

Mars 2016

# DÉCRYPTAGES

*Les fiches outils à destination des élus*

---

## TAUX BAS... ET S'ILS S'ÉTAIENT TROMPÉS ?

*Fragilisées par les crises financière de 2008 et de 2010/2011, les autorités américaines et européennes ont mis en place des mesures exceptionnelles afin de relancer la machine économique. Outre le maintien temporaire du niveau des dépenses publiques, la panoplie déployée s'est en grande partie basée sur une politique monétaire accommodante des différentes banques centrales (FED, BOE et BCE)<sup>1</sup>. Des mesures non conventionnelles ont, dans ce cadre, été mises en œuvre : un programme d'assouplissement quantitatif et une baisse des taux directeurs pratiqués. Ces derniers ont atteint des niveaux planchers proches de 0 pour la FED (0,25% entre décembre 2008 et décembre 2015), voire même négatifs pour la BCE (taux de facilité de dépôt à -0,4% depuis le 10 mars 2016), situation inédite en matière de politique monétaire. Retour sur cette politique et ses conséquences sur les acteurs de la sphère économique.*

---

1. FED = Federal Reserve System, BOE = Bank of England, BCE = Banque Centrale Européenne.

**éthix**

37, rue de La Rochefoucauld - 75 009 Paris  
Tél. 01 58 53 53 00 - Fax. 01 43 49 08 14  
[www.ethix.fr](http://www.ethix.fr) - [courrier@ethix.fr](mailto:courrier@ethix.fr)

# LE SOUTIEN À L'ENDETTEMENT PUBLIC ET LA RELANCE DE L'INVESTISSEMENT COMME OBJECTIF

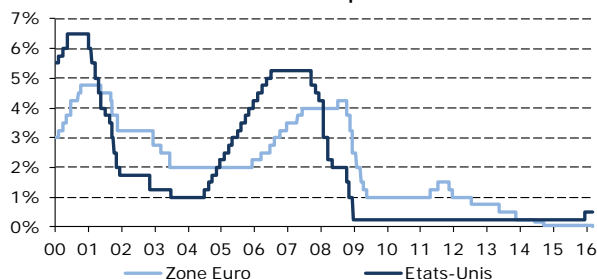
L'action des banques centrales a pour principal objectif de maîtriser l'évolution du niveau de l'inflation (FED, BOE et BCE) et d'impulser la croissance économique (FED). A ce titre, elles agissent essentiellement par la modification du niveau de leurs taux directeurs<sup>2</sup>.

Le taux de refinancement (refi) constitue l'outil traditionnel de la politique monétaire. Son abaissement permet de réduire le coût du crédit pour les banques, qui répercutent alors cette baisse de taux aux crédits qu'elles accordent à l'économie (entreprises, particuliers, collectivités,...), ce qui est censé **stimuler l'investissement** des entreprises. Il

permet également de **réduire significativement la charge des intérêts des dettes souveraines**.

Suite à la crise financière de 2008, les taux de refinancement de la BCE et de la FED ont été significativement abaissés afin de relancer la croissance. Ainsi, celui de la FED a, depuis décembre 2008, été maintenu à 0,25%. Ce n'est qu'en décembre 2015 que ce taux est timidement remonté pour atteindre 0,5%. Sur la même période, la BCE a suivi la même tendance. Son taux de refi a, en effet, progressivement été réduit jusqu'à atteindre un point bas de 0% le 10 mars 2016.

Evolution des taux de refinancement auprès de la BCE et de la FED depuis 2000



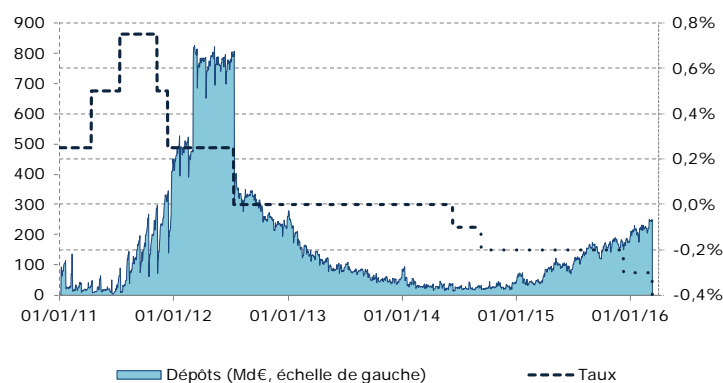
Source: BCE et FED

## Ce levier s'est toutefois avéré peu efficace pour relancer l'économie

en raison notamment de l'importance des liquidités disponibles. En mars 2012, les dépôts auprès de la BCE avaient atteint un point haut de 828 Md€, malgré un taux directeur divisé par quatre par rapport à fin 2007 (respectivement 1% et 4,25%).

C'est pourquoi, les banques centrales ont eu recours à des mesures non conventionnelles. Un programme d'assouplissement quantitatif<sup>3</sup> a ainsi été mis en œuvre des deux cotés de l'Atlantique, ainsi qu'au Japon. Il consiste en l'achat d'obligations, principalement d'Etat, en espérant que la liquidité récupérée par les banques alimentera les crédits aux particuliers et aux entreprises, et donc la croissance.

Facilité de dépôt de la BCE (Md€)



Source: BCE

La BCE a par ailleurs accentué sa politique en faisant passer la rémunération des dépôts des banques auprès d'elle à 0% (juillet 2012), puis en territoire négatif<sup>4</sup> (-0,1% dès le 11 juin 2014 avant d'atteindre -0,4% le 10 mars 2016). Dans un contexte marqué par l'abondance de liquidité, ce taux est de fait devenu le principal instrument de politique monétaire de la BCE. En taxant les dépôts, elle espère pousser les banques à réduire les liquidités dormantes, et donc à accroître les crédits à l'économie.

Ces politiques sont porteuses de risques pour les particuliers et le système financier, mais surtout elles ne semblent pas atteindre leurs objectifs.

2. CEPII, *L'économie mondiale 2016*, éd. La découverte, Paris, 2015, pp.41-57.

3. Ce programme consiste à injecter des liquidités directement dans le système financier par l'achat de titres financiers auprès des différents établissements ;

4. La FED n'a pour sa part pas utilisé ce levier. Celle-ci a en effet historiquement décidé de ne pas rémunérer/taxer les dépôts des banques. Le taux qu'elle pratique s'établit à 0.

# UNE POLITIQUE PORTEUSE DE FACTEURS DE FRAGILITÉS...

L'environnement de taux bas génère en effet de nombreux risques, parmi lesquels on citera :

*a) Une baisse des marges d'intérêt perçues par les banques* : cette situation s'explique par la conjugaison d'une diminution des revenus des crédits octroyés, au fur et à mesure du renouvellement de l'encours constitué, d'un écrasement de la pente de la courbe des taux (écart entre les taux à court et à long terme) et d'une réduction de la rémunération des dépôts réalisés auprès de la banque centrale, celle-ci étant même devenue négative à partir de 2014.

*b) Une diminution du rendement des placements des assureurs* : les portefeuilles assurantiels sont en général fortement investis en supports obligataires (69% du total en France selon les chiffres de la FFSA en 2014). Or, l'investissement des sommes collectées sur ce type de supports, de moins en moins rémunérés :

- ▣ Réduit le coussin des produits financiers servant à équilibrer leur compte de résultat et diminue leur capacité à verser une rémunération attractive sur les contrats d'assurance-vie ;
- ▣ Abaisse le potentiel de plus-values latentes du portefeuille pour l'avenir ;
- ▣ Pousse les acteurs du secteur à accroître leur prise de risque afin de gagner quelques points de rendement, en investissant par exemple sur des dettes de notation moindre<sup>5</sup> (BBB) ou sur des actifs moins liquides tels que les infrastructures.

*c) Un risque accru pour les acteurs du secteur financier en cas de remontée rapide des taux même si ce scénario est, dans l'immédiat, loin d'être envisagé* : la persistance de l'environnement de taux bas depuis 2008 a induit le renouvellement d'une partie significative des encours de crédits des banques et de placements des assureurs avec des produits moins rémunérateurs. Dans ce contexte, une remontée trop rapide des taux pourrait induire des difficultés financières pour les acteurs du secteur, dont les revenus deviendraient alors potentiellement insuffisants au regard du coût de leurs engagements au passif (refinancement pour les banques et provisions

techniques pour les assurances). Cette situation explique en partie la réticence de la FED à remonter ses taux directeurs aux Etats-Unis, ce mouvement ne pouvant s'opérer que de manière lente et graduelle.

*d) Un accroissement du profil de risque des placements des épargnants* : la recherche de rendement a poussé les particuliers à réorienter leurs placements vers des supports plus rémunérateurs, favorisant les phénomènes de bulles :

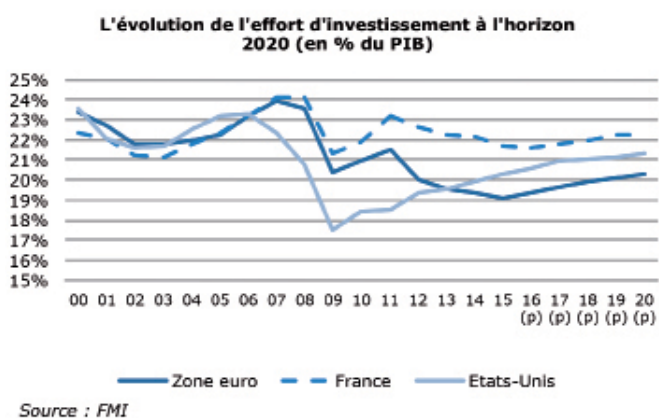
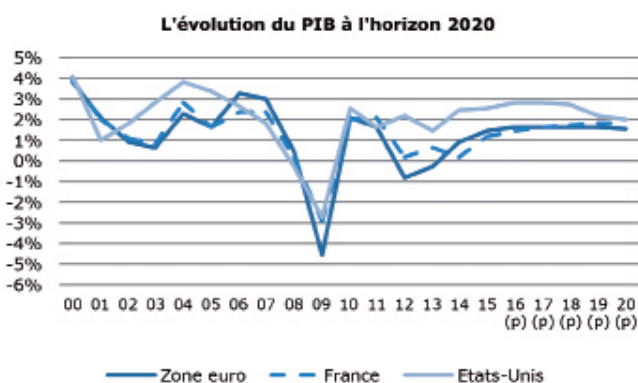
- ▣ Le report s'exerce notamment vers l'immobilier, dont les prix ont, dans certaines localités, fortement augmenté sans lien avec le pouvoir d'achat réel des investisseurs. C'est le cas à Londres, où le prix du mètre carré a augmenté de 40% entre début 2013 et mai 2015 selon une étude d'UBS<sup>6</sup>. En termes réels, les prix seraient ainsi 7% plus élevés que leur niveau d'avant crise (2007), alors qu'ils ont baissé de 18% dans le reste du pays sur la même période ;
- ▣ Le report s'exerce également vers des placements financiers plus risqués tels que les actions ou l'assurance-vie en unités de compte. Ainsi, compte tenu d'un taux d'intérêt historiquement bas en 2015 (0,75% à compter du mois d'août), le livret A a connu une forte décollecte (-6,2 Md€ à fin septembre 2015) au profit notamment de l'assurance-vie (collecte nette de 24,6 Md€ en 2015, soit +9% par rapport à 2014). Or, la collecte nette réalisée sur ce type de produits a été orientée vers les supports en unités de compte (54% du total sur l'exercice, 31% en 2014) ce qui accroît le risque de l'épargnant (absence de garantie du capital placé). Cette évolution générerait également un risque de défaut de conseil pour les assureurs, contraints de pousser les supports en UC du fait de l'environnement macroéconomique et des nouvelles contraintes réglementaires (Solvabilité 2 notamment) malgré un contexte peu porteur pour ce type de supports (valorisation élevée des actifs financiers couplée à une croissance potentielle faible de l'économie), comme l'atteste l'évolution des marchés financiers début 2016.

5. Banque des Règlements Internationaux, Rapport Annuel 2015, juin 2015, pp.114-115.

6. UBS, Global Real Estate Bubble Index, mai 2015.

## ... ET DONT LES EFFETS TARDENT À SE CONCRÉTISER, LOIN D'ÊTRE LA PANACÉE

Si les mesures mises en œuvre par les Banques Centrales étaient censées relancer l'investissement et la croissance, force est de constater que leur impact est demeuré limité.



En Europe, l'évolution du PIB apparaît dans l'ensemble inférieure au taux de croissance à long terme de l'économie (2%), malgré une amélioration en 2015. Aux États-Unis, la croissance s'est avérée plus forte que celle enregistrée sur le vieux continent, du fait notamment d'une reprise significative du niveau d'investissement. Elle demeure toutefois inférieure à son niveau d'avant crise (1,4% en moyenne sur 2009-2015, contre 2,6% sur la période 2000-2006) et devrait de plus se tasser, avec une prévision de 1,9% en 2020, selon le Fonds Monétaire International (FMI)<sup>7</sup>.

La faible reprise de l'investissement en France et en Europe témoigne des craintes des entreprises sur les perspectives économiques et d'une absence, à leurs yeux, d'opportunités d'investissements rentables. Deux causes principales peuvent l'expliquer : des gains attendus trop limités au regard des coûts associés aux projets et/ou l'absence de marché potentiel pour les nouvelles productions.

Or, compte tenu d'un niveau plancher des taux d'intérêt et de l'abondance de liquidités induite par la politique d'assouplissement quantitatif menée par la BCE, **le coût de financement des investissements productifs apparaît dérisoire**. Cette situation tend à indiquer que les entreprises n'anticipent que peu, voire pas de débouchés pour les biens et services supplémentaires créés grâce à leurs projets d'investissements, soulignant **l'existence d'un problème de demande**.

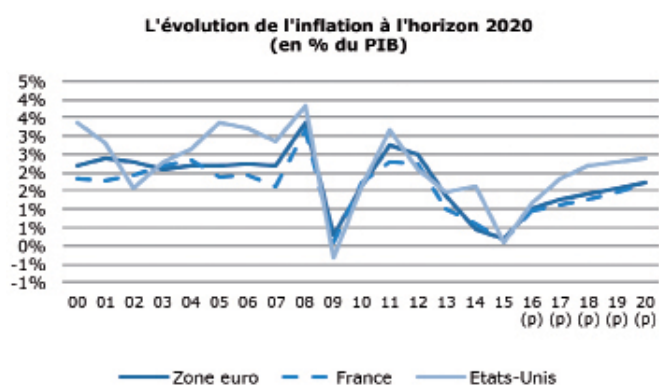
## UNE RELANCE DE LA DEMANDE COMME SOLUTION ?

L'évolution de l'inflation confirme cette situation. Depuis 2009, elle est restée en-dessous du seuil symbolique des 2% que les banques centrales se sont fixé comme objectif, correspondant selon elles à la situation saine d'une économie en croissance. En 2015, ce taux est resté proche de zéro, tiré par la baisse

des prix des matières premières, le resserrement des politiques budgétaires et la faiblesse de la croissance des salaires. Au 3ème trimestre 2015, en zone Euro, la consommation des ménages n'est ainsi que de 1,5% plus élevée que son niveau de début 2008<sup>8</sup>.

7. Voir également : Artus (P.), Virard (M-P.), *La folie des banques centrales*, Fayard, janvier 2016.

8. Données Eurostat, février 2016.



Source : FMI

Mario Draghi, président de la BCE a d'ailleurs dès 2014 reconnu cette faiblesse de la demande dans son discours du mois d'août à la conférence des banquiers centraux de Jackson Hole. Il a notamment plaidé pour la mise en place de politiques de relances budgétaires, en vue d'accroître la demande des administrations et de l'Etat.

Faisant écho à cette proposition, un plan d'investissements de 315 Md€ sur trois ans a été lancé par la Commission européenne au premier semestre 2015 (plan « Juncker »). Son objet est de financer de grands projets d'infrastructures en vue de pallier l'insuffisance des investissements publics et privés, dont le niveau est, fin 2015, encore inférieur de 20% à celui d'avant crise (2007). Avec 1,3 Md€ de financements obtenus, soit 17% du total accordé à fin 2015 (7,5 Md€), la France apparaît comme le 4<sup>ème</sup> bénéficiaire du plan après l'Espagne, l'Italie et le Royaume-Uni.

Toutefois, compte tenu notamment des moyens financiers limités dont l'Union européenne dispose en propre et des niveaux d'endettement de ses États membres, ces mesures ne peuvent à elles seules suffire pour assurer une reprise de l'économie. **Elles doivent s'accompagner d'une relance significative de la demande des ménages.** L'exemple de l'Allemagne est illustratif. Ce pays a en effet instauré en 2015 un salaire minimum sur le modèle de ce qui existe en France. Cela a eu pour effet de doper le niveau des bas salaires. Ils auraient progressé de 4,7% sur l'exercice, ce qui a permis de doper la demande intérieure ouvrant des perspectives de marchés aux entreprises<sup>9</sup>. L'impact de cette mesure sur le PIB allemand est estimé à un point de croissance supplémentaire<sup>10</sup>.

En France, des voix commencent à s'élever pour :

*a) Alerter sur les risques induits par la politique monétaire menée par la banque centrale,* susceptible de générer une crise

financière d'ampleur comparable à celle de 2007, compte tenu des phénomènes de bulle observés sur les marchés financiers<sup>11</sup> ;

*b) Soutenir une politique axée sur la demande.*

Un collectif de 80 économistes a ainsi signé un manifeste prônant une réorientation de la politique de relance économique<sup>12</sup>, dans lequel ils proposent notamment une augmentation de l'ordre de 10% des salaires et des prestations sociales pour les bas revenus afin de relancer la demande intérieure.

9. Askenazy (P.), *Tous rentiers : pour une autre répartition des richesses*, éditions Odile Jacob, février 2016 ;

10. Croissance : Bruxelles pointe la France du doigt en révisant ses prévisions, *La Tribune*, 5 février 2016 ;

11. Artus (P.), Virard (M.P.), *La folie des banques centrales*, Fayard, janvier 2016 ;

12. *Le monde.fr*, *L'appel de 80 économistes pour sortir de l'impasse économique*, 11 février 2016 et Institut Messine, *Taux d'intérêt négatifs, douze regards*, janvier 2016.