

## Politiques monétaires ultra-accommodantes : quels sont les risques inhérents?

VALENTINE AINOUIZ, Stratégie et Recherche Économique  
BASTIEN DRUT, Stratégie et Recherche Économique

1

### Les taux négatifs et l'assouplissement quantitatif sont devenus des outils « standard » de politique monétaire

Le mode de fonctionnement des banques centrales a radicalement changé depuis la Grande Récession de 2008-2009. Le temps lors duquel le principal mode d'intervention des banques centrales consistait en un « simple » pilotage des taux directeurs est désormais révolu. L'affaiblissement généralisé du potentiel de croissance a tiré les taux directeurs à la baisse, vers zéro pour la majorité des banques centrales des économies développées. Fin mai 2016, la moyenne (pondérée par le PIB) des taux directeurs des pays du G10 était de 0,31 %, contre 3,88 % fin 2007.

Dans un papier visionnaire de 2004 (« *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates* »), Ben Bernanke et Vincent Reinhart indiquaient quelle voie les banques centrales devaient suivre lorsque leurs taux directeurs atteignent leur niveau plancher :

1. *fournir l'assurance aux investisseurs que les taux courts resteront plus bas dans le futur qu'ils ne l'anticipent aujourd'hui*
2. *changer l'offre relative de titres sur les marchés en modifiant la composition du bilan de la banque centrale*
3. *accroître la taille du bilan de la banque centrale au-delà du niveau nécessaire pour établir le taux directeur à zéro (« quantitative easing »).*

Nous ne pouvons que constater que les recommandations du papier de Bernanke et Reinhart ont été suivies à la lettre par la majorité des banques centrales des pays développés depuis une décennie. La convergence des taux directeurs vers zéro a ainsi amené les banques centrales à recourir à d'autres outils que l'utilisation traditionnelle des taux pour stimuler l'économie, et en particulier aux taux d'intérêt négatifs et au « quantitative easing » (QE).

#### 1-1. Les taux d'intérêt négatifs

L'une des mesures non conventionnelles – mais aussi l'une des plus controversées – adoptées ces dernières années par les banques centrales des pays développés a été l'adoption de taux négatifs. Plusieurs banques centrales (BCE, BoJ, Riksbank, DNB, SNB) ont fait passer certains de leurs taux directeurs légèrement en dessous de zéro, afin d'assouplir encore davantage leur politique monétaire. La plupart du temps, l'objectif est double : inciter les banques à mobiliser leurs réserves excédentaires (liées en bonne partie aux programmes de QE) pour stimuler le crédit au secteur privé, et donc l'activité, et contribuer à la dépréciation de la devise (du moins, atténuer les pressions haussières sur celle-ci) via des réallocations de portefeuille.

### Résumé

Les banques centrales des grands pays développés se sont lancées dans des politiques monétaires ultra-accommodantes après la Grande Récession de 2008 puis après la crise de la zone euro en 2011-2012. Les outils déployés ont été d'une ampleur inédite et considérable. Pourtant, les perspectives d'inflation et de croissance dans les pays développés restent. Dans ce contexte, il paraît légitime de se demander si les banques centrales ne sont pas proches d'atteindre leurs limites et d'évaluer les dommages collatéraux qu'occasionnent leurs politiques monétaires expansionnistes. En effet :

- Les programmes de QE successifs de la Fed, de la BoJ et de la BCE ont conduit en partie à la surévaluation du yuan.
- L'impact sur le marché des taux est considérable : plus du quart de la dette souveraine mondiale cote désormais à rendement négatif.
- La faiblesse du niveau des taux pourrait altérer le modèle économique des banques sur le long terme.
- Les taux bas et le fort appétit des investisseurs ont favorisé une croissance excessive de la dette des entreprises américaines.
- Les politiques monétaires jouent un rôle prépondérant dans les décisions d'investissement. Les investisseurs sont incités à compenser la baisse des rendements en se positionnant sur des actifs moins liquides, plus risqués ou/et avec un risque duration plus important.
- Enfin, ces politiques monétaires ultra-accommodantes peuvent être également tenues pour responsables de l'exacerbation des inégalités économiques.

**1-2. L'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing, QE)**

L'autre mesure de politique monétaire non conventionnelle qui a été et qui est encore très utilisée est l'assouplissement quantitatif (« Quantitative Easing », QE). Elle a été appliquée par de nombreuses banques centrales : Fed, BCE, BoJ, BoE, Riksbank. Il n'existe pas une définition unique et définitive de la politique de « quantitative easing » mais, comme l'expliquent Borio et Disyatat (2010, « *Unconventional monetary policies: an appraisal* »), elle est généralement définie de l'une des façons suivantes :

- Une augmentation programmée des réserves excédentaires des banques via l'achat d'obligations souveraines
- L'achat d'obligations publiques ou privées en ayant recours à la création monétaire
- Une réduction des taux d'intérêt de long terme via une augmentation des réserves excédentaires
- Tout accroissement du bilan de la banque centrale, qu'il soit ciblé explicitement ou non.

Si la BoJ avait déjà pratiqué une forme de QE au début des années 2000, c'est surtout la Fed qui a utilisé le QE de la façon la plus musclée au sortir de la Grande Récession. Le QE de la Fed s'est déroulé en trois étapes (QE1, QE2 et QE3) sous des formats à chaque fois différents, mêlant achats de titres du Trésor et titres hypothécaires (MBS). Au final, la Fed détient aujourd'hui plus 2400 Mds \$ de titres du Trésor et plus de 1700 Mds \$ de MBS. Le bilan de la Fed représente aujourd'hui environ 25 % du PIB américain, contre 6 % seulement fin 2007. L'impact des QE de la Fed sur les taux longs a été très puissant, qu'il s'agisse des taux américains ou de ceux des autres pays développés. Les estimations de cet impact sont assez hétérogènes mais l'estimation médiane que des achats correspondant à 10 % du PIB abaissent le taux 10 ans de 50 points de base (Gagnon, 2016, « *Quantitative Easing: An Underappreciated Success* »). Ces effets seraient a priori du même ordre en ce qui concerne les QE de la BoE et de la BCE. Notons que la baisse des taux longs intervient généralement avant l'annonce du programme. Le taux 10 ans moyen (pondéré par le PIB) des pays développés est désormais aux alentours de 1 %.

Même si le QE a essentiellement été centré sur les obligations souveraines, les banques centrales ont acheté d'autres types de titres, parfois dans des proportions importantes :

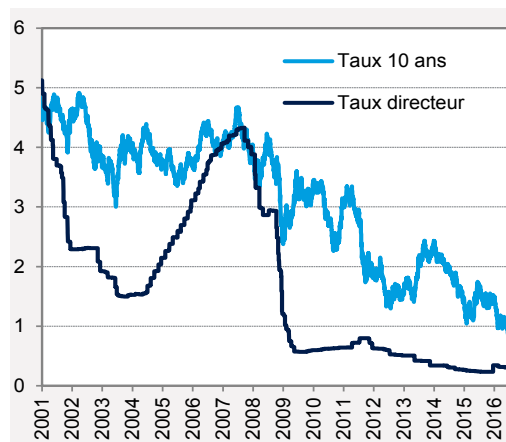
- MBS pour la Fed
- ABS pour la BCE
- Obligations sécurisées pour la BCE
- Obligations d'entreprises pour la BoE, la BCE et la BoJ
- Billets de trésorerie pour la BoE et la BoJ
- ETF et actions pour la BoJ
- Sociétés d'investissement immobilier cotées pour la BoJ

Globalement, les politiques de QE ont fait fortement grimper le bilan des banques centrales des pays développés par rapport aux niveaux pré-Grande Récession.

**1-3. Quelles perspectives ?**

Dans une série de posts en mars et avril sur le site de la *Brookings Institution*, Ben Bernanke, l'ancien président de la Fed s'est demandé quels seraient les outils auxquels la Fed pourrait avoir recours si l'économie américaine venait à ralentir. Ses propos ont d'autant plus de valeur que Bernanke avait théorisé dès 2004 la politique de QE qu'il finirait par appliquer en novembre 2008. Ben Bernanke envisage trois types de réactions de la part de la Fed : 1) l'introduction de taux négatifs, 2) le ciblage des taux longs, et 3) la politique « helicopter money ». Le ciblage des taux longs consisterait à déterminer une valeur cible pour les taux souverains et tout faire (via des achats de titres) pour que le taux de marché converge vers la cible. Cela a déjà été mis en place aux États-Unis dans les années 1940. Très proche du QE, la différence fondamentale serait que le QE porte sur des quantités et que le ciblage porterait directement sur des prix.

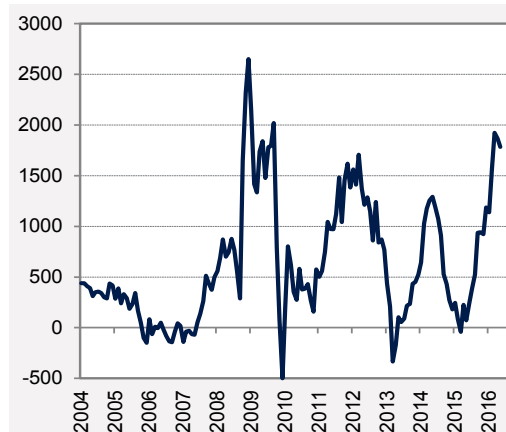
**1 Pays du G10 : taux directeur et taux 10 ans (pondérés par le PIB)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ L'impact des QE de la Fed sur les taux longs a été très puissant ”

**2 Variation du bilan cumulé de la Fed, de la BCE et de la BoJ sur 12 mois (Mds \$)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

Comme le dit Joseph Gagnon, ancien économiste de la Fed et spécialiste du QE : « Les banques centrales sont encore en train d'étudier dans quelle mesure le QE constitue ou devrait constituer un élément standard de leur boîte à outils, mais les politiciens sont globalement convaincus que le QE fonctionne par bien des aspects comme la politique monétaire conventionnelle. » (« Quantitative Easing: an Underappreciated Success », 2016, Peterson Institute.)

Globalement, on sent bien qu'en cas de détérioration de la conjoncture, la Fed pourrait se tourner vers une politique de taux négatifs et relancer la politique de QE. En mai, Janet Yellen a déclaré qu'elle « n'écartait pas complètement l'utilisation de taux d'intérêt négatifs dans l'hypothèse de scénarios très adverses dans le futur. » Pour leur part, la BoJ et la BCE ne sont pas près d'arrêter la politique combinant taux négatifs et QE. Il est donc très probable que ces politiques monétaires perdurent dans les années à venir pour un certain nombre de grandes banques centrales. Cela amène évidemment la question du coût que celles-ci occasionnent pour l'économie et les marchés financiers, voire pour la société elle-même.

## 2 Le cocktail « taux négatifs – QE » a induit de puissantes réallocations de portefeuille, dont les effets indésirables ne peuvent être négligés

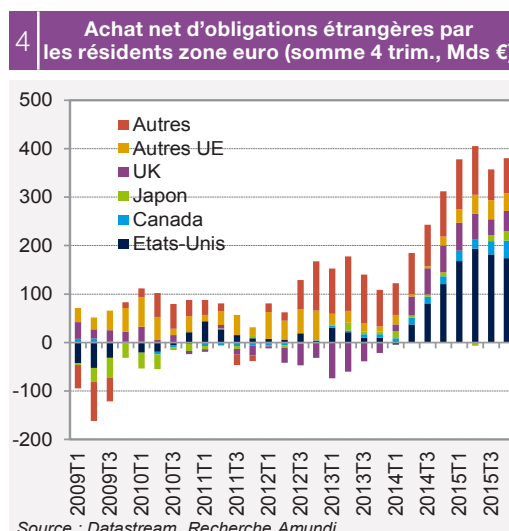
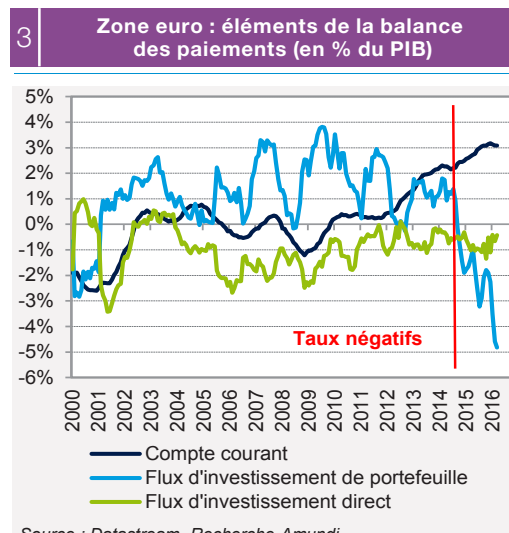
### 2-1. Taux négatifs et QE : des outils destinés à faire baisser les rendements obligataires et faire se déprécier la devise

Une chose est sûre, l'introduction de taux négatifs a eu un très fort impact sur les marchés obligataires, les rendements obligataires ayant très fortement baissé, qu'il s'agisse des maturités courtes ou des maturités longues: les taux courts sont mécaniquement emmenés en territoire négatif et les taux longs, qui dépendent en partie de l'anticipation des taux courts futurs, ont logiquement baissé eux aussi. Les achats d'obligations réalisés dans le cadre du QE exercent, eux aussi, une pression baissière sur les taux longs. En conséquence, la proportion d'obligations souveraines des pays développés traitant à taux négatifs a fortement augmenté ces derniers trimestres: plus du quart de la dette souveraine mondiale cote désormais à rendements négatifs. Les courbes de taux japonaise et allemande sont en territoire négatif jusqu'à respectivement la maturité 15 ans et 10 ans.

En parallèle, les achats de titres des banques centrales réalisés lors des QE ont permis de faire très fortement augmenter les réserves excédentaires des banques. Les réserves excédentaires des banques américaines sont supérieures à 12 % du PIB (contre zéro avant la Grande Récession) et ne cessent de grimper en zone euro (déjà plus de 6 % du PIB). Théoriquement, l'accroissement des réserves excédentaires peut stimuler le crédit bancaire au secteur privé et mener à des réallocations de portefeuille bénéficiant aux actifs risqués. Si les politiques de QE n'ont pas réellement mené à une forte augmentation du crédit bancaire, on peut aisément imaginer que la situation aurait été pire si les banques centrales ne les avaient pas mises en place. **Toutefois, la forte augmentation des liquidités excédentaires a bien été à l'origine de puissantes réallocations de portefeuille, ayant pour conséquence une dépréciation de la devise.**

Prenons l'exemple de la BCE, dont le cocktail « taux négatifs – QE » a lourdement pesé sur l'euro depuis la mi-2014 via les réallocations de portefeuille. Depuis le passage du taux de dépôt de la BCE en territoire négatif (en juin 2014), les investisseurs extérieurs à la zone euro, notamment un certain nombre de banques centrales des pays émergents, ont été vendeurs nets d'obligations européennes (219 Mds € pour l'ensemble du S2 2014 et de l'année 2015) afin de se délester de titres à taux négatifs ou faibles. Mais c'est surtout les résidents européens qui ont été très massivement et très régulièrement acheteurs nets d'obligations étrangères (535 Mds € pour l'ensemble du S2 2014 et de l'année 2015). Une partie des investisseurs européens ayant vendu ses obligations souveraines à la BCE a été chercher du rendement hors des frontières européennes, notamment aux États-Unis. *In fine*, les flux nets de portefeuille ont été très largement négatifs pour la zone euro lors des 18 derniers mois et ont permis de contrebalancer le très élevé excédent courant de la

“ Il est très probable que les politiques monétaires ultra-accomodantes perdurent dans les années à venir ”



zone euro, le plus élevé du monde en termes nominaux (502 Mds € pour l'ensemble du S2 2014 et de l'année 2015). La politique de « taux négatif/QE » de la BCE a donc clairement permis à l'euro de se déprécier puis d'éviter de s'apprécier.

**2-2. Les politiques de QE des pays développés à l'origine de déséquilibres sur le marché des changes ?**

Il est communément admis que les politiques de QE ont induit une dépréciation de la devise du pays concerné, la dépréciation ayant généralement lieu en bonne partie avant l'annonce du programme, avec une stabilisation du taux de change pendant l'implémentation du programme. Il est très difficile d'isoler les effets propres des politiques de QE car celles-ci sont généralement annoncées en phase de baisse des taux directeurs. Cela dit, les graphiques ci-contre montrent que les phases d'expansion du bilan de la Fed, de la BCE et de la BoJ coïncident avec un affaiblissement de la devise. De façon intéressante, on notera que la sortie du programme QE3 de la Fed (période aussi appelée « tapering ») a coïncidé avec le début de l'appréciation du dollar.

Les programmes de QE successifs de la Fed, de la BCE et de la BoJ ont mené à une dépréciation en termes effectifs du dollar, de l'euro et du yen, qui se sont traduites par une très forte appréciation réelle du renminbi, la seule devise de poids du système international pour lequel la banque centrale n'a pas mené de politique de QE. En avril 2016, le taux de change réel effectif de la Chine était 31 % au-dessus de sa valeur moyenne sur 2008 alors qu'il était 15 % et 13 % plus bas dans le cas de la zone euro et du Japon et 11 % plus haut dans le cas des États-Unis. La question de la gestion de la surévaluation du yuan par les autorités chinoises est l'une des questions cruciales en ce qui concerne les marchés. Le renminbi a atteint un niveau très élevé au cours de l'année 2015, notamment avec la réappréciation du dollar, ce qui a précipité le besoin de réformes monétaires.

Le changement de régime monétaire chinois, c'est-à-dire le désarrimage progressif au dollar avec le suivi de l'évolution du yuan par rapport au panier CFETS, a mené à des périodes de rapide dépréciation du yuan face au dollar (épisodes d'août 2015 et janvier 2016), qui ont fortement perturbé les marchés d'actifs risqués, induit une poussée d'incertitude sur la croissance mondiale et ralenti le cycle de resserrement de taux directeurs de la Fed.

Au-delà du cas de la Chine, il est clairement établi que les politiques de QE ont induit des flux de capitaux très importants en direction des pays émergents, notamment des flux d'investissement de portefeuille. Dans un premier temps, cela s'est traduit par des pressions haussières sur les devises et sur le prix des actifs des pays émergents. En particulier, les devises émergentes se sont globalement stabilisées (en nominal) face aux devises développées sur la période allant de 2011 à la mi-2013 après avoir fortement décroché lors des années précédentes. Cette stabilisation a pris fin en mai 2013 lorsque Ben Bernanke, alors président du FOMC, avait indiqué que la Fed pourrait diminuer ses achats de titres réalisés dans le cadre du QE3 : le fameux « taper tantrum » de mai 2013 avait donné le coup d'envoi d'une nouvelle période de dépréciation des devises émergentes. Les pays dont la balance courante était la plus déficitaire sont ceux qui ont souffert le plus.

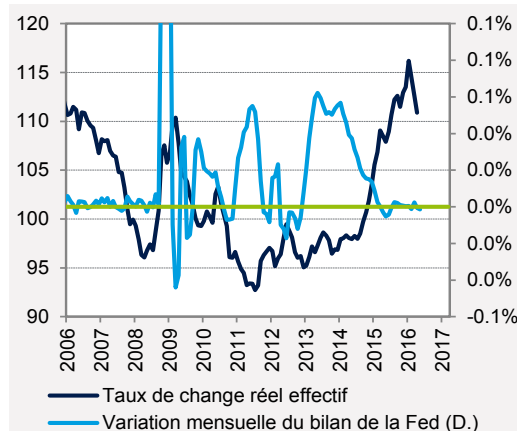
**2-3. Les taux trop bas constituent un risque pour la stabilité des banques et des compagnies d'assurances**

Les marchés financiers (marchés obligataires et marchés actions) ont été marqués ces derniers mois par une sous-performance des titres bancaires.

Les investisseurs se sont d'abord inquiétés de la faiblesse de l'économie mondiale. Rappelons que le secteur bancaire est extrêmement sensible à la croissance économique car les banques présentent structurellement un endettement élevé et des expositions à de multiples secteurs et zones géographiques. Ces entités sont donc caractérisées par un beta élevé en période de crise.

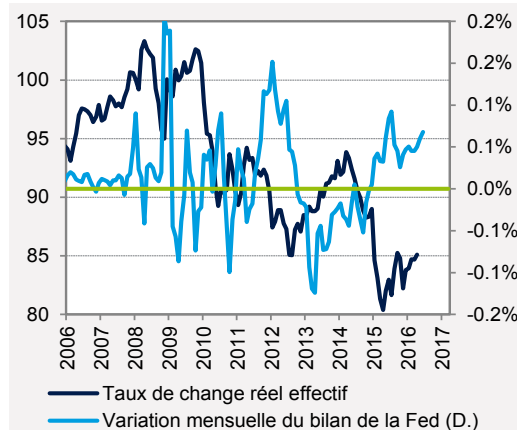
Les banques sont également affectées par la baisse des revenus de négociations, résultat de contraintes réglementaires plus strictes et de conditions de marché moins favorables. Cet affaiblissement porte préjudice aux banques d'affaires et aux banques internationales.

**5 Taux de change réel effectif USD vs variation mensuelle du bilan de la Fed (% du PIB)**



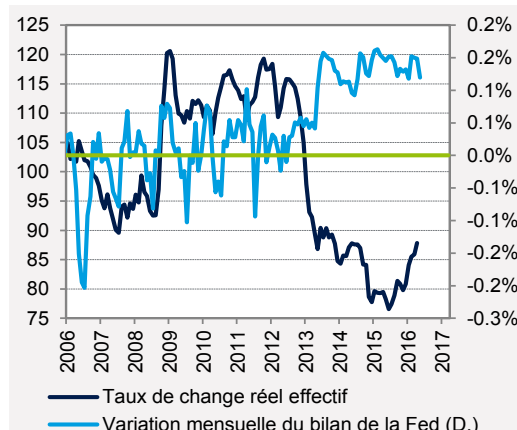
Source : Datastream, Recherche Amundi

**6 Taux de change réel effectif EUR vs variation mensuelle du bilan de la BCE (% du PIB)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

**7 Taux de change réel effectif JPY vs variation mensuelle du bilan de la BoJ (% du PIB)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

**Enfin, les politiques monétaires extrêmement accommodantes peuvent également en partie être tenues pour responsables de cette sous-performance.** En effet, les actions entreprises par les banques centrales ont affecté la capacité future des banques à générer du profit.

- **Pour les banques centrales, l'objectif des** taux d'intérêt plus faibles et des autres mesures non conventionnelles est de soutenir le crédit, relancer l'investissement pour au final stimuler l'inflation et la croissance.
- **Toutefois, ces actions pèsent sur la rentabilité des banques,** car elles altèrent leur modèle économique sur le long terme. Les profits générés par l'activité de prêts se mesurent via la marge nette d'intérêt, c'est-à-dire la différence entre les revenus d'intérêt et les dépenses d'intérêt, qui s'explique essentiellement par la différence entre le taux d'intérêt auquel prête une banque, et son coût de financement (marché ou sa base de dépôt). Ces profits sont donc sensibles au niveau absolu des taux et à l'écart de rendement entre les maturités longues et courtes. Or les courbes de taux allemande, américaine et japonaise se sont très fortement aplaties, certes à des degrés divers, sur les deux dernières années.

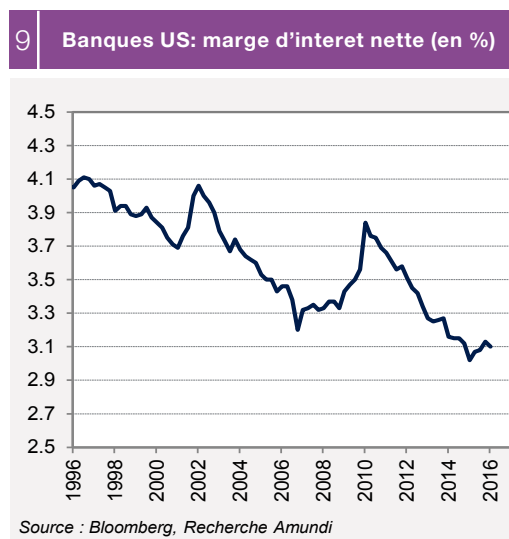
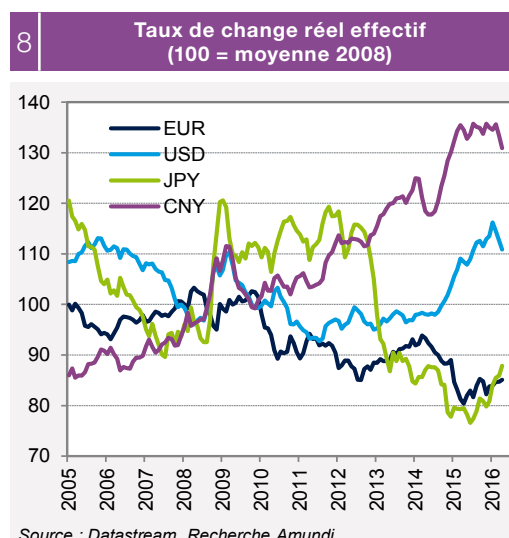
La marge nette d'intérêt des banques américaines s'est considérablement réduite depuis 2008. Les investisseurs redoutent que cette tendance ne s'accroisse : le cycle de hausse des taux de la Fed promet au mieux d'être particulièrement lent et la courbe des taux devrait continuer à s'aplatir.

En Europe, la situation est plus complexe. D'après les statistiques publiées par la BCE, les marges des banques de la zone euro résistent bien. Ces données viennent appuyer les déclarations de Benoit Cœuré qui affirmait récemment que la politique monétaire n'était pas le principal problème du secteur bancaire (« *From challenges to opportunities: rebooting the European financial sector* », 2 mars 2016). En revanche, ces chiffres contredisent les critiques de Jens Weidmann qui, pour sa part, ne cesse de marteler (voir par exemple son discours du 11 mai) que les taux trop bas risquent d'affecter la rentabilité des banques et d'avoir l'effet inverse de celui escompté en renchérissant le coût de crédit. Il est évident que la stratégie de la BCE (offrir du financement à taux nul ou négatif via les TLTRO 2 et taxer les réserves excédentaires) n'a pas et continuera à ne pas avoir le même impact sur toutes les banques de la zone euro. Les banques qui n'ont pas besoin de se financer auprès de la BCE et qui disposent de réserves excédentaires importantes sont les grandes perdantes de cette politique. En particulier, le fait que le taux de dépôt soit négatif pèse sur les banques allemandes. Pour la seule année 2015, les banques allemandes ont versé 248 millions € à la Bundesbank pour l'utilisation de la facilité de dépôt mais ces montants devraient être bien plus importants pour 2016 puisque leurs réserves excédentaires ont fortement augmenté. Au-delà de ce point, une enquête réalisée par la Bundesbank auprès de 1500 institutions de crédit allemandes en septembre 2015 montre que celles-ci anticipent en moyenne une baisse de leur profit de 60 à 75 % d'ici 2019 dans l'éventualité d'une baisse des taux de 100 points de base par rapport au niveau de la fin 2014.

**L'impact de la stratégie de taux durablement bas pour stimuler le crédit à l'économie est donc discutable car il pénalise – plus ou moins – les perspectives de croissance des banques. Et les investisseurs sont conscients que la stratégie de réduction des coûts adoptée par la plupart des institutions financières ne peut être une solution pérenne.**

**2-4. Les politiques monétaires accommodantes ont induit une allocation des ressources qui est préjudiciable à l'économie**

Les mesures de politique monétaire ultra-accommodante ont permis aux entreprises d'allonger la maturité et de baisser le coût moyen de leur endettement. Il est cependant légitime de s'interroger sur le risque (pour le porteur obligataire !) que les entreprises profitent des taux bas et de l'appétit des investisseurs pour accroître leur endettement. Ce risque s'est matérialisé aux États-Unis et reste à ce jour modéré en Europe.



“ La marge nette d'intérêt des banques américaines s'est considérablement réduite depuis 2008 ”

**La dette des entreprises américaines a atteint fin 2015 un niveau explosif.** La Fed peut-elle être tenue pour responsable de cette tendance? Les taux d'intérêt très faibles du marché obligataire souverain ont incité les investisseurs à se reporter sur d'autres titres plus risqués. Ainsi, le marché obligataire *corporate* a bénéficié pleinement du regain d'appétit des investisseurs en quête de rendement. Ces conditions de financement exceptionnelles ont en effet permis aux entreprises de lever des montants records de capitaux sur les marchés financiers actions et obligataires. N'oublions pas que le marché obligataire *Investment Grade* dollar a tout simplement doublé de taille pendant cette période!

**Les entreprises ont financé principalement des opérations de fusions-acquisitions et de rachats d'actions.** L'activité sur ces deux marchés s'est accélérée pour atteindre les niveaux très élevés qui prévalaient avant la crise. L'investissement productif est resté cependant très limité au cours de ce cycle.

**> L'endettement élevé des entreprises explique l'attention portée sur la baisse des profits aux Etats-Unis**

Une baisse des profits plus prononcée pourrait être très problématique dans la mesure où elle enclencherait une hausse du nombre de défaillances :

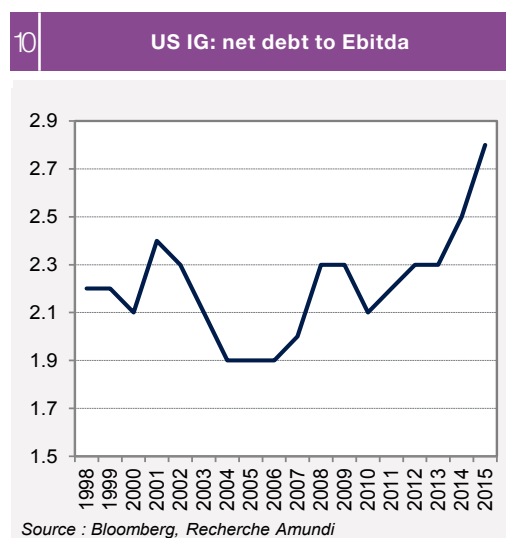
- 1. Les profits souffrent de la faiblesse des revenus.** Il est très important de comprendre que la croissance des profits a beaucoup plus été le fruit d'une expansion des marges que d'une augmentation des revenus depuis 2008. Malgré la longueur du cycle d'expansion, la reprise s'avère être la plus molle de l'histoire de l'après-guerre et s'est traduite pour les entreprises par une croissance relativement faible des revenus. Les marges se sont accrues grâce à une forte contraction des coûts de production et surtout grâce à une hausse très limitée des salaires. Aujourd'hui, le potentiel d'augmentation des profits via une hausse des marges est extrêmement réduit : (1) les marges ont atteint des niveaux historiquement élevés et (2) l'amélioration des conditions sur le marché de l'emploi aux États-Unis plaide pour une confirmation du récent frémissement à la hausse des salaires.
- 2. Les profits des entreprises du secteur manufacturier sont sous pression.** La reprise de l'économie américaine se caractérise par une forte dichotomie entre le secteur manufacturier et non-manufacturier. La baisse du prix du pétrole et des matières premières a fortement affecté l'industrie manufacturière aux États-Unis. L'indice ISM manufacturier est tombé à 48,6 contre 50,1, soit son niveau le plus bas depuis juin 2009.
- 3. Nos craintes se sont concrétisées sur le secteur de l'énergie.** Les défauts se multiplient sur ce secteur.

Dans la zone euro, l'endettement des entreprises européennes demeure largement en ligne avec les intérêts des investisseurs obligataires. La menace d'une détérioration du levier d'endettement nous semble plus prononcée pour les émetteurs mieux notés AA-A.

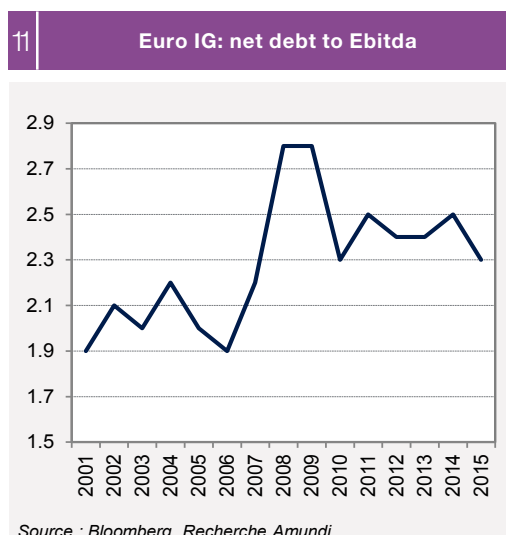
**La politique monétaire ultra-accommodante de la Fed a généré une croissance excessive de la dette des entreprises américaines. Le niveau élevé des taux d'endettement constitue aujourd'hui une fragilité financière indiscutable.**

**2-5. Les politiques de QE nuisent à la liquidité de marché**

**L'une des critiques le plus souvent adressées à la politique de QE est qu'elle détériorerait la liquidité sur le marché.** En effet, le fait qu'une banque centrale achète un montant trop important de certains titres en particulier peut nuire au fonctionnement normal de formation des prix, ce qui peut pousser les investisseurs à exiger une prime de liquidité supplémentaire. Or le taux de détention de certains titres par les banques centrales est très élevé. La Fed possède jusqu'à 70 % de certaines souches de titres du Trésor américains. La BCE, elle, a mis en place une limite de détention par titre et par émetteur de 33 % dans le cadre du programme PSPP (achats de titres souverains) afin de « sauvegarder le fonctionnement de marché et la formation des prix mais aussi d'amoinrir le risque que l'Eurosystème devienne un créancier dominant des États de la zone euro. » Ces limites pourraient être prochainement atteintes pour l'Irlande, le Portugal et l'Allemagne. La limite de détention par titre a été fixée à 70 % pour les programmes CSPP (obligations d'entreprises) et CBPP3



“ Aux États-Unis, l'endettement élevé des entreprises explique l'attention portée sur la baisse des profits ”



(covered bonds). Il est légitime de se demander si la capacité à acheter et vendre des titres sur certains segments de marché n'est pas fortement affectée par les politiques de QE.

**2-6. Le QE à l'origine de l'accroissement des inégalités économiques ?**

Étant donné que les conséquences des politiques de QE et de taux négatifs sur les actifs financiers sont, comme nous venons de le voir, très puissants, il est légitime de se demander si elles n'exacerbent pas les inégalités économiques. Un nombre croissant d'universitaires se sont penchés sur le sujet (voir par exemple le document de travail publié en 2016 par des chercheurs de la Fed au nom particulièrement évocateur : « *Doves for the Rich, Hawks for the Poor? Distributional Consequences of Monetary Policy* »). Dans un papier publié dans le *Quarterly Review* de la BRI de mars 2016 (« *Wealth inequality and monetary policy* », trois chercheurs ont mis en évidence, en mettant en relation des données d'inégalité de richesses et variation du prix des différents actifs, l'importance qu'ont pu avoir les actions de politique monétaire sur les inégalités de richesse depuis la Grande Récession. Un grand nombre de politiciens se sont emparé du débat. Aux États-Unis, les Républicains attribuent régulièrement l'accroissement des inégalités économiques aux politiques de QE et de taux bas.

Globalement, deux thèses s'affrontent: 1) en permettant une stabilisation de l'activité et une décrue du chômage, les outils de politique monétaire ultra-accommodants bénéficieraient au plus grand nombre, mais 2) en augmentant le prix des actifs financiers, détenus par une minorité de la population seulement, ils accroîtraient fortement les inégalités économiques. **Les banques centrales considèrent globalement la montée des inégalités de richesse induites par leurs politiques comme un mal nécessaire.** La Banque d'Angleterre, qui a mené une politique active de QE, a officiellement déclaré que les effets de redistribution étaient « inévitables » mais que la situation économique générale aurait été bien pire si elle n'y avait pas eu recours.

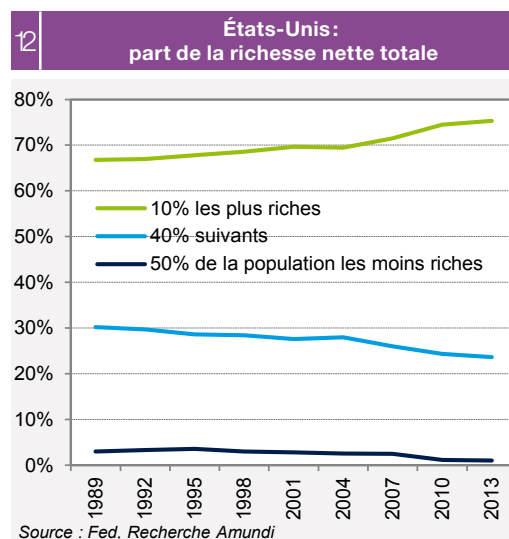
Le problème est que cette exacerbation des inégalités économiques intervient dans un contexte de forte hausse des inégalités de revenu ces dernières décennies dans les pays développés et en particulier aux États-Unis, notamment en raison de la déformation du partage de la valeur ajoutée et de la dualisation du marché du travail. **Le thème pèse lourdement sur le débat politique et favoriserait l'essor de mouvements populistes.** En Allemagne, le ministre des finances Wolfgang Schäuble a accusé la BCE d'être à l'origine de la percée de l'AfD, un parti d'extrême droite, aux élections régionales de début d'année. S'il est évidemment très difficile d'attribuer précisément les responsabilités en ce qui concerne la montée des inégalités économiques, il est clair que la poursuite de politiques très accommodantes continuera d'être au cœur des débats politiques les plus animés pendant encore un bon moment.

**Le fait que les taux d'intérêt nominaux aient beaucoup baissé ces dernières années, pour atteindre des niveaux très bas voire négatifs, a fait dire à certains que les banques centrales « expropriaient » les épargnants avec leurs politiques monétaires ultra-accommodantes.** La BCE est encore plus sous le feu des critiques en Allemagne qu'ailleurs, car les taux d'intérêt y sont plus faibles. Jens Weidmann, le président de la Bundesbank, est l'un de ceux qui mettent en garde contre les possibles effets négatifs de la politique monétaire ultra-accommodante sur les rendements de l'épargne.

Cela dit, Jens Weidmann lui-même insiste sur le fait que le rendement réel de l'épargne de court terme n'est pas exceptionnellement faible par rapport au passé. De plus, il explique que les citoyens sont perdants en tant qu'épargnants mais profitent des politiques monétaires ultra-accommodantes « en tant qu'employés, contribuables et bâtisseurs de constructions immobilières. » **La détérioration de la situation de l'épargnant est perçue comme un mal nécessaire.**

Consciente des critiques qui lui sont adressées au sujet de la faiblesse des rendements de l'épargne, la BCE a réagi en menant une grande opération de communication, avec notamment la publication du document de travail « *Critique of accommodating central bank policies and the 'expropriation of the saver'* » en mai 2015. **L'une des principales lignes de défense de la BCE est que le taux**

“ Les politiques monétaires ultra-accommodantes augmentent le prix des actifs financiers détenus par une minorité de la population seulement ”



“ La détérioration de la situation de l'épargnant est perçue comme un mal nécessaire ”

**d'intérêt réel dépend de variables réelles structurelles (en particulier de la croissance économique tendancielle) sur lesquelles elle n'a pas de prise.**

Les dernières estimations réalisées par les économistes de la BCE placent le taux d'intérêt réel d'équilibre de la zone euro entre -2 % et 0 % (voir Constancio, « *The challenge of low real interest rates for monetary policy* », 15 juin 2016). Sur ce point, on ne peut que donner raison à la BCE : même si cette dernière n'avait pas introduit de taux négatifs ou implémenté de politique de QE, les taux d'intérêt seraient très faibles dans les pays du cœur de l'Europe.

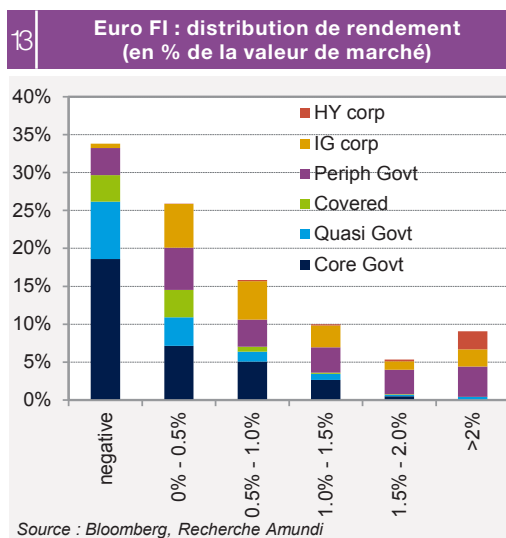
“ Pas de reprise significative de l'investissement productif ”

**Conclusion**

Les banques centrales des grands pays développés se sont lancées dans des politiques monétaires ultra-accommodantes après la Grande Récession de 2008 puis après la crise de la zone euro en 2011-2012. Les outils déployés ont été d'une ampleur inédite et considérable. Pourtant, les perspectives d'inflation et de croissance dans les pays développés restent. Dans ce contexte, il paraît légitime de se demander si les banques centrales ne sont pas proches d'atteindre leurs limites et d'évaluer les dommages collatéraux qu'occasionnent leurs politiques monétaires expansionnistes. En effet :

- Les programmes de QE successifs de la Fed, de la BoJ et de la BCE ont conduit à une forte dépréciation en termes effectifs du dollar, du yen et de l'euro, qui se sont traduits par une très forte appréciation réelle du renminbi, la seule devise du système international pour lequel la banque centrale n'a pas mené de politique de QE. La gestion de la surévaluation du yuan constitue une épée de Damoclès pour les marchés.
- Le cocktail « Taux négatifs — QE » a eu un très fort impact sur les marchés obligataires. Plus du quart de la dette souveraine mondiale cote désormais à rendement négatif. Les courbes de taux japonaise et allemande sont en territoire négatif jusqu'à respectivement la maturité 15 ans et 10 ans.
- Le modèle économique des banques pourrait être altéré sur le long terme. La rentabilité de l'activité de prêts est pénalisée par la faiblesse du niveau des taux et de la pente de la courbe des taux. Les taux bas pourraient ainsi avoir l'effet inverse de celui escompté en renchérissant le coût du crédit.
- Le niveau d'endettement historiquement élevé des entreprises américaines constitue aujourd'hui une fragilité financière indéniable. Les taux bas et le fort appétit des investisseurs ont favorisé une croissance excessive de la dette pour financer des opérations de M & A et de rachat d'actions.
- Les politiques monétaires jouent un rôle prépondérant dans les décisions d'investissement. Les attentes et les nouvelles mesures de politique monétaire ont souvent plus d'impact que l'évolution des fondamentaux. De plus, les investisseurs sont incités à compenser la baisse des rendements en se positionnant sur des actifs moins liquides, plus risqués ou/et avec un risque duration plus important.
- Enfin, ces politiques monétaires ultra-accommodantes peuvent être également tenues pour responsables de l'exacerbation des inégalités économiques, avec l'augmentation du prix des actifs détenus par une minorité de la population seulement.

Au-delà de ces dommages collatéraux, les politiques monétaires expansionnistes n'ont surtout pas permis une reprise significative de l'investissement productif. Cet élément est essentiel car il permettrait, à moyen terme, d'améliorer l'appareil productif et de soutenir la croissance potentielle de ces économies. Pour conclure, rappelons que la politique monétaire expansionniste ne permet pas de corriger un déficit de demande et qu'elle supprime toute incitation à investir à long terme.



“ Les politiques monétaires expansionnistes ne permettent pas de corriger un déficit de demande ”



# Cross asset investment strategy

Recherche, Stratégie et Analyse

spécial  
focus

Pour plus d'information sur nos recherches,  
rendez-vous sur <http://research-center.amundi.com>

## Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide - Directeur Recherche, Stratégie  
et Analyse - Paris

## Support

Pia BERGER - Recherche, Stratégie et Analyse  
Benoit PONCET - Recherche, Stratégie et Analyse

## AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 «MIF», les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 Novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 Novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis.

Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com).

Amundi, Société anonyme au capital de 596 262 615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)