



## Des taux de plus en plus bas : aubaine ou malédiction ?

Lundi matin, lors de notre réunion de gestion hebdomadaire, nous étions arrivés à deux conclusions dont la première s'est révélée absolument fautive, ce qui nous conduit à modifier ce que voulions écrire !

Commençons donc par notre première conclusion erronée. En fin de mandat et dans un contexte économique certes pas brillant mais loin d'être catastrophique, Mario Draghi ne ferait pas d'annonce susceptible d'envoyer les taux non pas au tapis mais dans les abysses ! Et bien si ! Un taux 10 ans allemand à -0,3%, un 10 ans français passé en cours de la séance en-dessous de 0% pour la première fois dans l'histoire, et un taux 10 ans italien qui s'est resserré de 20 bps. Le tout s'accompagnant du resserrement des spreads et de la montée des actions. Et encore la FED n'a pas encore parlé. Quoique les marchés actions aient baissé 9 fois sur 10 suite aux annonces de J. Powell depuis qu'il est devenu président de l'institution.

**Bref, à n'en pas douter, les Etats ne vont pas s'en plaindre**, les améliorations des déficits budgétaires pour raison de moindres intérêts payés arrangeant bien tout le monde. Les taux bas seraient une véritable aubaine.

Pour autant, tout le monde est-il ravi ? Nous ne le pensons pas...

**Les taux extrêmement bas minent les rendements des investisseurs institutionnels et gonflent les passifs de retraite partout en Europe. L'aubaine des uns se transforme volontiers en malédiction pour les autres.**

Par ailleurs, au-delà du fait qu'un mouvement de cette ampleur a pris le marché par surprise, ce qui risque de se traduire par des déconvenues à court terme, il signifie que l'environnement d'investissement sur les marchés financiers risque d'être perturbé pour longtemps. Il signifie que la normalisation de politique monétaire est reportée *sine die*, ce qui n'est finalement pas si grave en soi si toutes les banques centrales font de même. **Il signifie surtout que les investisseurs vont être à la recherche de rendement supplémentaire sur tout type d'actifs, en étant beaucoup moins exigeants sur les valorisations, ce qui risque d'abaisser les potentiels de performance et d'augmenter les risques.** Cela permettrait également à des acteurs non rentables de se refinancer pour des années. La rentabilité des banques va elle-aussi rester dégradée à moins que des initiatives de type « tiering » (aménagements du taux de dépôt en fonction des montants prêtés afin d'alléger la charge des taux négatifs sur les banques) ne voient le jour.

**Est-ce que cet environnement va permettre de soutenir l'économie réelle et de faire redémarrer l'inflation de manière durable ? Nous le souhaitons, mais avons quelques doutes. La politique monétaire a certes réussi à éviter la fragmentation de l'eurozone, elle a favorisé la croissance et a contribué à la réduction du chômage, mais elle a échoué sur l'inflation.**

**L'objectif est-il atteignable ? Aux Etats-Unis, grâce à l'absence de crise et à la faveur d'une relance budgétaire, l'inflation a atteint les fameux 2%, en période de surchauffe ! Là aussi, un objectif d'inflation soutenable de 2% de long terme semble ambitieux.**

**Donc, ne serait-il pas plus simple que les banques centrales fassent émerger un nouveau paradigme sur l'inflation, et ramènent leur objectif vers un niveau plus bas ?** Ce niveau correspondrait sans doute davantage aux perspectives d'inflation dans les pays développés et permettrait aux banques centrales de ne pas s'enfermer dans des politiques monétaires ultra-accommodantes pour tenir un objectif qui n'est pas nécessairement viable. Avec un tel changement de perspective, qui ne peut se faire que graduellement, nous pensons que les taux d'Etat remonteraient car les banques centrales ne seraient pas obligées de sur-réagir. Des discussions sur des travaux académiques allant dans ce sens pourraient préparer le terrain.

**Si l'approche de l'inflation est résolue, la question de la croissance ne l'est pas. Il devient alors logique que le relais soit pris par des investissements financés par les Etats qui en ont les ressources**, dont l'Allemagne. Plusieurs champs d'investissement auraient du sens. **Tout d'abord le logement**, comme l'a montré la situation très tendue de Berlin, où la ville vient de décider un gel des loyers pour 5 ans. Cette décision, quoi qu'on en pense, montre qu'il y a une forte insuffisance de logements notamment sociaux. Comme les loyers ne couvrent pas le coût de la construction, c'est forcément la puissance publique qui doit aider le mouvement. **Deuxième champ d'investissement possible, les investissements concourant à la transition énergétique.** L'agenda politique européen ressortant des élections, qui demande à être précisé, permettrait de réunir les conditions pour un vaste plan d'investissement à l'échelle européenne, par exemple via des financements BEI de grande ampleur (pourquoi pas avec le support de la BCE). Ces financements pourraient être considérés comme ne faisant pas partie des contraintes des 3% pour les déficits budgétaires, ce qui libérerait un peu de marge de manœuvre pour les Etats dont les ratios de dette sont trop tendus.

**Les capacités consolidées d'endettement des institutions publiques en Europe sont significatives, les besoins d'investissement existent et les taux sont bas. N'est-il pas opportun et ne serait-il pas préférable pour l'économie et les marchés que les Etats choisissent cette voie plutôt que la BCE continue à baisser les taux et à racheter tout ce qui bouge ?**

**C'est peut-être finalement son message, une adresse aux politiques : Si vous ne voulez pas que nous prenions cette voie, faites ce qu'il faut !** Pour le dire tout simplement, revenons à un *policy mix* un peu équilibré...

*Achévé de rédiger par Alexis Merville et Pierre Filippi le 19/06/19 à 14h00*