

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS



Didier BOROWSKI,  
Responsible Global Views



Pierre BLANCHET,  
Responsible Investment  
Intelligence

La politique monétaire n'est qu'un des angles du triangle de la répression financière

## Le triangle de la répression financière

L'idée selon laquelle nous serions en train d'entrer dans une phase de répression financière refait régulièrement surface dans le contexte actuel de taux d'intérêt réels négatifs et de taux d'intérêt nominaux très bas. Toutefois, à l'heure où la Réserve fédérale commence à normaliser sa politique en réduisant ses achats et où les rendements du Trésor américain augmentent, les investisseurs pourraient croire qu'il ne s'agit que d'un phénomène temporaire. Or, nous pensons que le régime de répression financière date du lendemain de la crise financière de 2008, soit il y a 15 ans, et que cette répression financière est susceptible de gagner en intensité avec la crise Covid-19 et la crise climatique. En effet, la répression financière n'est pas seulement fonction de la politique monétaire, mais aussi de la régulation et réglementation, les trois formant un triangle dont le barycentre est mobile. Une politique assurant une transition énergétique sans heurts semble improbable sans une forme plus ou moins intense de répression financière.

La répression financière se définit généralement comme un ensemble de contraintes institutionnelles pesant sur les taux d'intérêt visant à réduire le coût de financement des États et, à terme, réduire l'endettement public. L'utilisation du terme « répression » tient au fait que ces mesures faussent le fonctionnement du

marché obligataire, avec des taux d'intérêt souverains plus bas que les taux d'intérêt de marché, canalisant les capitaux vers les gouvernements. La faiblesse relative des coûts de financement des politiques budgétaires se traduit par des rendements inférieurs pour les épargnants et les investisseurs.

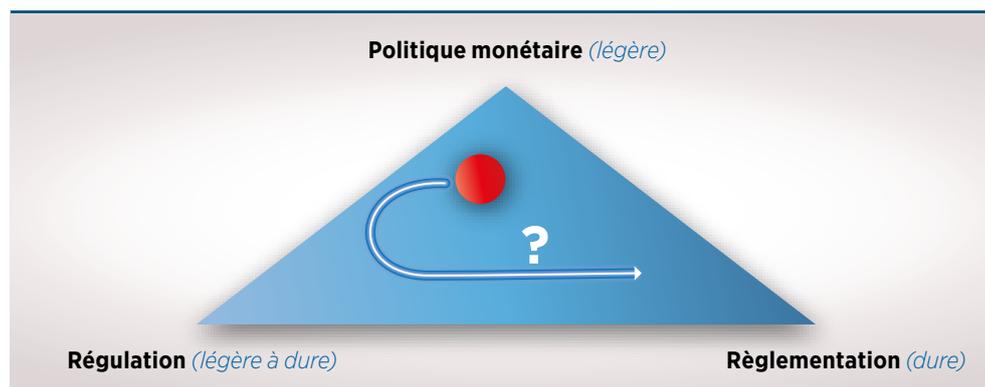
### Le triangle de la répression financière

Les mesures conduisant à la répression financière sont généralement considérées comme étant liées aux politiques des banques centrales (QE, taux directeurs bas ou négatifs), car elles en sont la composante la plus visible. **Or, en réalité, la répression financière peut être définie comme un triangle, qui comprend la politique monétaire, la régulation financière et la réglementation.** La régulation joue un rôle important, car elle garantit une base d'investisseurs captifs (généralement des institutions), qui sont obligés d'acheter et de conserver la dette publique. Les modifications des politiques prudentielles des banques et des compagnies d'assurance, par exemple, incitent ces investisseurs à augmenter leurs

portefeuilles de titres souverains, malgré des rendements faibles, voire négatifs. Les exigences de fonds propres et de réserves ou encore les ratios de liquidité et d'endettement comptent également parmi les contraintes réglementaires qui participent à la répression financière. Le troisième volet est celui de l'action directe des pouvoirs publics via la réglementation, qui peuvent plafonner les taux d'intérêt ou simplement les imposer pour certains besoins de financement. Les prêts directs du secteur bancaire aux États ou les contraintes de mobilité des capitaux sont quelques exemples qui ont pu être observés par le passé.

**L'intensité, l'efficacité et la force de chaque angle sont variables.** La politique monétaire

#### 1/ Position de la répression financière en tant que barycentre du triangle



THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

peut être considérée comme peu sévère et l'angle régulation de peu sévère à sévère, la réglementation (par décret ou par la loi) étant par définition la contrainte ultime, et donc de fait sévère.

Par ailleurs, la répression financière n'est pas un mécanisme itératif. Chaque angle peut être « activé » ou « désactivé » et avoir une intensité ou imprimer une force variable à différents moments. Aujourd'hui, dans les économies avancées, les politiques monétaires et les réglementations sont « activées » tandis que l'action réglementaire gouvernementale est globalement « désactivée ». **Chacun des trois**

**angles a sa propre rationalité et est perçu comme un bon choix ou du moins un choix raisonnable dans les circonstances actuelles**

(par exemple, l'assouplissement quantitatif est considéré comme positif). La dynamique de la répression financière est tributaire des crises. C'est pourquoi un ou plusieurs angles du triangle peuvent être activés ou renforcés au lendemain des épisodes de détresse financière ou économique. La répression financière ne doit donc pas être appréhendée comme un niveau, mais comme le barycentre du triangle.

### « Répression financière », le mauvais mot pour le bon concept

La répression financière suivant les trois angles du triangle décrit plus haut, fut largement utilisée après la Seconde Guerre mondiale en Europe et aux États-Unis pour gérer la dette publique et la réduire par rapport au PIB<sup>1</sup>. Dans les années 1980, les restrictions des marchés financiers et du secteur bancaire furent supprimées par des réformes. **Le concept de répression financière fut inventé dans les années 1970<sup>2</sup> comme le contraire de la libéralisation** et par conséquent, en terme négatif. Le mot « répression » met en avant les mérites de la doctrine libérale et les résultats positifs escomptés de la déréglementation. Le principal argument était (et reste) que les restrictions imposées au secteur financier découragent l'épargne et l'investissement, limitent les capacités des intermédiaires financiers qui ne parviennent pas à canaliser efficacement les capitaux. À plus long terme, la répression financière entraînerait une allocation sous-optimale du capital et réduirait le potentiel de croissance.

**La crise financière de 2008 remit au goût du jour l'idée de réglementation, de supervision et de contrôle,**

l'autorégulation des marchés financiers ayant clairement échoué. Avec la crise de la zone euro apparut la nécessité de maintenir des taux d'intérêt bas pour préserver la soutenabilité de la dette publique et éviter une fragmentation de la zone monétaire. La répression financière a donc commencé il y a une dizaine d'années, après trente ans de libéralisation, qui furent marqués par des crises majeures et des inégalités de revenus sans précédent.

Aujourd'hui, la crise Covid-19 et le changement climatique imposent de nouveaux enjeux dans un contexte mondial de dette publique et privée historiquement élevée, de démondialisation et de disparités de richesses insoutenables. Le concept de répression financière est donc de nouveau à l'ordre du jour<sup>3</sup>. La nécessité de financer la transition énergétique et de reconstruire une certaine forme d'autonomie

<sup>1</sup> *The Liquidation of Government Debt*, Carmen Reinhart and Belen Sbrancia, IMF Working Paper 2015

<sup>2</sup> Shaw, Edward S. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, 1973. McKinnon, Ronald I. *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, 1973.

<sup>3</sup> *Financial Repression is Knocking at the Door, Again*. Jafarov, Maino, Pani. IMF Working Paper 2019

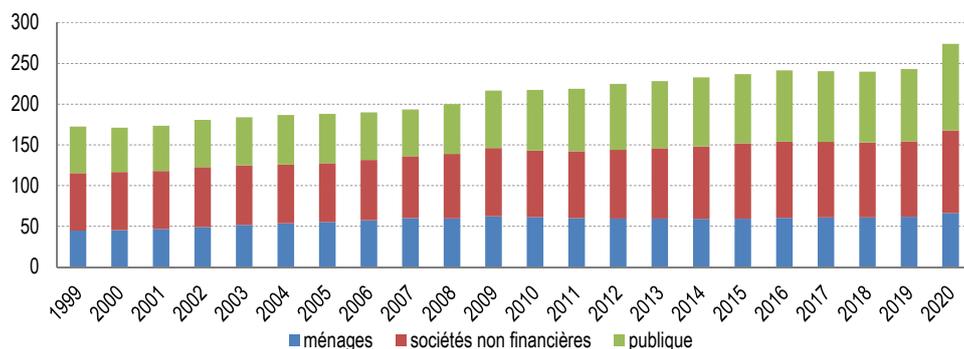
## 2/ Volume de dette à rendement négatif (USD Mds)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi, Données à octobre 2021  
Bloomberg Global Agg Negative Yielding Debt Market Value (USD bn)

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

3/ Dette mondiale (% du PIB)



Source: Recherche Amundi, Données à octobre 2021

*La politique monétaire et la réglementation, devraient suffire à assurer une transition efficace vers la neutralité carbone*

industrielle dans les principales régions du monde devient incontournable, mais exige des capitaux importants et des investissements à long terme. **Nous pensons donc que la « répression » ne va pas s'atténuer**, mais au contraire s'intensifier avec le renforcement de l'angle régulation puis l'activation de l'angle réglementaire, car les besoins de financement pour parvenir à la neutralité carbone sont

très importants. Cette « répression » devrait être considérée comme un élément positif plutôt que négatif, celle-ci permettant d'atteindre l'objectif de zéro net, même si c'est au détriment du rendement de l'épargne. Nous devons donc partir du principe que les taux d'intérêt resteront bas par rapport à la croissance nominale pendant longtemps encore.

**Canal de financement pour la transition énergétique**

**La répression financière est plus efficace lorsqu'elle est associée à l'inflation**, qui peut elle-même être la conséquence d'une création monétaire excessive, d'une politique budgétaire expansionniste, d'un endettement excessif du secteur privé, d'une spirale d'augmentation des salaires ou enfin de pénuries d'approvisionnement. L'un ou l'autre de ces éléments, combiné aux deux angles que sont la politique monétaire et

la régulation, devrait suffire à assurer une transition efficace vers la neutralité carbone. Pour autant, une version plus dure de la répression financière impliquant l'action des gouvernements ne peut être exclue. Un tel scénario exige toutefois quelques turbulences sur les marchés financiers et peut-être même un échec de la transition énergétique pour trouver une justification et être mis en œuvre.

*Achévé de rédiger le 18 octobre 2021*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Policies  
Exchange Corporate Equities Bottom-up  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 28 octobre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 2 novembre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — 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)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Andrew Ostrovsky

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

**AINOUZ Valentine**, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**CESARINI Federico**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DI SILVIO Silvia**, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**PERRIER Tristan**, Global Views

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**USARDI Annalisa**, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

**FIOROT Laura**, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche