

# the day after

#5 | Juin 2020

*De nouvelles  
frontières pour  
les Banques  
Centrales*

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

---

## Auteur



**Didier BOROWSKI**

Responsable des  
Vues Globales

---

## La politique monétaire confrontée à de nouveaux défis

### Résumé

*Les Banques Centrales (BC) sont par nature plus flexibles que les Etats. Elles ont ainsi été les plus proactives dans cette crise, réintroduisant des programmes d'achat d'actifs à grande échelle financés par la création monétaire (politiques de Quantitative Easing). Avec cette pandémie, un changement spectaculaire de politique économique a eu lieu en quelques mois à peine : les politiques budgétaires et monétaires se sont imbriquées, ce processus n'étant sans doute pas réversible. Alors que les gouvernements sont devenus les **acheteurs en dernier ressort**, les BC jouent leur rôle de **prêteurs en dernier ressort**. Jusqu'où peuvent-elles aller ? Nous soutenons ici que **les BC sont encore loin d'avoir épuisé leurs marges de manoeuvre. La répression financière et la dominance fiscale sont là pour durer**. Les BC maintiendront des taux bas pendant une période prolongée afin d'alléger la charge pesant sur les agents les plus endettés.*

*La faiblesse structurelle des taux d'intérêt nominaux et réels devrait continuer à les inciter à rechercher du rendement ; cet environnement devrait clairement encourager les ménages à diversifier leur épargne, au détriment des emprunts d'Etat. En définitive, on ne peut exclure la formation de nouvelles bulles dont l'éclatement pourrait mettre en péril la stabilité macro-financière. La régulation et la fiscalité pourraient donc devoir être mobilisées pour contenir la hausse des prix des actifs, notamment en ce qui concerne le marché de l'immobilier. Les politiques monétaires non conventionnelles appellent à plus de régulation, non l'inverse.*

*Les BC continueront à fournir des liquidités autant que nécessaire et à lutter contre la fragmentation financière. Pour autant, on ne peut pas s'attendre à ce que les BC seules fassent l'impossible ; elles ne peuvent ni absorber à elles seules la fragmentation économique accrue résultant de la crise, ni même empêcher les entreprises de certains secteurs de faire défaut, voire de faire faillite.*

*Nous pensons que la relance mondiale va de pair avec un bon « policy mix ». Toutefois, si la crise devait s'aggraver et les pressions déflationnistes s'intensifier, les BC n'hésiteraient probablement pas à explorer de nouvelles pistes, qui pourraient toutes avoir des effets secondaires indésirables. Il faut s'y préparer et donc « penser l'impensable » : monétisation complète de la dette, « monnaie hélicoptère », annulation de la dette ou encore taux d'intérêt nominaux fortement négatifs.*

La crise de Covid-19 est à l'origine de la plus forte récession mondiale jamais observée. Sa durée et sa profondeur sont encore très incertaines. Pour éviter une crise financière majeure, les gouvernements et les Banques Centrales (BC) ont rapidement mis en place des programmes à grande échelle. Les politiques économiques de stabilisation mises en œuvre de part et d'autre de l'Atlantique sont sans précédent, les plans de stabilisation équivalant à 10-20 % du PIB (y compris les prêts et garanties) ; les BC s'engageant, plus ou moins explicitement, à acquérir des montants équivalents de titres.

Les BC sont par nature plus flexibles que les gouvernements dans la mesure où les parlements qui les supervisent ne sont pas impliqués dans leur processus de décision. Elles ont donc naturellement été les plus proactives dans cette crise, abaissant - quand c'était encore possible - leurs taux directeurs et réintroduisant des programmes d'achat d'actifs à

grande échelle financés par création monétaire (c'est-à-dire les politiques de *Quantitative Easing* ou QE).

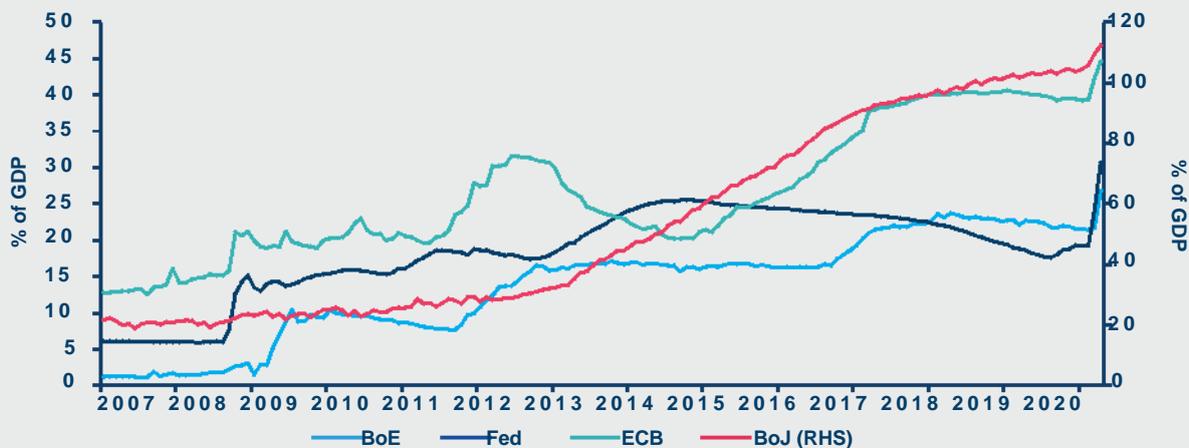
Arguant de circonstances exceptionnelles, **elles se sont non seulement engagées à augmenter leur bilan à un rythme jamais vu auparavant, mais ont également franchi de nouvelles limites**. La Fed a en effet élargi ses achats de titres obligataires aux « anges déchus » (entreprises bien notées avant crise mais qui tombées en catégorie « haut rendement » du fait de ses conséquences). De son côté, la BCE a décidé de s'écarter temporairement, mais très significativement, de toute règle de proportionnalité<sup>1</sup>.

En s'engageant à acheter des titres de dettes d'Etat et d'entreprise, les BC contribuent à maintenir des taux d'intérêt nominaux très bas et à contenir le service de la dette. Autrement dit, elles allègent **leur contrainte de solvabilité**. C'est particulièrement vrai pour la dette publique.

---

1. Les achats de la BCE sont censés suivre les clés de répartition du capital (part de chaque BC nationale dans le capital de la BCE).

Figure 1 : CB Balance sheets, as a share of GDP



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 27 mai 2020.

Les émissions nettes de dette souveraine (nettes des rachats et achats de BC) seront négatives dans les principales économies avancées en 2020. Aux États-Unis, c'est la première fois que cela se produit.

En fin de compte, les gouvernements sont devenus **les acheteurs en dernier ressort**, tandis que les BC jouent leur rôle de **prêteur en dernier ressort**. Le principe sur lequel repose leur action commune est qu'il est toujours possible, même dans une trappe à liquidité, de stimuler la demande intérieure par un dosage adéquat d'accommodation monétaire et budgétaire. Historiquement, les crises économiques et financières ont toujours donné aux autorités l'opportunité de se doter des instruments ou réglementations appropriés pour les contenir<sup>2</sup>. Cependant, avec cette pandémie, c'est un changement spectaculaire de politique économique qui s'est opéré en quelques mois à peine : les politiques budgétaires et monétaires sont devenues complètement imbriquées, et ce processus n'est sans doute pas réversible.

**Jusqu'où les BC peuvent-elles aller ?** Cette question est très controversée. Les conséquences économiques à long terme des politiques non conventionnelles (QE et/ou taux négatifs) sont encore largement méconnues, les BC n'ayant jamais augmenté la taille de leur bilan à ce rythme, ni abaissé leurs taux d'intérêt en territoire négatif.

Nous pensons toutefois que **les BC sont encore loin d'avoir épuisé leur marges de manœuvre** ; elles pourraient continuer à explorer de nouvelles pistes à l'avenir. Plusieurs options se présentent à elles : la « *monnaie hélicoptère* », l'annulation de tout ou partie des dettes achetées, le contrôle de la courbe des taux ou encore les taux directeurs (très) négatifs.

Dans un premier temps, nous procéderons à un bref examen des politiques d'assouplissement quantitatif, en mettant l'accent sur leur diversité. Ensuite, nous reviendrons sur la possibilité pour les BC d'explorer de nouvelles pistes, que ce soit via le contrôle de la courbe des taux ou de taux d'intérêt nominaux très négatifs. Enfin, nous reviendrons sur les conséquences macrofinancières et l'impact pour les investisseurs.

### Monétisation de la dette publique, « QE budgétaire » et « monnaie hélicoptère »

Il est important de comprendre l'impact des politiques de QE sur le bilan des BC afin de bien appréhender les différentes options qui sont à leur disposition. Rappelons brièvement la mécanique du QE. Dans le cadre des politiques d'assouplissement quantitatif, la taille du bilan de la BC augmente simultanément au passif et à l'actif. Dans son acceptation la plus étroite, le QE consiste à créer de la monnaie pour acquérir des emprunts d'État<sup>3</sup>. Techniquement, du côté du passif, les réserves des banques commerciales auprès de la BC (montant de monnaie en circulation) augmentent ;

2. C'est à la suite de la crise des années 1930 que la Fed a adopté les statuts qui lui ont permis de faire face à la GCF de 2008. C'est grâce à la crise de la dette souveraine de 2012 que la BCE est aujourd'hui en mesure de soutenir (entre autres) les garanties apportées par les États. La plupart des outils mobilisés (ou susceptibles d'être mobilisés aujourd'hui) en zone euro ont été mis en place après 2012 pour sauver l'euro.

3. Cela ne comprend pas les opérations d'apport de liquidité, qui sont des opérations plus traditionnelles dont l'incidence sur le bilan de la BC est temporaire.

tandis que la créance de la BC sur l'État est inscrite à l'actif<sup>4</sup>. Le bilan est ainsi équilibré. Une autre forme de QE consiste à acheter des titres du secteur privé (obligations d'entreprise ou actions). Ce type de QE est parfois présenté comme un « QE budgétaire » (ou fiscal) car il peut théoriquement se décomposer en deux opérations distinctes : un QE sur la dette publique et une émission parallèle de titres de dette publique afin d'acheter des actifs privés. Ce type de QE est parfois qualifié de « **budgétaire** » (ou fiscal), car il repose implicitement sur la garantie des contribuables pour subventionner les entreprises privées.

**La monnaie hélicoptère**<sup>5</sup> (i.e. transfert direct de la BC à des agents privés) est une autre forme de QE qui a des conséquences très différentes sur le bilan de la BC. Dans le cadre de la *monnaie hélicoptère*, l'argent créé est censé soutenir directement la demande intérieure<sup>6</sup>. En théorie, la *monnaie hélicoptère* équivaut à une relance budgétaire financée par la BC<sup>7</sup>. Toutefois, si les BC transfèrent directement de l'argent à des agents privés, le transfert devient permanent<sup>8</sup>. La hausse du bilan ne correspond plus à une augmentation de la dette du Trésor vis-à-vis de la BC, et les ratios de finances publiques (déficit et dette sur PIB) restent inchangés malgré des dépenses supplémentaires. Cette option est donc techniquement différente de la monétisation de la dette, du moins tant que les bilans du Trésor et de la BC sont dûment séparés.

Dans ces conditions, le bilan de la BC se trouve déséquilibré avec une position de capitaux propres négatifs (*negative equity*) et, en théorie, le Trésor devrait la recapitaliser. Pour cela, l'Etat peut émettre une obligation zéro-coupon perpétuelle. Mais la créance de la BC sur le gouvernement serait fictive car sans horizon temporel. Toutefois, signalons que les BC ne sont pas soumises aux mêmes contraintes comptables que les banques commerciales.

En particulier, rien n'empêche en pratique une BC de continuer à opérer, même si ses capitaux propres sont insuffisants. Cette option a néanmoins ses limites. Si la création monétaire dépasse largement les actifs d'une BC, cela peut conduire à une perte généralisée de confiance chez les acteurs économiques et doper les anticipations d'inflation : il pourrait donc en résulter une augmentation de l'épargne des ménages ou une fuite vers les actifs réels (or, immobilier...).

Enfin, notons que, d'un point de vue fondamental, rien n'empêche la BC d'effacer la dette souveraine qu'elle a accumulée voire de la conserver indéfiniment à son bilan (en renouvelant les obligations à mesure qu'elles arrivent à échéance). Une annulation même partielle de la dette s'apparenterait formellement à de la *monnaie hélicoptère*. Si la BC décide de restructurer tout ou partie de la dette accumulée dans le cadre de ses programmes d'achat d'actifs passés, il s'agit d'une forme de transfert permanent au Trésor<sup>9</sup>. Compte tenu des possibles obstacles juridiques, aucune BC ne semble aujourd'hui considérer sérieusement cette option. Elles explorent d'autres pistes.

## Retour sur le devant de la scène du contrôle de la courbe des taux (CCT)

Les taux directeurs des banques centrales étant proches de zéro, les politiques de contrôle de la courbe des taux (CCT) reviennent sur le devant de la scène. Dans un régime de CCT, la BC cherche à contrôler un point ou un segment particulier de la courbe des taux (souvent le rendement à 10 ans). Pour ce faire, la BC s'engage implicitement à acheter les montants d'obligations d'État nécessaires à la réalisation de son objectif. Si la BC est crédible, par le jeu des arbitrages de marché, les rendements obligataires ont tendance à se caler sur leur cible. Le CCT s'apparente souvent à une forme de QE mais les modalités diffèrent : les achats d'obligations s'ajustent aux rendements obligataires, et non l'inverse.

4. Dans la pratique, il s'agit en fait d'un financement monétaire. La BCE ne peut acquérir directement des obligations d'État que sur le marché secondaire. Il lui est explicitement interdit d'en acheter sur le marché primaire (car il s'agit d'un financement direct de l'Etat). Cela dit, par des effets de substitution dans les portefeuilles des agents privés, il y a bien un financement monétaire par l'Etat, mais il est indirect : les Etats se financent plus facilement en raison de la porosité naturelle entre les marchés primaire et secondaire.

5. La parabole de l'hélicoptère date de Milton Friedman, qui dans un célèbre ouvrage de 1969 et pour évoquer l'impact économique d'une création monétaire sans contrepartie, faisait l'analogie avec une opération (unique) de distribution de billets de banques par un hélicoptère. Milton Friedman, « la quantité optimale de monnaie », 1969.

6. À condition que les agents économiques n'anticipent pas une hausse correspondante de l'inflation.

7. Les Etats-Unis ont été les premiers à franchir le Rubicon de la « monnaie hélicoptère ». En avril 2020, le Congrès américain a adopté un plan qui impose au Trésor d'envoyer des chèques aux ménages américains ; Les membres du Congrès savaient parfaitement qu'en fin de compte, la Fed paierait la facture. La Fed s'engage à acquérir autant de titres du Trésor que de besoin, en finançant ses achats par création monétaire.

8. Permettre aux BC (dont les dirigeants ne sont pas élus démocratiquement) de prendre des actions budgétaires discrétionnaires peut poser un problème juridique. Aux Etats-Unis, par exemple, cela nécessiterait l'approbation du Congrès. Dans la zone euro, même si elle n'est pas légalement interdite, une telle décision (si elle était prise par la BCE) déclencherait probablement une action en justice à son encontre.

9. La BC n'est pas un créancier comme les autres. C'est donc un argument de poids pour distinguer la dette de marché (détenue par les investisseurs privés, y compris les banques commerciales) de la dette détenue par la BC.

La BC perd ainsi le contrôle de son bilan. Notons que cela pourrait même conduire la BC à réduire son bilan (« *quantitative tapering* ») : ce pourrait être le cas par exemple si la demande des investisseurs privés dépassait les besoins de financement de l'Etat (nouvelles émissions et refinancements).

Le CCT a été mis en place aux Etats-Unis dans l'après-guerre (jusqu'en 1947). Et, depuis 2016, banque centrale japonaise cible explicitement le taux de rendement des JGB à 10 ans à zéro : cette politique, combinée à des taux directeurs négatifs, a d'ailleurs porté ses fruits dans la mesure où elle a permis à la BoJ de réduire ses achats d'obligations et de contenir son bilan. Les comptes-rendus les plus récents du FOMC (Federal Open Market Committee) montrent que le CCT fait l'objet d'un examen sérieux de la part de la Fed.

Le CCT est possible dans les « vraies » unions monétaires (Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni, par exemple) où il n'existe qu'un seul instrument de dette publique. Mais il ne l'est pas pour la zone euro pour au moins deux raisons. D'une part, parce que la BCE devrait cibler simultanément plusieurs courbes de taux (une pour chaque Etat membre). Outre la difficulté opérationnelle, il y aurait là un obstacle politique : la BCE n'a aucune légitimité pour estimer le risque de crédit afférent à chaque dette souveraine. Quelles que soient les cibles de spread, ces dernières feraient l'objet de débats politiques sans fin. Par ailleurs, la BCE serait confrontée à un problème juridique car elle devrait s'engager (*ex ante*) à acheter autant de titres que de besoin, sans aucune règle de proportionnalité, voire à monétiser la dette publique, ce qui lui est formellement interdit par le TFUE (Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne).

### **Pensez à l'impensable : des taux d'intérêt nominaux (très) négatifs**

Depuis les années 1980, les BC ont toujours réduit très fortement leurs taux directeurs lors des périodes de récession. Les principales BC (Fed, BCE, BoJ) ont en moyenne abaissé leurs taux d'environ 4 % suite aux récessions sévères.

Toutefois, dans le contexte actuel de faible inflation dans les économies avancées, les BC disposent de moins de marge de manœuvre lorsque les taux directeurs atteignent leur « limite inférieure zéro » (*Zero Lower Bound* ou ZLB).

Mais la ZLB n'est pas une loi de la nature. Entre 2012 et 2016, certaines BC ont tenté de s'affranchir de cette limite. Les BC de Suisse, de Suède, du Danemark, du Japon et la BCE ont amené leur taux directeur en dessous de zéro pour la première fois de l'histoire économique. L'efficacité des politiques de taux d'intérêt négatifs (*Negative Interest Rate Policies* ou NIRP) reste très controversée. Les grandes institutions financières y restent très fortement opposées<sup>10</sup>. Le point de vue dominant est que l'économie ne peut pas fonctionner avec des taux d'intérêt nominaux nettement en dessous de zéro. En effet, dans ce cas, les agents économiques préféreraient accumuler leurs avoirs sous forme de « cash », et les BC ne seraient plus en mesure de stimuler la demande et le crédit. Parmi les autres arguments avancés, celui selon lequel les taux négatifs affaiblissent la rentabilité des banques et les conduisent à diminuer leurs prêts.

Il ne faut toutefois pas oublier que c'est le taux d'intérêt réel, et non le taux nominal, qui importe pour l'économie. Les BC sont souvent accusées (à tort) d'être responsables du niveau excessivement bas des taux d'intérêt. Or elles sont en réalité tout autant victimes de la baisse des taux réels que les banques commerciales. Et les niveaux de taux réels à long terme réels ne sont pas déterminés par la politique monétaire. Les taux d'intérêt réels mondiaux sont en repli depuis le milieu des années 1980 pour des raisons structurelles<sup>11</sup>.

Certains économistes<sup>12</sup> continuent donc de promouvoir les NIRP et soutiennent même que rien n'empêche d'abaisser les taux d'intérêt nominaux en territoire très négatif. Dans la pratique, ils font valoir que les mesures juridiques, réglementaires et fiscales peuvent augmenter le coût de la thésaurisation

10. On avance souvent que les banques commerciales ne peuvent répercuter les coûts sur les déposants. Mais en réalité, on observe que les banques européennes ont pu transmettre relativement facilement des taux d'intérêt négatifs à leurs grands clients. Et de fait, de nombreux investisseurs institutionnels sont toujours prêts à détenir des emprunts d'Etat portant des rendements négatifs. De plus, les partisans des NIRP plaident pour que des mesures soient mises en place pour protéger les ménages, par exemple en rémunérant les banques commerciales pour les dépôts bancaires inférieurs à un certain seuil.

11. Diverses explications ont été avancées : l'augmentation de l'épargne mondiale due au cycle démographique, la demande dans les pays émergents pour les actifs sûrs des pays avancés, une croissance plus faible de la productivité tendancielle, la baisse du coût des biens d'équipement et la stagnation séculaire de la demande globale mondiale.

12. Kenneth Rogoff s'est récemment fait l'avocat de cette option.

des liquidités<sup>13</sup>. Contrairement aux idées reçues, il ne serait pas nécessaire d'éliminer la monnaie papier<sup>14</sup>.

Mentionnons que si la Fed est toujours fortement opposée aux taux négatifs<sup>15</sup>, la Banque d'Angleterre (BoE) semble, quant à elle, envisager sérieusement cette possibilité. Quoi qu'il en soit, il faut être clair : pour des raisons pratiques, l'introduction de taux directeurs très négatifs ne peut se faire du jour au lendemain. Une telle opération devrait être préparée longtemps à l'avance. En d'autres termes, s'il est clair que la technologie et la monnaie électronique ouvrent de nouvelles perspectives à la politique monétaire via par le canal traditionnel des taux d'intérêt, il nous semble que cette option ne serait envisagée qu'en dernier recours (si les pressions déflationnistes s'intensifient).

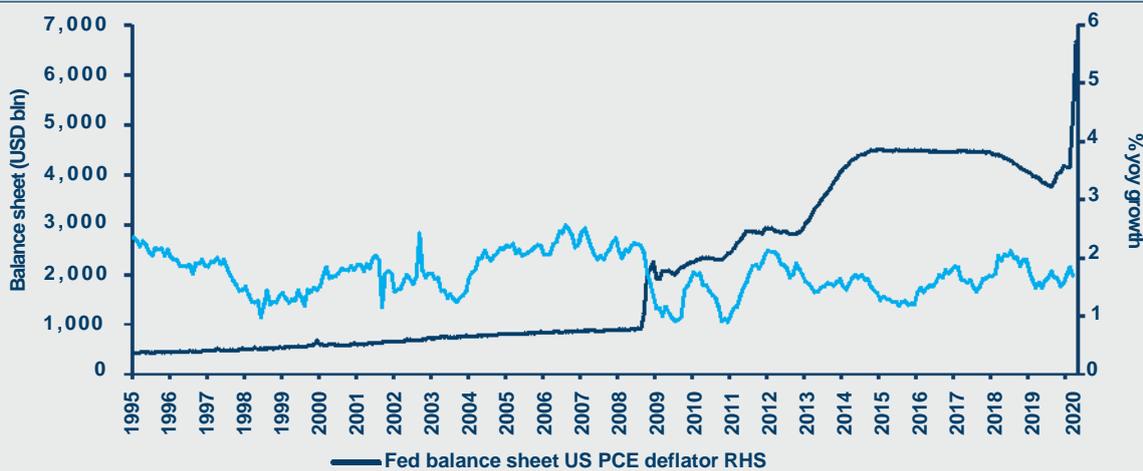
## Les BC sont en terre inconnue, la stabilité macrofinancière est en jeu

Avec les politiques d'assouplissement quantitatif, il n'y a plus de frontière claire entre politique budgétaire et politique monétaire<sup>16</sup>.

De ce fait, en cas d'incompatibilité entre les objectifs de la BC (stabilité des prix) et ceux du gouvernement (stabilisation cyclique, soutenabilité de la dette publique), l'indépendance opérationnelle de la BC pourrait être compromise<sup>17</sup>. Nous pensons que ce risque est plus prononcé aux États-Unis - où la Fed opère sous supervision du Congrès - que dans la zone euro, où l'indépendance de la BCE est inscrite dans un traité international (TFEU). **Si la Fed venait à perdre son indépendance opérationnelle, les anticipations d'inflation pourraient déraiper aux États-Unis, et les conséquences pourraient être désastreuses, en particulier pour le dollar.**

Même si les BC conservent leur indépendance, donner l'illusion que la monnaie peut toujours être créée *ex nihilo* revient à ouvrir la boîte de Pandore, en suscitant des demandes de toutes sortes (hausse de pensions de retraite, baisses d'impôts, hausses de salaires...) qui sont des sources potentielles d'inflation. Dans le régime actuel, caractérisé par une faible croissance du PIB nominal, des taux d'intérêt à court terme proches de zéro et des dettes au plus haut, les avantages de la monétisation semblent l'emporter sur les coûts.

Figure 2 : Fed balance sheet and core PCE deflator



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 27 mai 2020.

13. Voir aussi Lilley et Rogoff (2019), Agarwal et Kimball (2015) et Buiter et Panigirtzoglou (2003).

14. Kenneth Rogoff a, par exemple, proposé de créer soit un double système de taux de change - avec un « taux de change » entre la monnaie papier et les réserves des banques électroniques, soit d'éliminer les gros billets de banque (une proposition qui a par ailleurs déjà été avancée pour limiter l'évasion fiscale et lutter contre les activités criminelles). L'objectif est d'augmenter le coût de la thésaurisation à grande échelle de la monnaie papier. En outre, il suggère que les régulateurs pourraient imposer des contraintes supplémentaires qui augmenteraient dans la pratique encore davantage le coût de la thésaurisation de la monnaie papier. En fin de compte, le coût de la thésaurisation pour les grandes institutions financières (fonds de pension, compagnies d'assurance) deviendrait prohibitif.

15. Jerome Powell a récemment rappelé que les membres du FOMC étaient unanimes pour rejeter cette possibilité.

16. À noter que cette frontière est déjà franchie avec les QE depuis 2008. Dans le cas de l'hélicoptère ou de la monétisation illimitée, la confusion monte d'un cran.

17. L'indépendance opérationnelle des BC est assez récente (elle s'est répandue depuis les années 1980). L'indépendance des BC est une réalité institutionnelle, mais une fiction économique. En effet, le Trésor est le propriétaire effectif de la BC : il collecte les bénéfices de la BC et, en contrepartie, est responsable de ses pertes. D'un point de vue théorique, il faudrait raisonner sur le bilan consolidé de la BC et du Trésor.

Figure 3: Fed balance sheet and risky assets



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 26 mai 2020.

Rappelons d'ailleurs que certaines expériences historiques de monétisation de la dette ont été couronnées de succès (le Japon dans les années 1930 ou le Canada après la Seconde Guerre mondiale)<sup>18</sup>.

**Néanmoins, l'expansion illimitée des bilans des BC pourrait entraîner un effondrement de la valeur externe de la monnaie.** Les Etats peu crédibles sur la scène internationale - beaucoup de pays émergents sont dans ce cas - ne peuvent pas mettre en œuvre ce type de politique. **A l'échelle mondiale, des QE sans limite pourraient même finir par déclencher une crise du système monétaire international** - avec un phénomène de fuite générale vers les actifs réels (bulle immobilière, or...) - ou même encourager le développement des crypto-devises.

**Comme alternative aux QE traditionnels, le CCT pourrait renforcer le pilotage des anticipations (forward guidance) avec un engagement de facto à maintenir des taux obligataires de long terme à des niveaux très bas.** En complément (ou en alternative) au CCT, des taux directeurs négatifs pourraient à terme doper les anticipations d'inflation et repentifier la courbe des taux. Une telle mesure profiterait aux banques et pourrait aider les entreprises et les ménages à renégocier leurs dettes.

Les QE et les taux d'intérêt nominaux négatifs ont clairement des **effets secondaires indésirables**<sup>19</sup>.

En ancrant le taux sans risque à un niveau très bas pendant une longue période, **ces politiques faussent les prix de marché et tendent à gonfler les prix des actifs risqués, en les déconnectant de leurs fondamentaux.** Les QE sont les bienvenus lorsque les actifs risqués sont très sous-évalués (comme ce fut le cas par exemple juste après la grande crise financière de 2008). Toutefois, ils peuvent à terme générer des bulles sur un large éventail d'actifs (obligations d'entreprise, actions, immobilier, actifs illiquides, etc.), mettant en danger la stabilité macrofinancière. **Sans compter qu'en favorisant les détenteurs de capitaux (c'est-à-dire les plus riches), ils ont aussi des effets distributifs indésirables.**

### Quelles sont les conséquences pour les investisseurs ?

**Répression financière et dominance fiscale sont là pour durer.** En fin de compte, la plupart des options de politique monétaire impliquent que les taux nominaux devront rester bas pendant une période considérable. Car c'est en pratique le plus sûr moyen d'assurer la soutenabilité de la dette publique, en contenant les charges d'intérêt.

En théorie, les politiques monétaires envisagées, combinées à des mesures de relance budgétaire, devraient à terme permettre de relancer les économies et d'augmenter les anticipations d'inflation, probablement

18. Le Japon a échappé à la dépression des années 1930 grâce à un policy mix très expansionniste combinant dépenses publiques et financement monétaire. Au Canada, la banque centrale finançait régulièrement les dépenses publiques jusqu'aux années 1970, sans conséquences inflationnistes.

19. Les partisans de taux d'intérêt très négatifs font valoir que la demande globale pourrait redémarrer plus rapidement qu'avec les QE, ce qui limiterait les effets secondaires. Ils font également valoir qu'en évitant aux BC de jouer un rôle quasi fiscal, elles pourraient plus facilement maintenir leur indépendance opérationnelle et leur fonction de réaction habituelle..

au-dessus des objectifs officiels des grandes BC (2 %). Compte tenu du niveau d'endettement du système (dettes privées et publiques à leur plus haut historique), le retour de l'inflation serait, dans une certaine mesure, bien accueillie par les autorités. Dans ce contexte, les revues stratégiques menées par la Fed et la BCE, qui ont été retardées par la crise, pourraient très bientôt revenir sur le devant de la scène : les nouvelles orientations seront à coup sûr scrutées par les investisseurs<sup>20</sup>.

Parmi les conséquences pour les investisseurs, on retiendra en outre :

- La faiblesse structurelle des taux d'intérêt nominaux et réels, qui devrait les conduire à continuer de rechercher du rendement ; cet environnement devrait clairement inciter les ménages à diversifier leur épargne, au détriment des emprunts d'Etat.
- Les taux d'intérêt devant rester durablement bas et peu volatils, les devises devraient jouer un rôle de plus en plus important : en pratique, elles seront les seules variables de marché susceptibles d'absorber les divergences cycliques entre les économies. Il devrait donc en résulter plus d'avantage de volatilité sur le marché des changes. Et cela devrait accroître l'importance des devises en tant que classe d'actifs.
- Les économies émergentes devraient à terme bénéficier des politiques de relance mises en œuvre dans les économies les plus avancées. En effet, elles vont continuer à bénéficier d'une croissance nominale potentielle plus élevée et offrir des rendements obligataires plus élevés. L'attractivité des obligations locales pour les investisseurs étrangers sera renforcée par le fait que leurs devises se sont fortement dépréciées lors de la crise (nombre d'entre elles sont devenues significativement sous-évaluées).
- Enfin, de façon plus structurelle, on notera qu'avec un taux d'actualisation toujours plus bas, la valeur d'équilibre des actifs risqués pourrait être revue à la hausse au fil du temps. Toutes ces conséquences pour les investisseurs ne sont pas immédiates et sont encore très hypothétiques, notamment lorsqu'il s'agit de conséquences sur le « juste prix » des actifs risqués quand les taux d'intérêt obligataires sont contrôlés et maintenus artificiellement à des niveaux très faibles.

On ne peut en définitive pas exclure la formation de nouvelles bulles dont l'éclatement pourrait mettre en péril la stabilité macrofinancière. La régulation et la fiscalité pourraient donc devoir être mobilisées pour contenir la hausse du prix des actifs, notamment en ce qui concerne le marché immobilier. Les politiques monétaires non conventionnelles appellent plus de régulation, pas moins.

## Conclusions

Avec un dosage bien calibré de politique monétaire et politique budgétaire et des BC très proactives, la reflation nous semble désormais à portée de main. Cela nécessitera un contrôle accru des risques de la part des régulateurs mais devrait ouvrir en définitive de nouvelles opportunités aux investisseurs.

Contrairement à une idée répandue, les options de politique monétaire sont loin d'avoir été toutes pleinement explorées.

Selon toute vraisemblance, les BC continueront à gérer très activement leur bilan afin d'alléger les contraintes financières qui pèsent sur les secteurs privé et public lourdement endettés. Il faut garder à l'esprit que les dettes (publiques et privée) envers les BC ont ceci de particulier qu'elles peuvent être facilement reconduites dans le temps. Les BC peuvent donc alléger le fardeau de la dette des agents les plus endettés, non seulement en contenant leurs charges d'intérêt mais aussi en reportant les dettes dans le temps. **Toutefois, il ne faut pas attendre des BC l'impossible** : elles ne sont pas en mesure de rendre solvables des entreprises dont les perspectives sont durablement détériorées par la crise. Ainsi, en dépit de leur proactivité, des défauts et faillites d'entreprises seront inévitablement à l'ordre du jour dans certains secteurs.

L'ampleur de la crise de Covid-19 est telle qu'elle pourrait inciter les BC à explorer de nouvelles pistes, dont toutes pourraient avoir des effets secondaires indésirables. En cas d'aggravation de la crise, il faudrait se résoudre à « penser l'impensable » : monétisation complète de la dette, *monnaie hélicoptère*, annulation de tout ou partie de la dette détenue par les BC ou taux d'intérêt directeurs très négatifs.

20. Les BC pourraient par exemple décider de cibler le niveau des prix, plutôt que le taux d'inflation ; ou de manière plus pragmatique, elles pourraient souligner que leur objectif d'inflation est symétrique. Dans la pratique, cela impliquerait de s'assurer que les prix progressent en moyenne de 2 % sur le long terme, permettant ainsi aux taux d'inflation de s'écarter temporairement de leur « cible » (c'est-à-dire de la dépasser) pour compenser la longue période de « sous-performance » (i.e. inflation sous-jacente très inférieure à son objectif en moyenne depuis la GCF). Au regard des anticipations de marché, il est clair que les investisseurs n'ont pas encore intégré un tel changement.



#### **Informations Importantes**

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont au 22 mai 2020. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, les marchés ou les secteurs obtiendront les résultats escomptés. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services.

Document émis par Amundi, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 086 262 605- € Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP040036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur -75015 Paris - France -437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Date de première utilisation : 29 mai 2020.