

**Réunion internationale du G20-PENSIONS
PARIS - 28 OCTOBRE 2021**

Les investissements à long terme ont souffert de la crise et de la façon dont elle a été gérée

Jacques de Larosière

Nous vivons dans un monde nouveau. Le cycle économique du passé est devenu un cycle financier. Alors que l'économie mondiale était – selon le modèle classique – principalement influencée par les variations de la demande, aujourd'hui, c'est la stimulation monétaire fournie par les grandes Banques centrales qui déclenche et amplifie le cycle financier de plus en plus puissant.

La politique monétaire est de plus en plus accommodante depuis plus de vingt ans. Certes, certaines tendances séculaires (vieillesse de la population, mondialisation, ...) ont contribué à la modération de la demande et des prix mondiaux, aux faibles taux d'intérêt et au niveau élevé de l'épargne. Mais la politique de la Fed (suivie par les autres banques centrales importantes) a considérablement accéléré et amplifié ces phénomènes. Les taux directeurs de la Fed américaine – en termes réels – ont été maintenus négatifs pendant deux décennies (un record en temps de paix), et l'augmentation moyenne de la monnaie des banques centrales a dépassé huit fois le taux nominal de croissance économique dans les économies avancées entre 2007 et 2021.

Cette orientation prolongée d'une politique monétaire accommodante a eu deux conséquences importantes sur les questions abordées aujourd'hui :

- Elle a affaibli la situation financière des systèmes de retraite ;
- Et elle a entravé l'investissement productif à long terme.

Je vais aborder ces deux aspects dans mes remarques.

*

Les mesures qui devraient être prises pour lutter contre ces tendances sont claires et évidentes :

- Repousser, si nécessaire, les âges de départ à la retraite (tout en tenant compte de la pénibilité du travail et de l'âge du recrutement) ;
- Augmenter les formes, les possibilités et les incitations des fonds de pension complémentaires par capitalisation (en plus du système central et obligatoire, généralement appelé par répartition).

Voici un aperçu de la France.

En France, les fonds de pension supplémentaires, basés sur la capitalisation volontaire, sont rares. Ils s'élèvent à quelque 230 milliards d'euros. Ce chiffre ne représente que 5,4 % du total des actifs financiers des ménages français.

Ceci est cohérent avec une statistique de l'OCDE qui montre que les fonds de pension en France ne représentent que 10% du PIB (contre 126% pour la moyenne des pays de l'OCDE).

Compte tenu des incertitudes du futur système de retraite par répartition dans un monde vieillissant, il semble rationnel et prudent d'encourager les épargnants à se constituer des sources supplémentaires de retraite.

Selon une étude de l'Autorité des marchés financiers (AMF), 71 % des ménages interrogés déclarent qu'ils souhaiteraient disposer d'une source supplémentaire, privée, de prestations de retraite pour améliorer leur pension (53 % épargnent déjà à cette fin). Mais la moitié de ceux qui épargnent considèrent que leur niveau d'épargne est insuffisant).

Le vrai problème en France n'est pas de construire un nouveau régime pour centraliser et unifier nos nombreux régimes de retraite, mais de repousser l'âge de la retraite (actuellement à 62 ans) et d'inciter les futurs retraités à épargner des montants supplémentaires pour leur retraite.

I - La prolongation des taux d'intérêt très bas a nui à la rentabilité des systèmes de retraite.

Le vieillissement accéléré de la plupart des populations de notre planète détériore, par définition, le rapport entre actifs et retraités.

En Europe, on comptait :

- En 1950 : 20 retraités pour 100 actifs (5 agents actifs pour 1 retraité).
- En 2000 : 32 retraités pour 100 actifs (3 actifs pour 1 retraité).
- En 2015 : 56 retraités pour 100 actifs (1,8 actif pour 1 retraité).

C'est un changement fondamental pour l'équilibre financier des systèmes par répartition.

Si l'on veut éviter une baisse des pensions, on ne peut que recourir à deux mesures :

- Augmenter les cotisations,
- ou repousser l'âge de la retraite.

À cette question fondamentale – démographique –, le laxisme de la politique monétaire a ajouté une autre difficulté.

Étant donné que les organismes de retraite ont des engagements à long terme – qui sont souvent garantis par contrat –, ils doivent compter sur un financement à long terme adéquat pour faire face à ces engagements.

Mais lorsque les taux d'intérêt, qui sont l'élément principal de la rémunération de leur financement, tombent à – et sont maintenus à – zéro, il devient problématique de faire correspondre le coût des engagements avec suffisamment de revenus émanant des actifs.

Au niveau mondial, le "déficit global", résultat du vieillissement et des taux d'intérêt nuls ou négatifs, s'élève à environ un trillion de dollars. En 2050, ce déficit pourrait atteindre 15 000 milliards sur la base des tendances démographiques et des taux d'intérêt actuels.

II - Des taux d'intérêt bas pendant longtemps ne favorisent pas l'investissement productif, mais encouragent la liquidité.

En mars 2021, 20% des prêts étaient assortis de taux d'intérêt négatifs, et ce depuis 5 ans (voir le [graphique 21](#)).

Cela n'avait jamais été vu auparavant.

On pensait instinctivement que des taux d'intérêt nuls ou négatifs favoriseraient l'investissement productif.

Mais, en fait, l'investissement fixe non résidentiel a *diminué* de manière significative (en termes de PIB) au cours des 20 dernières années, malgré des taux d'intérêt bas (le [graphique 22](#) montre que le niveau des investissements bruts non résidentiels dans les pays avancés en pourcentage du PIB est passé de 14 à 12% du PIB au cours de cette période, ce qui est un changement considérable).

En effet, lorsque l'épargne n'est plus rémunérée, il est logique pour les ménages de conserver leurs fonds sous forme liquide (comptes bancaires) ou de se lancer dans des acquisitions immobilières (stimulées par des taux d'emprunt bas).

Le [graphique 25](#) montre à quelle vitesse la part des actifs liquides détenus par les ménages européens a explosé au cours de la dernière décennie.

Les rendements faibles (ou nuls) des investissements ont dissuadé les agents d'entreprendre des projets productifs risqués.

La rémunération étant inexistante, les ménages préfèrent conserver leur épargne dans des instruments " sans risque " et non dans des projets productifs, mais plus risqués.

*

La conclusion est simple.

Nos politiques ont tendance à être à courte vue.

Une stratégie de taux d'intérêt zéro a des conséquences profondes :

- Elle atteint des objectifs démagogiques (crédit bon marché pour acheter un appartement) ;
- Elle facilite le financement par les obligations du Trésor de déficits budgétaires importants ;
- Elle maintient en vie des entreprises zombies qui ne peuvent survivre qu'avec des taux d'intérêt subventionnés, mais qui détériorent la productivité mondiale ;
- Elle pousse à la hausse la valorisation des actifs (financiers, immobiliers ...) générant des bulles financières et affaiblissant la stabilité du système financier.

Les fonds de pension et les systèmes de retraite sont pris dans un modèle de politiques qui donne systématiquement la prééminence aux préférences à court terme.

Le résultat est :

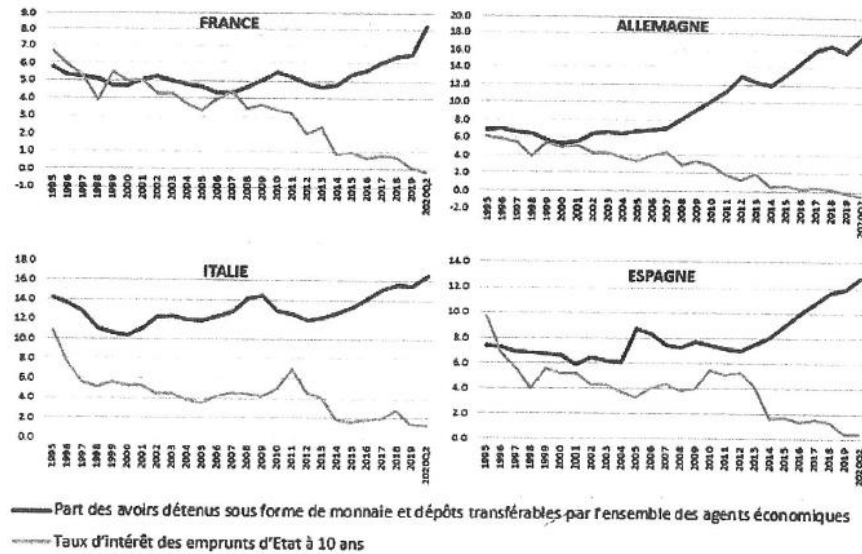
- une économie mondiale plus faible en raison du déclin des investissements à long terme ;
- une fragilité systémique des systèmes de retraite.

Il est temps de changer de braquet et de réfléchir à un cadre approprié pour l'avenir.

Annexes : graphique 21, graphique 22, graphique 25

CHART 21.
Evolution of the liquid assets of economic agents and interest rates in government bonds

Sources:
Eurostat, Thomson Reuters, calculs OEE (observatoire de l'Epargne Européenne)



Weaker returns on investments in the event of rock-bottom interest rates has discouraged agents to undertake risky and productive projects. As can be displayed by Chart 22, the level of gross non-residential investment in advanced countries as a percentage of GDP has declined significantly, from above 14% in 2000 to less than 12% in 2018.

CHART 22.
Advanced Economies: Non-residential Fixed Investment in GDP (Percent of GDP)

Source: OECD; IMF Staff Calculations

Advanced Economies = Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan Korea, Spain, United Kingdom, United States

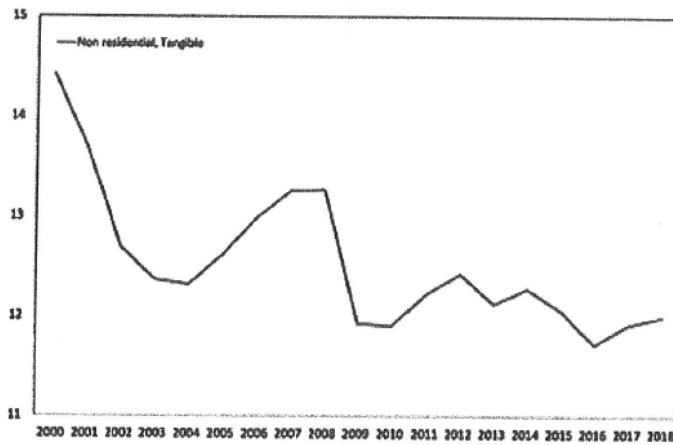


CHART 25.
Share of negatively remunerated debt in the euro area

Source: Banque de France

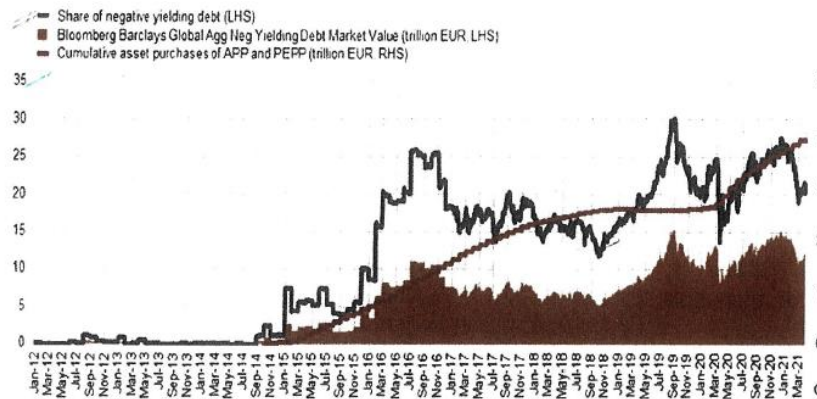


Chart 25 exhibits that as of April 2021, roughly 20% of bond yield returns in Europe were negative, and around 60% were below 1%. As an example, the Greek 5-year bond yield turned negative for the first time in May 2021. Such a proportion of ultra-low remunerative assets has brought financial markets to shift away from the economic fundamentals. This has pushed investors into riskier segments in search of income, compelling them to lend to lower-quality companies and countries.