

Laurent Cappelletti et Henri Savall

Les taux d'intérêt bas favorisent la prospérité

Pour les deux professeurs d'économie, les taux négatifs présentent plus d'avantages que de dangers

A l'heure où les taux d'intérêt sont durablement bas, voire négatifs, nombre d'économistes s'alarment des risques d'une telle situation. Si l'on résume leur pensée, les taux d'intérêt bas rongeraient les marges des banques, stimuleraient la spéculation, notamment immobilière, et inciteraient les Etats à s'endetter, alors que les épargnants seraient, eux, lésés par des taux inférieurs à l'inflation. Il est étonnant que ces économistes n'intègrent cet événement majeur et inédit qu'est la valeur quasi nulle du placement de l'argent que pour en dénoncer les dangers anachroniques.

Car l'observation des faits contredit cet alarmisme et devrait plutôt susciter le renouveau des débats sur les dettes, les déficits, la création et la répartition des richesses, en faisant l'hypothèse que nous vivons un changement d'ère radical.

D'une part, alors que les taux d'intérêt sont bas depuis dix ans, des pays très divers connaissent une prospérité économique longue – Etats-Unis, Chine, Canada, Afrique de l'Est – avec un chômage bas ou en forte décroissance. Certains sont peu endettés, voire en excédent budgétaire – Allemagne, Pays-Bas, Norvège. D'autre part, les deux plus grandes crises mondiales, en 1929 et en 2008, se sont déroulées dans un contexte de taux d'intérêt élevés, de l'ordre de 5 % à 6 %, ce qui n'avait pas empêché l'endettement excessif de certains Etats, tels que la Grèce, ni les

activités spéculatives, en particulier dans l'immobilier, aux Etats-Unis et en Espagne. Comment expliquer cette survivance des modèles économiques obsoletés au regard du taux d'intérêt ?

Dès 1922, l'économiste espagnol German Bernacer (1883-1965), précurseur puis critique de Keynes, a expliqué que le taux d'intérêt était un obstacle à l'investissement et à la consommation, puisqu'il représentait un revenu pour les rentiers passifs qui ne prennent pas de risque. Bernacer a montré que l'origine du taux d'intérêt est l'existence de biens productifs de rente tels que la terre, l'immobilier ou certaines œuvres d'art. Ces biens attirent les capitaux dans ce marché financier pour spéculer sur les différences de prix. La rente est ainsi alimentée soit par des biens relativement stables – la terre – soit par la spéculation – sur les marchés à terme. Ce circuit concurrence le circuit productif de l'économie réelle et

assèche ce dernier, le privant de capitaux et provoquant in fine un chômage évitable.

C'est pourquoi plus les taux d'intérêt sont élevés, plus ils stimulent la spéculation, qui débouche fatalement sur une crise financière. Inversement, lorsque les taux d'intérêt sont bas, ceux qui ont de l'argent disponible, sauf à en perdre en le thésaurisant, n'ont d'autre choix s'ils veulent en gagner que d'investir dans des activités productrices de biens ou services, source de prospérité et d'emploi. Les bénéficiaires de taux d'intérêt bas sont aussi les Etats, qui peuvent financer des réformes et baisser les taux d'imposition, ce qui renforce, de façon vertueuse, la consommation, l'investissement et la croissance.

Approche dynamique

Il est vrai, certes, que des taux d'intérêt bas ne transforment pas le rentier en investisseur productif. Il est vrai aussi qu'un Etat peu vertueux peut profiter de taux d'intérêt bas pour s'endetter et dépenser à tort et à travers. Mais face à ces imperfections, qui traduisent la rationalité limitée des agents, la clé de la prospérité n'est pas une augmentation des taux d'intérêt, puissant levier de rente stérile et de spéculation. Elle réside, tout d'abord, dans les régulations des Etats, des banques et des institutions pour inciter les épargnants et les détenteurs de capitaux à consommer et investir dans des activités productrices de profit et de création d'emplois.

L'Etat lui-même peut financer plus d'activités productives et moins d'inactivités en améliorant son efficacité et son efficacité par la réduction des « coûts cachés » de son fonctionnement (absentéisme, défauts de qualité, sous productivité, etc.), comme l'ont fait les pays scandinaves il y a près de vingt ans. Quant aux banques, elles doivent, pour restaurer leurs marges, innover et facturer, en transparence, de nouveaux services utiles à leurs clients et non pas « surfer » sur les taux d'intérêt.

L'approche « bernacérienne » du taux d'intérêt bas n'est pas celle des économistes classiques orthodoxes, ni celle de la Modern Monetary Theory, actuellement en vogue chez certains économistes prétendument hétérodoxes, pour qui les taux d'intérêt bas permettent aux gouvernements de financer leurs déficits par la création monétaire. Pour Bernacer, les taux d'intérêt bas ne sont profitables aux Etats que s'ils réalisent des investissements productifs. Car une création monétaire sans limite conduirait à une allocation inefficace de l'épargne, en somme à une activité spéculative étatique.

Cette approche dynamique montre qu'un scénario du taux d'intérêt bas peut favoriser la prospérité grâce aux leviers sur lesquels Etats, institutions, banques et agents économiques auraient intérêt à agir. Renouveler le cadre d'analyse permettrait de changer l'épargnant oisif en épargnant actif et entrepreneur, la banque rentière en banque de soutien aux entrepreneurs, l'Etat endetté en Etat proactif. ■

Laurent Cappelletti est professeur titulaire de la chaire Comptabilité et contrôle de gestion au Conservatoire national des arts et métiers
Henri Savall est professeur émérite de l'université Jean-Moulin Lyon-III, président-fondateur de l'Institut de socio-économie des entreprises et des organisations



L'ÉTAT LUI-MÊME PEUT FINANCER PLUS D'ACTIVITÉS PRODUCTIVES ET MOINS D'INACTIVITÉS

Karl Eychenne Des taux sans intérêt ?

L'absence d'inflation, la déroute des théories économiques et l'échec des politiques des banques centrales ont fait des taux d'intérêt un outil sans qualités, observe l'analyste financier

Les taux bas seraient une aubaine, une occasion unique pour financer demain. A moins que les taux bas soient un mauvais présage ; si les taux sont si bas, c'est que quelque chose ne va pas : il n'y a pas de fumée sans feu. Et si les taux bas n'étaient ni une aubaine ni un mauvais présage, et qu'ils soient devenus simplement insignifiants, au sens premier du terme ?

Les explications ne manquent pas pour justifier la tendance baissière des taux. Mais lorsqu'elle prend une telle ampleur, c'est plus difficile. La science économique a un mal fou à le comprendre. En fait, elle n'y arrive pas.

Pourquoi des taux d'intérêt si bas n'ont-ils pas entraîné une envolée des prix ? C'est effectivement ce que l'on observait durant les périodes dites « normales », où ils évoluaient à des niveaux plus élevés. Mais aujourd'hui, les taux extrêmement bas ne produisent pas l'hyperinflation qu'ils devraient. Jadis, la physique fut confrontée à un tel dilemme : la catastrophe ultraviolette. On avait un bon modèle pour comprendre les ondes jusqu'à certaines fréquences, mais, pour certaines ondes extrêmes, il y avait un problème : un feu de cheminée pouvait être interprété comme une source de rayonnements mortels... On a fini par changer de modèle.

Il est souvent avancé que, si les taux sont si bas, c'est parce que les banques centrales ont une politique ultra-accommodante. Mais ce n'est qu'à moitié vrai : cette politique n'est pas tombée du ciel, elle leur a été imposée par l'urgence économique des crises successives. En caricaturant à peine, on dira que la baisse des taux longs n'a pas été provoquée par la baisse des taux directeurs, mais que c'est elle qui a provoqué la baisse des taux directeurs. Mais ce qui tracasse vraiment les banques centrales, c'est que cette même urgence économique ne dispense pas les taux longs d'obéir à d'autres facteurs structurels à l'œuvre depuis longtemps, et qui sont, eux, bien plus difficiles à identifier et à quantifier.

Des aveugles et un éléphant

Les taux ne semblent donc plus obéir aux manuels et aux modèles. Faut-il s'en inquiéter ? Pas forcément. Ce n'est pas parce que l'on n'y comprend plus rien qu'il y a forcément quelque chose de subtil caché derrière.

D'abord, il faut être honnête : non, les taux d'intérêt ne sont pas devenus complètement aveugles au cycle économique. Ainsi, lorsque les indicateurs avancés de l'économie s'améliorent plus qu'attendu, on les voit instantanément remonter ; et inversement. En revanche, sur une longue période, cette réaction est de moins en moins forte ; comme si les taux se « désensibilisaient » progressivement du cycle économique.

Les taux d'intérêt ont certes un pouvoir prédictif, mais pas tout seuls, pas toujours, et même de moins en moins. Pas tout seuls car, si les taux prévoient, c'est surtout lorsqu'ils sont associés à une autre variable : la plus célèbre association est la courbe de taux, qui lie le taux long au taux court. Pas toujours, car ce pouvoir prédictif est très dépendant

du contexte : durant les crises, le pouvoir prédictif est plus fort. De moins en moins, car, depuis quelques années, ce pouvoir prédictif diminue. A cause des particularités du cycle économique ? Des politiques menées ? On ne sait pas...

Depuis trente ans maintenant, les banques centrales créent toujours plus de monnaie, pratiquent toujours des taux bas, mais il n'y a toujours pas de reprise de l'inflation. On crée davantage de dette ? Toujours pas d'inflation. Les taux japonais n'intéressent plus les Japonais, mais les autorités agitent ces taux comme un chiffon pour signifier qu'ils sont encore vivants. D'une certaine manière, on pourrait dire la même chose des taux européens et américains, qui semblent s'effondrer sur eux-mêmes. Les crises successives et les politiques monétaires non conventionnelles ont achevé de défigurer ce qu'étaient les taux.

Les Aveugles et l'Eléphant est une fable indienne qui raconte l'histoire de six voyageurs aveugles explorant différentes parties de l'animal : « C'est un serpent », dit l'un en touchant la trompe ; « C'est une lance », dit l'autre en tâtant une défense ; « C'est un arbre », dit le troisième en palpant une patte... Une fable qui nous met en garde contre la tentation de tout interpréter. Dans notre cas, peut-être que les taux bas ne sont ni une aubaine ni un mauvais présage ; ils signifient autre chose, peut-être plus grand-chose. Peut-être les taux n'ont-ils plus rien d'intelligent à dire sur le monde dans lequel nous vivons. ■

Karl Eychenne est analyste financier dans une société de gestion d'actifs



LA CHRONIQUE
DE **PATRICK ARTUS**

La politique monétaire et les primes de risque

La politique monétaire des pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est devenue très expansionniste depuis la crise de 2008-2009. Les taux d'intérêt des banques centrales ont beaucoup baissé (2,25 % aux Etats-Unis aujourd'hui, 0 % dans la zone euro et au Japon) ; la liquidité offerte par les banques centrales a considérablement augmenté avec les politiques d'« assouplissement quantitatif » (*quantitative easing* aux Etats-Unis de 2008 à 2014, au Japon depuis 2013, dans la zone euro de 2015 à 2018). Le taux d'intérêt à 10 ans moyen sur l'ensemble des dettes publiques des pays de l'OCDE est passé de 3,9 % au second semestre 2008 à 0,8 % aujourd'hui (1,5 % aux Etats-Unis, -0,2 % dans la zone euro, -0,3 % au Japon).

Pourtant, on ne voit pas d'effets très positifs de cette politique monétaire extraordinairement expansionniste. La croissance est en train de ralentir ; le taux d'investissement des entreprises par rapport à la valeur ajoutée est plus bas en 2019 (11,5 %) qu'en 2008 (11,7 %) ou en 2000 (12,3 %), malgré les taux d'intérêt quasiment nuls. On ne voit pas non plus d'effet visible sur les cours boursiers. Normalement, avec des taux d'intérêt à long terme nettement plus faibles que le taux de croissance (en valeur, autour de 3 %), on aurait dû avoir une hausse considérable des marchés d'actions. Or le PER (ratio des cours boursiers aux bénéfices des entreprises) est partout inférieur à la valeur historique. Certes, la solvabilité de tous les agents économiques endettés a été améliorée par la forte réduction des paiements d'intérêts, mais ni la croissance, ni l'investissement, ni les prix des actifs financiers n'en ont bénéficié.

Comment le comprendre ? Voici une piste : certes, les taux d'intérêt sans risque (par exemple, les taux d'intérêt à court terme des banques centrales et les taux d'intérêt à long terme sur les dettes publiques) ont considérablement diminué, mais cette baisse a été entièrement compensée par la hausse des primes de risque. Donnons deux exemples pour expliquer ce mécanisme. On peut d'abord comparer le taux d'intérêt à long terme (à 10 ans) sur les dettes publiques des pays de l'OCDE et le rendement, dans ces mêmes pays, du capital physique des entreprises, le ROACE, « *return on average capital employed* » ou rendement du capital mis en place (et non du rendement des fonds propres (ROE, « *return on equity* »), qui peut atteindre n'importe quel niveau si les entreprises remplacent les fonds propres par de la dette pour se financer).

Des cours boursiers stables

On s'attend normalement à ce que, à l'équilibre, le taux d'intérêt sur les dettes publiques et le rendement du capital soient voisins. C'était le cas avant la crise de 2008 : de 2000 à 2008, en moyenne, le rendement du capital des entreprises était de 4,9 % et le taux d'intérêt à 10 ans sur les dettes publiques, de 4 %. Ce n'est plus du tout le cas aujourd'hui : en 2019, le rendement du capital des entreprises est de 5,3 %, le taux d'intérêt à 10 ans sans risque, de 0,8 %.

Cela veut dire qu'est apparue une énorme prime de risque affectant l'investissement dans le capital des entreprises : en 2019, on exige 4,5 points de plus pour investir dans les entreprises que pour investir dans les dettes publiques. Cela explique pourquoi les taux d'intérêt bas n'ont pas stimulé l'investissement dans les pays de l'OCDE : malgré la baisse des taux d'intérêt, le rendement exigé du capital, donc des investissements en entreprise, est resté le même ; une baisse du rendement exigé du capital aurait permis de réaliser des investissements supplémentaires, certes à la rentabilité plus faible, mais cela n'a pas été le cas.

Le second exemple du rôle de la prime de risque concerne le marché des actions. La prime de risque actions est ajoutée par les investisseurs en actions aux taux d'intérêt sans risque pour calculer les taux d'actualisation des bénéfices futurs et déterminer ainsi la valeur des entreprises, c'est-à-dire leurs cours boursiers.

Avant la crise de 2008, le taux d'intérêt à long terme sans risque était de 4 % et la prime de risque actions était de 2 % : pour calculer les cours boursiers, les bénéfices futurs étaient donc actualisés au taux de 6 %. Aujourd'hui, le taux d'intérêt à long terme sans risque est voisin de 1 %, mais la prime de risque actions est de 5 % : le taux d'actualisation des bénéfices futurs est toujours de 6 %. La baisse des taux d'intérêt sans risque n'a donc pas fait progresser les cours boursiers.

Les effets de la forte baisse des taux d'intérêt sans risque sur l'investissement, la croissance et les prix des actifs financiers ont au final été complètement annulés par la hausse équivalente des primes de risque. Les chercheurs ont apporté une confirmation théorique à ce mécanisme (« Why have interest rates fallen far below the return on capital ? » Magali Marx, Benoît Mojon, François Velde, *BIS Working Paper* n° 794, Banque des règlements internationaux, 9 juillet 2019). Il aurait fallu une baisse encore beaucoup plus forte des taux d'intérêt sans risque pour que les rendements exigés des actifs risqués (capital des entreprises et actions) diminuent et que la politique monétaire expansionniste ait un effet positif sur l'économie.

Il reste à se demander pourquoi les primes de risque ont autant augmenté : est-ce dû à une hausse de la perception du risque sans que le risque lui-même ait augmenté ? Est-ce dû au fait que les agents économiques ne croient pas que les taux d'intérêt sans risque vont rester durablement aussi bas, et utilisent par conséquent dans leurs calculs économiques des taux plus élevés que les taux courants observés ? La réponse est encore à trouver. ■

Patrick Artus est chef économiste de la banque Natixis et membre du Cercle des économistes

LA BAISSÉ DES TAUX D'INTÉRÊT SANS RISQUE A ÉTÉ ENTIÈREMENT COMPENSÉE PAR LA HAUSSE DES PRIMES DE RISQUE