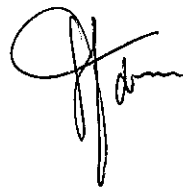


Note : 19,00/20

Signature :

Feuillet n° : 1 / 4


Question 1

Depuis les années 1990 et a fortiori depuis la crise de 2008, on assiste à une chute des taux d'intérêts - ce qu'on appelle les "taux bas", qui résulte d'une part au déclin des taux d'intérêt nominaux (sur lesquels les banques centrales ont un impact en réduisant leurs taux directeurs) et d'autre part, à la hausse du taux d'intérêt naturel (à savoir le taux d'équilibre entre l'offre d'épargne et la demande de fonds pour l'investissement, qui n'est donc ni déflateur ni inflationniste). Ces niveaux historiquement faibles des taux d'intérêt qui sont devenus la "nouvelle normalité mondiale" (Duprat 2018) sont aussi bien liés à des facteurs structurels (la stagnation séculaire) que des facteurs conjoncturels - liés aux politiques monétaires et budgétaires entreprises par les gouvernements pour répondre à la crise de 2008.

*

Les taux d'intérêt bas depuis 2008 sont liés tout d'abord à une évolution structurelle de l'économie, la stagnation séculaire. La stagnation séculaire, dont l'expression a été popularisée par Hansen (1939) traduit un phénomène structurel de faiblesse de la croissance liée à un taux d'intérêt naturel bas. Cette stagnation séculaire ayant un impact direct sur la faiblesse des taux s'expliquerait, selon certains économistes comme Summers (2015) par un déficit de demande. Les taux d'inflation en passant sous les cibles fixées par les Banques centrales, les taux directeurs seraient contraints à la borne zéro ce qui empêche la stimulation de l'économie par la hausse significative des taux d'intérêt nominaux. La demande effective serait donc trop faible pour soutenir l'inflation et une renversement des taux et du niveau de

croissance. Cette faiblesse de la demande serait alimentée par la hausse des inégalités dans l'ensemble des économies développées qui se traduirait par une distorsion des revenus en faveur du capital tendant à favoriser le modérateur salarial (Lazear et al 2013) et la chute de la part du salaire dans les revenus liée à la nouvelle écarte mondiale (Stiglitz 2016). Mais une autre explication de la faiblesse des taux réside dans un problème d'offre selon Gordon (2012) notamment en ce que Stanley Fischer (2016). Le déclin de l'offre pourrait s'expliquer par trois principales raisons. D'une part le chut de la productivité du travail - la productivité aux Etats-Unis n'aurait augmenté que de 1,15% (es dix dernières années contre + 2% sur la période 1976 - 2008) et la stagnation du progrès technique lié à la nouvelle révolution numérique (Gordon). D'autre part, le chut de l'investissement lié à une préférence pour l'épargne et à une aversion au risque a conduit à faire émerger une surabondance d'épargne (ou global saving glut) selon Volheroy de Galbraith (2016) conduisant à la formation d'un excédent de la balance courante de 3% en zone euro, au détriment de l'investissement (déficit d'investissement annuel en zone euro de 500 Md\$ selon la BEI). Enfin le vieillesse démographique tend également à contribuer à la stagnation séculaire.

*

Néanmoins, les politiques conjoncturelles menées par les Etats aux lendemains de la crise de 2008 ont contribué à atténuer la faiblesse des taux d'intérêt (2)

Les politiques budgétaires, en premier lieu, plutôt restrictives conduites en zone euro à partir de 2010 - 2011 a donné lieu à des consolidations budgétaires ont renforcé la croissance faible via l'effet des multiplicateurs budgétaires (Blanchard et Leigh 2013) tout en ayant un impact

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 2 / 4

nécessité empêchant une montée de taux et de l'inflation.

Les politiques monétaires non conventionnelles, quant à elles, en ~~visant~~ (portant sur une baisse des taux directeurs a entraîné une réduction des taux d'intérêts nouveaux ainsi que de court terme que dans long terme en ayant un impact sur la trajectoire future des taux via le "forward guidance".

Question 2

Dans une tribune au Fonds publiée à l'été 2019, Arbus plaide en faveur de la normalisation de la politique monétaire tout elle possède des effets négatifs sur les établissements bancaires et les compagnies d'assurance.

Le régime de taux bas a en effet conduit au recul de la rentabilité des activités bancaires et assurantielles (1)

Si, selon Schreiber et al (2016) la baisse du taux de dépôt des banques à $-0,7\%$ en zone euro n'a pas fait chuter la rentabilité des banques, l'on est de constater une réduction réelle des marges d'intermédiation des banques (passée de $+0,5$ point entre 2007 et 2011 à $-0,2$ point entre 2011 et 2015 selon le Haut Comité de la Stabilité Financière (2012)). En effet, les banques souffrent d'une hausse de l'écart entre les taux élevés des taux d'intérêt versés sur les engagements et la hausse des taux des nouveaux prêts ce qui tend à aplatir la courbe des rendements. S'ajoutent des sociétés d'assurance, si ces dernières en France ont pu répercuter la hausse des taux d'intérêt sur la réévaluation des contrats d'assurance vie, les rendements versés ne se sont pas ajustés et elles ont

être obligées de puiser dans leurs réserves (CAE éco 2016).

*

Dans ce contexte, il revient aux établissements bancaires et aux sociétés d'assurance de faire évoluer leurs modèles d'activité pour faire face à cette hausse durable des taux (2)

Les banques, d'une part, doivent réaliser leur adaptation à ce nouveau contexte en innovant dans le secteur numérique afin de réhausser leur taux de profit tout en développant des opérations non fondées sur les taux d'intérêt et en diversifiant leurs activités pour être davantage résilients face à la hausse de leurs taux de marge (Rothengier de Valhau 2016).

Les compagnies d'assurance, d'autre part, doivent réfléchir aux moyens d'évoluer leurs modèles d'activité pour aller vers un système fondé sur des contrats en unité de compte et sur des rendements moindre des placements en assurance - vie.

*

*

*

Question 3

Face à l'incapacité de politique monétaire conventionnelle à faire face à la récession économique post 2008, liée au fait que les taux d'intérêts minimaux ne peuvent descendre en dessous de la borne zéro ("Zero Lower Bound"), les banques centrales et en particulier la Fédéral Reserve (Fed) américaine et la Banque Centrale Européenne (BCE) ont mis en œuvre des politiques dites non conventionnelles, fondées sur le fait que "un bas niveau de taux d'intérêt aujourd'hui conduira à des taux plus élevés demain" (Draghi, entretien avec le Bild 2016).

Les politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales ont reposé sur 4 principaux instruments.

*

L'abattement significatif des taux d'intérêt au seul plancher

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 3 / 4

de 0 a été le premier instrument auquel ont recouru les BC (1).
 La Fed dès 2008-2009 a abaissé son taux d'intérêt à court terme de 5,25 % à 0 %. De la même manière la BCE a abaissé son taux principal de refinancement de 4 % (2008) à 0 % en mars 2016 et abaissé à -0,4 % en novembre 2016 son taux de facilités des dépôts.

Le recours au "forward guidance", autrement dit à l'influence des taux d'intérêt de la future a constitué le second outil non conventionnel des BC (2).

La Fed d'ailleurs première a eu recours aux orientations prospectives dans l'objectif d'annoncer à l'avance l'orientation à venir de la politique monétaire pour ancrer les anticipations des investisseurs via la publication en 2012 de ses "Dot Plot", indiquant les probabilités des taux directeurs. À partir de 2014 et le "whatever it takes" du Président Mephi de la BCE, la BCE s'est également engagée vis-à-vis des investisseurs à maintenir des taux bas tant que l'inflation ne remontera pas à 2 %.

L'achat d'actifs non conventionnels par les banques centrales via un gonflement de la taille du bilan des banques centrales est le troisième outil utilisé par les BC (3).

La Fed a recouru à des opérations de "credit easing" ou d'assouplissement du crédit en achetant des obligations (mises en semi-pés par réduction des spreads de crédit et réchauffer les marchés du crédit via son programme d'achats de TBS). La BCE, quant à elle, a recouru à un plan massif de "Quantitative easing" ou d'assouplissement quantitatif.

et jusqu'à fin mars 2015 visant à rechercher des actifs financiers (APP) tels que les obligations souveraines ou les titres obligataires des entreprises à hauteur de 80 milliards puis de 60 milliards dans l'objectif d'inciter les investisseurs à acheter des actifs plus risqués en abaissant le rendement des titres souverains.

*

Les injections de liquidité à grande échelle constituent le dernier outil non conventionnel des BCE (4)

La BCE a lancé des opérations de refinancement à long terme ou LTRO en 2011-2012 pour stabiliser l'accès à la liquidité des banques afin de relancer le crédit notamment puis des adjudications ciblées à long terme ou TLTRO en 2014 pour renforcer l'accès aux prêts bancaires. Enfin, elle a mis en œuvre de vastes programmes de rachat d'obligations souveraines (SNP) en 2011 ou l'ONT (2014) et d'achat d'ABS et d'obligations sécurisées (ABSPP).

* * *

Question 4

Les politiques monétaires non conventionnelles en maintenant des taux d'intérêts bas capitalisent des risques inhérents pour la stabilité financière qui ont des conséquences non négligeables sur l'économie réelle.

Elles font peser trois principaux risques pour la stabilité financière :

D'une part, l'aplanissement de la courbe des taux a tendance à alimenter une bulle spéculative en incitant les investisseurs à rechercher des titres plus risqués car à un rendement plus élevé, qui finira par éclater lorsque les valeurs boursières seront totalement déconnectées des valeurs de l'économie réelle. Cette bulle spéculative représente le risque de bulle financière lié au recours à l'effet de levier de la dette

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 4 / 4

qui ont été le placet d'une partie des liquidités injectées sur les marchés financiers. Ce retour croissant à l'endettement, tant public (dette de 99% du PIB en France faillite par de taux négatifs sur le OAT a dix ans, actuellement de $-0,13\%$, ou de 130% en Italie) que privé (dette des SNF et des ménages équivaut à 135% du PIB aujourd'hui en France) menace d'enfermer un système financier qui laisserait les états sans moyen de manœuvres budgétaires pour y faire face et conduirait les acteurs privés à faire face à des risques de liquidité et d'incapacité de rembourser leurs dettes.

Enfin la stabilité financière est remise en cause par la multiplication "d'entreprises zombies" qui ne survivent que de taux d'intérêt bas. Leur nombre a augmenté dans 11 pays européens (Andreas et Rehoulat) et en cas de choc, ces dernières seraient forcées de faire faillite.

Question 5

Selon Pressman (2019), "vous avez essayé des politiques monétaires radicales durant plusieurs années et de nombreux pays développés continuent de souffrir d'un taux de chômage élevé, d'une stagnation de revenus et d'une hausse des inégalités... Il est temps d'essayer des politiques budgétaires radicales."

Si la normalisation de la politique monétaire semble compromise à court terme, puisqu'elle a été interrompue aux E.U. et dans l'UE, ne réfléchissez sur le sujet.

de la politique monétaire doit être érigée à l'image de celle lancée par la Fed à l'été 2014 afin de remettre en avant son objectif d'atténuer le taux d'inflation maximal par rapport à la stabilité de prix. Dans le cadre européen, une telle réflexion pourrait avoir été lancée pour modifier le mandat de la BCE. Dans ce cadre, il conviendrait de procéder à un retour des politiques budgétaires expansionnistes en procédant à une "choix budgétaire" visant à stimuler l'économie en investissant dans les infrastructures (FMI 2014) ou encore dans la transition énergétique (Shyitz 2016), dans les dépenses d'investissement ou d'éducation. Retour à la politique budgétaire permettra aux états de retrouver des marges de manoeuvre monétaire avant l'établissement d'une structure nouvelle crise financière.