la politique monétaire a, en fait, entraîné des conséquences très dommageables.

En effet, une telle politique, si elle est trop prolongée dans le temps, conduit à affaiblir le système financier.

Analysons les faiblesses que favorise cette politique dite « non conventionnelle ».

- 1- elle favorise l'endettement (qui avait été la cause de la crise précédente). Il faut savoir que l'endettement global (des agents non financiers) depuis la crise de 2008 a progressé de 50%, passant de 5 à 9 trillions \$ US ;
- 2- elle peut engendrer des bulles d'actifs : c'est le cas des actions dont les fortes valorisations ont suivi les épisodes du QE ;
- 3- elles enlèvent aux taux d'intérêt une partie de leur rôle de signal de qualité et de discrimination entre les signataires. Les écarts de risques ne se retrouvent pas dans les écarts de spreads ;
- 4- elle affaiblit le système bancaire en érodant leur marge d'intérêt. Or c'est le système bancaire qui constitue la courroie de transmission essentielle de la politique monétaire ; les taux négatifs prélevés par la BCE sur les réserves des banques auprès de la Banque Centrale les incitent, à la limite, à répercuter cette taxe sur les déposants ;
- 5- elle pose un problème de solvabilité aux compagnies d'assurance, aux fonds de pension et aux organismes de retraite.

Face à des engagements longs – parfois contractualisés en rendements garantis - , les actifs obligataires ne rapportent pratiquement plus rien. C'est là une source de faiblesse que les compagnies d'assurance doivent gérer en augmentant leurs fonds propres, en diversifiant leurs placements vers des avoirs moins liquides ou en adaptant leurs modèles d'affaires vers d'autres secteurs que la finance (la santé ou l'assurance personnelle).

Il reste que la conjonction de Solvency 2 - qui est indifférente à l'adéquation – pourtant souhaitable - entre Actif-Passif en termes de durée - et de la baisse des rendements des actifs obligataires, pose problème aux assureurs.

- 6- Elle favorise la pérennité d'entreprises zombies qui, du fait des taux zéro, peuvent continuer à survivre et donc à freiner la croissance des parts de marché des entreprises innovantes ;
- 7- Elle habitue des Etats à ne pas considérer le redressement de leurs finances publiques comme une priorité ;
- 8- Elle pousse les investisseurs à rechercher des rendements plus rémunérateurs (« search for yield ») et donc à effectuer des placements plus risqués.

A cet égard, l'avertissement donné il y a quelques jours par le FMI est à prendre sérieusement : l'économie mondiale est vulnérable à un retournement de conjoncture. Les Banques Centrales ont facilité l'endettement à court terme, mais au prix d'un affaiblissement du système financier. Les organismes non bancaires, comme les fonds de pension ou les fonds d'investissement, les « non-banques », investis de plus en plus dans les actions non cotées, dans la dette BBB, ou des CLOs – Collateralized Loan Obligations – risquent de subir des déboires importants le jour où certaines entreprises trop exposées auront des difficultés à refinancer leur dette. On commence à se poser la question :

« les dividendes actuels (qui ont, en quelque sorte, remplacé les intérêts en termes de rémunération de l'épargne) sont-ils soutenable ? »

De ce point de vue, on peut observer que la couverture des dividendes a fortement diminué (de 3 en 2010 à 2,3 en 2018) ce qui veut dire que les profits ne sont que 2,3 fois supérieurs aux dividendes distribués. Ce ratio s'effondre en cas de récession.

- 9- L'importance des émissions obligataires à taux négatif est un signal d'alarme.

Environ 15 trillions \$ (15 000 Milliards) d'obligations (Etats et entreprises) comportent désormais des taux négatifs.

Cette avancée des taux négatifs s'est accélérée depuis le début de l'année 2019. Elle se traduit par une hausse considérable de la valeur des actifs en question. Cette bulle coexiste avec la croyance des marchés - entretenue par les Banques Centrales - selon laquelle les taux bas sont là pour longtemps.

**II – Mais, au moins, cette politique monétaire très accommodante a-t-elle favorisé l'investissement productif et la croissance ?**

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 ?**

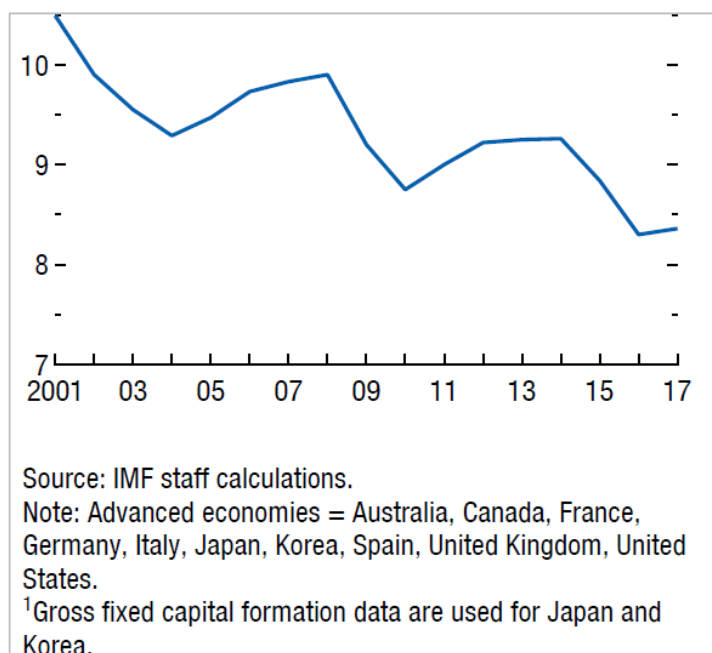
L'évolution de l'investissement a été décevante. Elle peut se caractériser de la façon suivante :

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*).

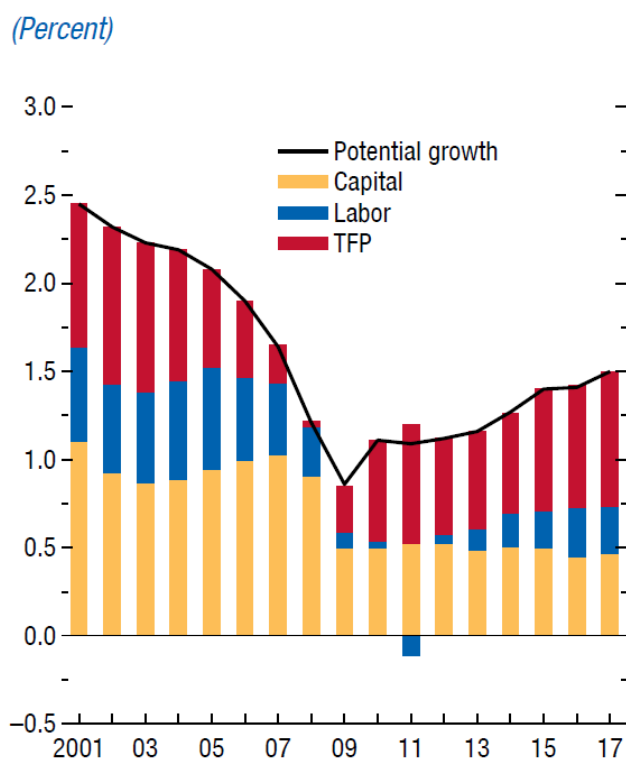
## Graphique 1

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



## Graphique 2

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



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.

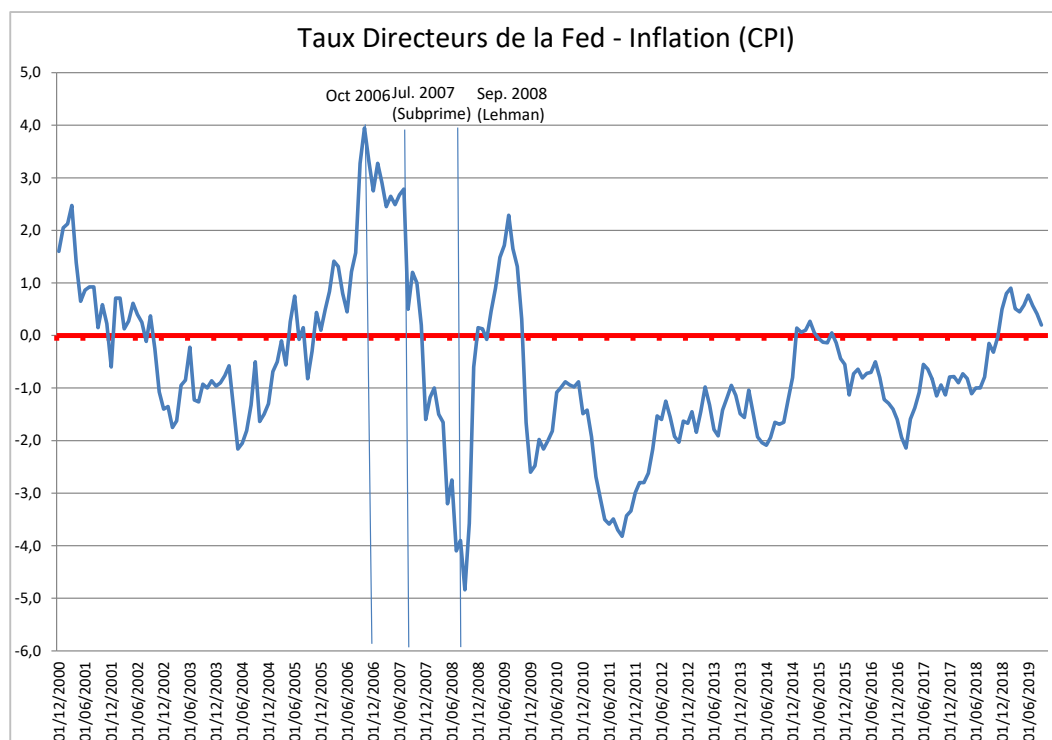
Ces phénomènes ont indiscutablement contribué à l'évolution à la baisse des taux d'intérêt mondiaux.

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 (déflés 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 » (« zéro 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 -, 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

---

<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.

<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 !).

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'helicopter money » qui permettrait de créditer directement les particuliers en monnaie Banque Centrale avec l'espoir - du reste incertain - que ces allocations 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.**

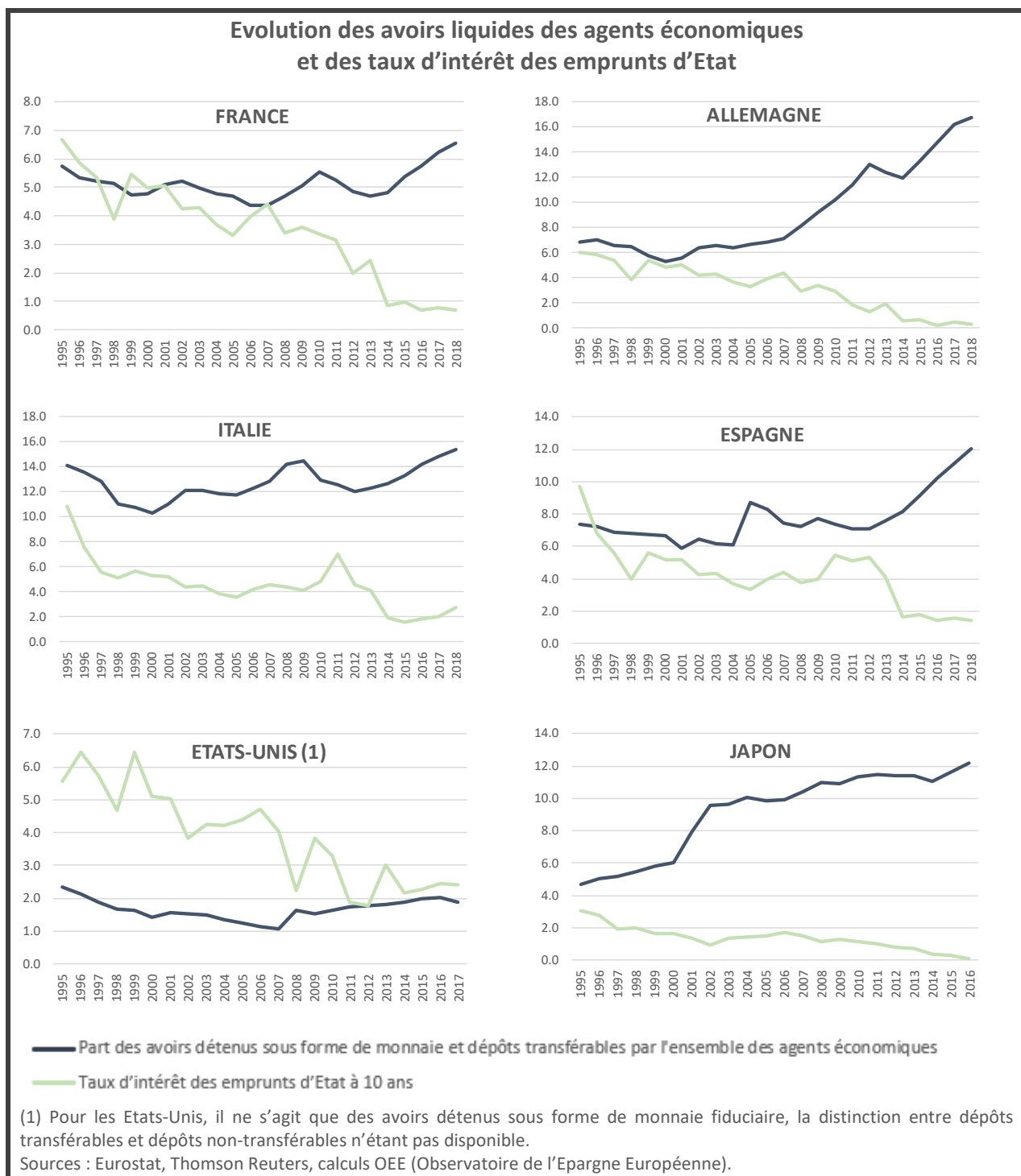
&&

#### **Graphique 4**

---

<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.

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



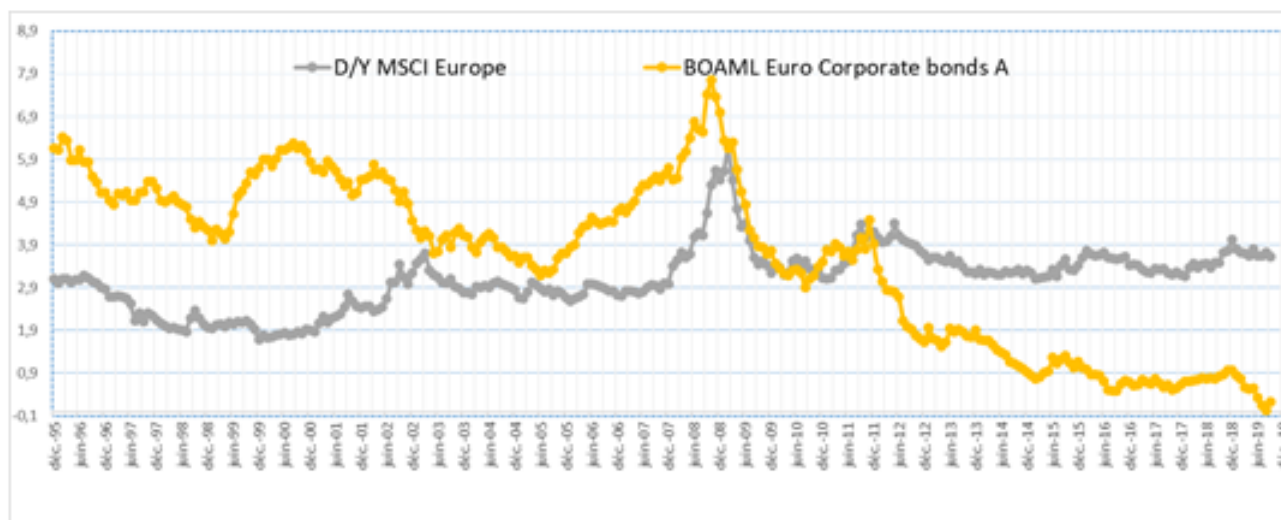
**4 - Mais la réponse des marchés est risquée.**

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.

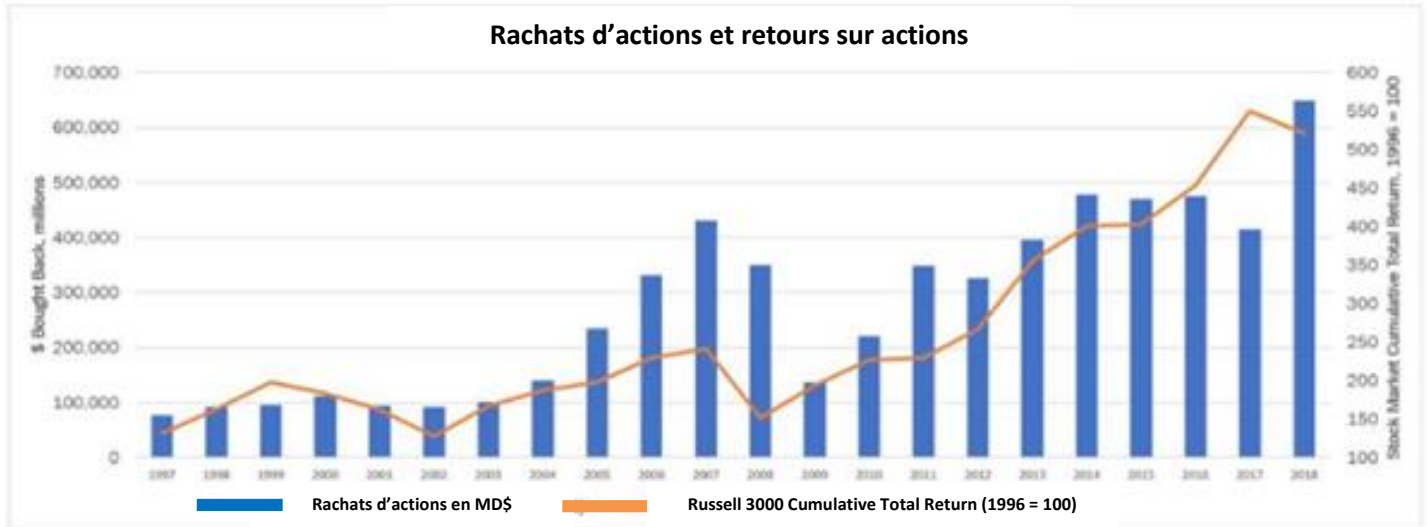
Entre s'engager dans un projet risqué avec une prime de risque d'environ 7% ou racheter ses actions avec un crédit à 0%, la tentation pour une entreprise est grande de choisir la seconde solution. C'est, du reste, ce que l'on observe à grande échelle aujourd'hui (*voir graphique 6 ci-après*).

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 (vieillesse, 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*