
Quel impact des taux bas sur la détention de liquidité par les investisseurs individuels et les entreprises ?

Grégoire NAACKÉ, *Directeur de l'Observatoire de l'Épargne européenne (OEE)*

Le 23 novembre dernier, à l'occasion d'un séminaire organisé par l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE) et l'EDHEC, des échanges particulièrement enrichissants ont eu lieu sur un thème important pour l'OEE et cher à son ancien Président, Jacques de LAROSIÈRE¹ : l'impact des taux bas sur la détention d'actifs liquides.

Comme l'a rappelé le Président de l'OEE, Gérard RAMEIX, en introduction, la mission de l'OEE est « d'exécuter, de faire exécuter et de faire connaître par des moyens appropriés toute réflexion, étude et recherche sur l'épargne, son rôle économique et social et les facteurs susceptibles de l'influencer, notamment dans une perspective européenne. » Toutes réflexions, toutes études nouvelles et toutes nouvelles sources de données sur ces sujets sont précieuses pour éclairer le débat et les politiques publiques. C'est pourquoi ces séminaires organisés par l'OEE sont si précieux.

Dans un contexte de taux maintenus durablement bas, voire nuls, et d'incertitude face à la crise sanitaire, les placements des ménages et entreprises semblent se concentrer sur les liquidités. Ainsi, ils ne financent pas, autant qu'ils le pourraient, les entreprises en besoins de

¹ La décision, par les membres de l'Observatoire de l'Épargne Européenne d'organiser ce séminaire fait notamment suite à la publication en 2019 par Jacques de LAROSIÈRE d'un papier intitulé « Quel est l'effet des taux d'intérêt bas ou négatifs sur l'investissement à long terme ? »

https://academisciencismoralesetpolitiques.fr/wp-content/uploads/2019/11/article-revue_des_deux_mondes_22_nov_2019.pdf

financement et l'épargne de long terme reste trop peu développée, notamment dans les pays où cette dernière est nécessaire pour faire face aux baisses annoncées du taux de remplacement des systèmes de retraite publics par répartition.

Les enseignements de la théorie économique

La théorie économique nous apprend que deux types de phénomènes, agissant en sens inverse, peuvent être engendrés par la baisse des taux d'intérêt :

1. Un phénomène de recherche de rendement face à l'augmentation de la prime de risque (Merton, 1971) qui amène les agents économiques à allouer leurs placements vers des actifs plus risqués (Becker Ivashina 2015, Campbell Sigalov 2020, Cox 1967) ; et
2. Un phénomène de trappe de liquidités (Keynes 1936) qui incite les agents, quand les taux sont proches de zéro, à échanger leurs actifs à taux fixe sans risque contre des liquidités. Le coût du renoncement à la liquidité n'est plus motivant si les taux sont proches de zéro et la politique monétaire n'a plus l'effet escompté.

Que peut-on apprendre de l'expérience norvégienne ?

Dans un premier temps, Laurent E. CALVET (EDHEC Business School) a présenté les résultats d'une étude qu'il a menée avec Sébastien BETERMIER (Université McGill) et Jens KVAERNER (Université de

Tilburg) pour l'OEE² sur l'impact des taux d'intérêt bas sur la détention de liquidités par les investisseurs individuels et des entreprises. Les trois experts ont analysé un ensemble de données administratives de haute qualité contenant les avoirs détaillés de chaque individu en Norvège depuis 1995 et de chaque entreprise depuis 2003. Cette analyse microéconomique sur les données norvégiennes a par ailleurs été complétée par une analyse macroéconomique sur plusieurs autres pays d'Europe en utilisant les données de comptabilité nationale, avec l'aide de l'OEE. Il convient toutefois de noter que le manque de granularité des données, au niveau macroéconomique, empêche de faire une analyse fine des comportements d'épargne des agents économiques face à la baisse des taux.

Dans leur papier, les chercheurs définissent un ratio de liquidité dans le portefeuille des agents économiques par le rapport des liquidités détenues en portefeuille sur l'ensemble des actifs financiers détenus. Les liquidités sont définies comme la monnaie, les dépôts transférables et les dépôts non-transférables (comptes épargne, titres monétaires et comptes à terme). Cette définition de la liquidité, comprenant les dépôts transférables et non-transférables, correspond en gros à l'agrégat monétaire M2.

² “How Did Low Interest Rates Impact the Cash Holdings of Individual Investors and Firms?” – Mai 2021

Étude réalisée par Sebastien BETERMIER (Université McGill), Laurent CALVET (EDHEC Business School) et Jens KVAERNER (Université de Tilburg)

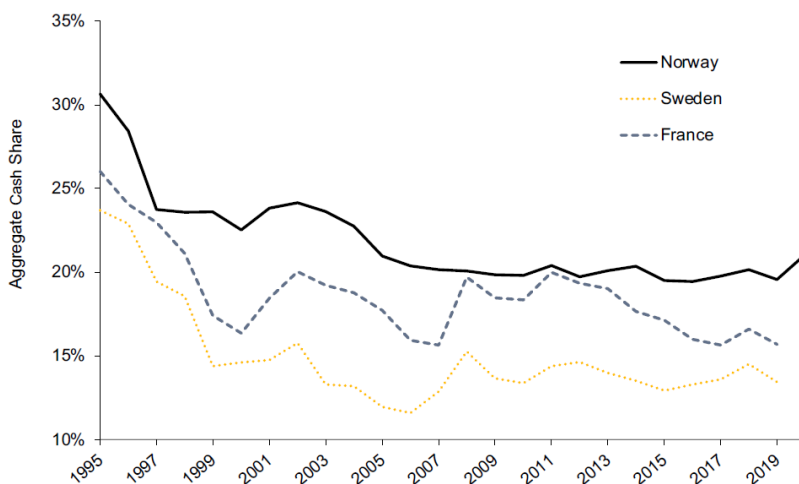
<https://www.oee.fr/download/saving-behaviors-of-low-income-households-in-europe/#>

Il ressort de cette analyse microéconomique sur les données norvégiennes que :

1. Le ratio de liquidité a baissé de 6 points de pourcentage en Norvège sur les 25 dernières années, passant de 31% en 1995 à 25% en 2020 ;
2. Cette baisse est quasi exclusivement imputable aux 10% des ménages et entreprises les plus aisés, qui adaptent leurs allocations d'actifs, notamment M2 en fonction de l'évolution des taux d'intérêt alors que pour le reste des agents la part de cash est restée constante et sert uniquement à gérer leur trésorerie.

Depuis les années 2000, M2 a augmenté plus rapidement que le PIB en Norvège tout comme en France ou en Suède, mais cette croissance de M2 a toutefois été moins importante que la croissance de la valeur de l'ensemble des actifs financiers des ménages et entreprises. Ainsi, le ratio de liquidité agrégé pour les ménages et les entreprises, qui ensemble détiennent 90% de M2, a baissé sur la période. Les deux types d'agents économiques, ménages et entreprises, ont connu cette baisse en Norvège sur la période.

Graphique 1 – Ratio de liquidité agrégé des ménages et entreprises



Les données administratives norvégiennes nous permettent de connaître, pour chaque résident, avec ses caractéristiques socio-démographiques propres, la composition du patrimoine financier et du passif. Cela a permis aux chercheurs de mettre en évidence le fait que cette baisse du ratio de liquidité était expliquée par les comportements des 10% des agents les plus fortunés, qui ont adapté leur allocation de placements aux conditions de rémunération. Ceci est vérifié aussi bien pour ce qui concerne les ménages que pour les entreprises.

Qu'en est-il des autres pays d'Europe ?

Le séminaire de l'OEE a également été l'occasion pour Franck SEDILLOT (adjoint au directeur des Statistiques Monétaires et Financières à la Banque de France) de revenir sur un papier qu'il a écrit

en 2019 avec deux de ses collègues (Sanvi AVOUYI-DOVI, Christian PFISTER) sur l'évolution de la composition du patrimoine financier des ménages en France sur les trois dernières décennies³.

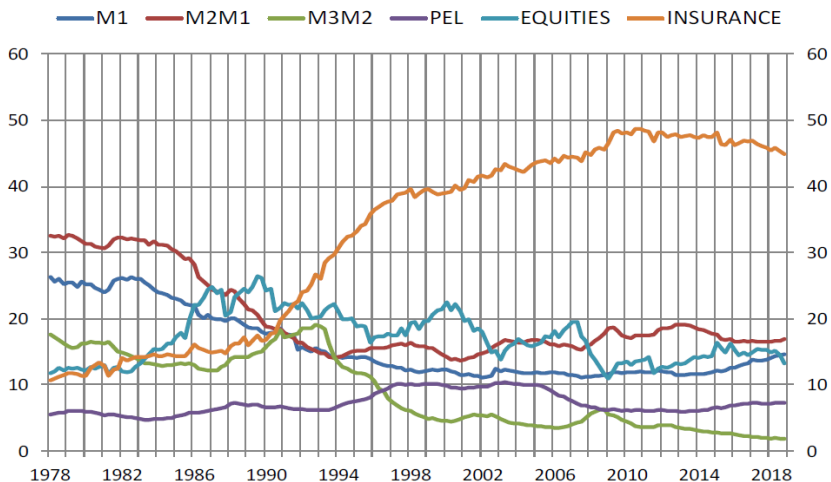
Comme nous l'avons vu précédemment dans la présentation de Monsieur CALVET, l'étude de la Banque de France met également en lumière une baisse de la part de M2 dans le patrimoine financier des ménages. Cette baisse est particulièrement marquée dans les années 90. En revanche, si nous prenons une définition plus restrictive des liquidités, sans les dépôts non-transférables, ce qui correspond en gros à l'agrégat monétaire M1, nous voyons alors apparaître en France une remontée du ratio de liquidité des ménages depuis 2015. Ainsi, depuis que les taux sont proches de zéro, nous semblons bien être, au moins en France, en présence du phénomène de trappe à liquidités décrit par Keynes.

³ French Households' Portfolio: The Financial Almost Ideal Demand System Appraisal

Banque de France Working Paper - Sanvi AVOUYI-DOVI, Christian PFISTER & Franck SÉDILLOT – Sept 2019

<https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp728.pdf>

Graphique 2 - Le patrimoine financier des ménages depuis 1978 (en % du total)



Source : Source : Avoyi-Dovi, Pfister et Sédillot (2019), Document de travail Banque de France 728

Il peut y avoir des divergences sur la définition à prendre en compte pour le ratio de liquidité (avec M2 ou M1 au numérateur) et la bonne définition se situe probablement entre les deux. Toutefois, pour la France, il convient de noter que sont inclus dans la catégorie de comptabilité nationale « dépôts non-transférables » les Plans d'Épargne Logement (PEL). Il est possible de fermer à tout moment un PEL, les intérêts sont alors recalculés en cas de retrait avant 2 ans notamment. Toutefois, ces supports d'épargne étant destinés à constituer une épargne pour l'achat d'un bien immobilier ou le financement de travaux, on peut difficilement considérer qu'il s'agisse de liquidités. Les PEL représentent 16% des dépôts bancaires des ménages en France.

En outre, dans sa présentation, Monsieur SEDILLOT met également en évidence sur la période récente (2020-2021), une augmentation de la

part des produits de fonds propres dans les flux de placements financiers des ménages. De nombreux facteurs peuvent expliquer cette hausse, comme le surplus d'épargne COVID ou la remontée spectaculaire des marchés après le coronakrachs, mais les taux bas et la recherche de rendement sont certainement, au moins en partie, une des raisons. Toutefois, comme Monsieur CALVET, Monsieur SEDILLOT rappelle que les agents sont hétérogènes et ne réagissent pas de la même manière aux évolutions du contexte économique. Dans un monde à agents hétérogènes certains ménages ne peuvent pas emprunter pour lisser leur consommation. Les ménages à faible revenu et peu de patrimoine financier ont une propension marginale à consommer plus élevée et sont donc plus sensibles aux chocs de revenu et de richesse et à la politique monétaire.

Quelles implications des politiques monétaires expansionnistes sur les inégalités, le financement des retraites, l'équité intergénérationnelle ?

La présentation des chercheurs a été suivie par une table ronde animée par Marie BRIERE (Head of Investor Research Center chez Amundi et Professeur associé à l'Université Paris Dauphine).

Elsa FORNERO (Vice-Présidente de l'OEE et Professeur Honoraire d'Economie, à l'Université de Turin) a rappelé, à cette occasion, que les données granulaires, exposées précédemment mettent en évidence un accroissement des inégalités dans la distribution des richesses. L'apport de liquidités des politiques monétaires expansionnistes et les taux bas engendrent une déconnection entre l'économie réelle et la sphère financière et un boom d'activité spéculative en bourse. On observe ainsi aussi un transfert de richesses entre les générations, des pauvres vers les riches et des petites vers les grandes entreprises. Les inégalités sont alors accentuées, comme nous avons pu le voir sur les dernières décennies. Elsa FORNERO rappelle que le gouvernement

dont elle a fait partie a été critiqué pour la mise en place de politiques d'austérité considérées comme co-responsables de la grande récession observée en Italie. La politique monétaire était alors vue comme le seul moyen de sauver la situation de l'économie réelle. Toutefois, selon Elsa FORNERO, il ne faut pas oublier que ces politiques monétaires ont entraîné une aggravation des inégalités, comme le montre le papier de Monsieur CALVET.

Concernant l'Italie, plus particulièrement, Elsa FORNERO rappelle que, historiquement, les ménages italiens ont toujours beaucoup épargné et été très réticents à souscrire des crédits pour un objet autre que l'achat de la résidence principale. Toutefois, depuis 20 ans, le taux d'épargne des ménages a beaucoup baissé. Presque la moitié des familles n'ont rien épargné ces dernières années et ces ménages ont eu alors recours au crédit à la consommation, ce qui est une nouveauté pour l'Italie. Les ménages restent principalement concentrés sur leur résidence principale pour placer leur argent et les politiques publiques les y incitent. Pendant la pandémie, il y a eu un afflux massif sur les dépôts bancaires. Les Italiens continuent sinon de privilégier les obligations d'État comme support de placements. Les actions restent considérées comme réservées aux experts et non adaptées pour le citoyen lambda. En outre, pour Elsa FORNERO, la mauvaise situation du marché de l'emploi a été un facteur clef pour expliquer l'évolution de ces comportements d'épargne au cours des dernières années. Les populations se sont appauvries et c'est en recourant à la dette publique que les gouvernements ont tâché d'enrayer cette tendance. Les investissements des entreprises ont baissé par rapport à 2008, ce qui explique la faible augmentation de la productivité en Italie. Les bas salaires ne peuvent pas épargner et le peu d'épargne qui reste est concentré sur la résidence principale. Les politiques publiques ont cherché à corriger ce phénomène en augmentant les dépenses publiques et en soutenant la consommation plus qu'en essayant de promouvoir l'investissement productif. Cela ne résout pas les problèmes structurels de l'Italie.

La fiscalité joue-t-elle un rôle dans l'allocation d'actifs financiers des ménages ?

Dans leurs papier, Franck SEDILLOT et ses collègues ont tenté de déterminer quels étaient les variables qui déterminaient les comportements d'allocation de l'épargne des ménages vers les différents types d'actifs financiers. Ils ont notamment mesuré l'impact de la modification de la fiscalité, via l'introduction de la *Flat Tax*, sur le rendement relatif des différentes catégories d'actifs financiers. On voit que l'introduction de la *Flat Tax* a surtout engendré des transferts entre produits d'assurance-vie et titres de fonds propres détenus en direct. L'impact est relativement faible sur la détention de liquidités, même si on observe une augmentation de la part de M1 dans la poche d'actifs liquides. Le modèle fait également apparaître qu'une réforme fiscale étendue, touchant l'ensemble des comptes d'épargne réglementés, entraînerait alors une hausse beaucoup plus importante de la part de monnaie et dépôts à vue (M1) dans le patrimoine des ménages.

Pourquoi les ménages les moins fortunés ne réduisent-ils pas leur détention de cash lorsque les taux baissent ?

Laurent CALVET explique que les études empiriques mettent en avant une forte corrélation entre la part d'actifs risqués dans le patrimoine financier et le niveau de richesse. Les ménages moins fortunés ont besoin d'une certaine quantité de fond de trésorerie disponible pour faire face aux dépenses courantes incompressibles. Leur marge de manœuvre est beaucoup plus limitée.

Dans un autre papier de Laurent CALVET et ses collègues à paraître dans *The Journal of Finance*, ces derniers distinguent trois catégories d'épargnants :

-
1. Les non-participants qui ne placent leur argent que sur des supports sans risques et qui sont assez présents dans les pays comme la France ou l'Italie où la participation au marché d'actions est faible ;
 2. Les agents qui participent mais de manière très modérée (moins de 10/15% du patrimoine financier en général), qui représentent souvent une part importante de la population et peuvent être des ménages aisés ; et
 3. Les agents qui ont une part substantielle de leur patrimoine investie en actions.

Pour les non-participants, la confiance dans les marchés financiers joue un rôle important comme l'explique notamment Luigi GUIISO. L'éducation financière peut également être un élément pour augmenter la participation. Pour les agents qui participent peu, il semble que c'est l'offre de produits, notamment par exemple avec des produits garantis, qui peut amener ces agents à augmenter leur participation.

Concernant l'éducation financière et la confiance dans les marchés financiers, Elsa FORNERO s'accorde avec ce qui vient d'être dit. Selon elle, il est primordial de restaurer la confiance des citoyens et des investisseurs dans la Finance. Les efforts faits ces dernières années ne suffisent pas. Le monde financier a continué de cultiver une complexité croissante, en creusant l'écart existant avec l'économie réelle. Elle note cependant, qu'avec la montée en puissance de l'Investissement Socialement Responsable, apparaît un regain d'intérêt des investisseurs pour les produits financiers. L'éducation financière va être amenée à jouer un rôle très important. En Italie, le niveau de connaissances financières de base reste très faible, notamment chez les jeunes. La recherche démontre l'efficacité des programmes d'éducation financière de base sur les choix de vie. Un papier d'Elsa FORNERO mesure notamment l'impact du niveau d'éducation financière de base sur la probabilité à souscrire à un fond de retraite complémentaire. L'éducation financière de base doit devenir un élément essentiel de

l'éducation générale. Une meilleure éducation financière des citoyens devrait aider à faire passer les réformes structurelles nécessaires, qui devraient alors être comprises par les citoyens comme des investissements sociaux plus que comme des contraintes.

Sébastien BETERMIER ajoute qu'il y a un autre effet lié au fait que la grande majorité des ménages moins fortunés concentrent leurs efforts d'épargne sur l'immobilier, comme l'a notamment déjà expliqué Esla FORNERO pour l'Italie. Les biens étant moins liquides cela génère un besoin plus important de détention de liquidités.

Marie BRIÈRE ajoute enfin un commentaire sur l'introduction de fonds ISR. Dans une étude récente⁴, elle constate que lorsque l'on introduit une offre des fonds solidaires en France, cela augmente la participation des épargnants sur des actifs risqués. Il y a une forme de compensation du risque financier par une utilité sociale liée à l'investissement. Par ailleurs le conseil financier joue également un rôle. Accompagnés par un *robo-advisor*, les épargnants semblent prêts à prendre plus de risque.

Observations finales : Jacques de LAROSIÈRE

Depuis une vingtaine d'années les taux d'intérêt sont faibles, ne cessent de diminuer et sont même devenus négatifs en termes réels. Aujourd'hui 20% du stock de la dette obligataire émise comporte des taux négatifs, ce qui est une première. Sur cette même période, les statistiques du Fond Monétaire International (FMI) mettent en évidence une baisse de l'investissement global productif, qui ne comprend pas les investissements immobiliers mais qui illustre bien le renouvellement de l'appareil productif mondial. Le stock de capital productif depuis 20

⁴ Responsible Investment and Stock Allocation – Amundi Working Paper 104-2021 I January 2021

<https://www.oec.fr/publications-des-membres-de-loee/#>

ans a diminué. Les flux n'ont pas été suffisants pour maintenir le niveau du stock. Il a diminué de 3 points de PIB global, ce qui est considérable. Ainsi, on ne peut pas dire que c'est la baisse des taux d'intérêt qui a favorisé l'investissement productif, qui reste malade.

L'épargne est restée élevée, malgré ce contexte. Cependant, cette épargne n'a pas favorisé la croissance de l'investissement productif. Elle a peu irrigué l'économie réelle et est restée liquide et, comme l'a indiqué Elsa FORNERO, une partie importante est restée concentrée sur l'immobilier et l'acquisition de logements, en Italie comme dans les autres pays d'Europe.

Inévitablement, des chocs de cette nature, comme la baisse des taux, favorisent les inégalités. Le coefficient de réactivité d'une personne à l'égard d'un choc monétaire, comme le passage d'une épargne rémunérée à une épargne non rémunérée, diffère selon la richesse, et le degré de connaissances financières entre autres. Les agents sont hétérogènes et comme nous avons vécu une période de choc intense, la capacité à réagir à ces chocs s'est différenciée encore d'avantage entre les catégories d'agents. Les ménages très modestes, avec peu d'assise financière, ne bénéficient pas de la possibilité d'emprunter en profitant des bas taux d'intérêt, pour lisser leur consommation et répartir leurs placements de manière optimale. L'étude de Monsieur CALVET et ses collègues met en évidence ce phénomène en montrant que 10% des agents les plus aisés ont réduit leur part de liquidités, car ils le pouvaient, tandis que les autres ne pouvaient pas le faire. C'est une inégalité qui a été créée par le choc monétaire.

Enfin, il faut être conscient d'un nouveau défi majeur. Dans la réflexion universelle sur l'environnement, on vise à dégager des investissements pour permettre la transformation énergétique et écologique phénoménaux. A titre d'exemple, pour la France seule, pour respecter les accords de la COP, il va falloir engager, selon une étude récente, des investissements de transformation s'élevant environ à 5% du PIB par

an. Les finances publiques seront difficilement en mesure d'assumer cette surcharge financière. Certains pensent que ces investissements pourront être financés par de la création monétaire et de l'emprunt, mais le coût de cette option serait une inflation galopante, non favorable à la transformation économique. Ce n'est pas une option. C'est donc l'épargne qui va financer cette transition. L'épargne pourrait le faire mais pour cela il faut qu'elle soit incitée à le faire. Il faut que les hétérogénéités soient gommées. Il va falloir orienter l'épargne des ménages, qui finance 90% de nos économies. Il va falloir qu'elle s'oriente vers des investissements à long terme, des investissements productifs et des investissements écologiques. Dans la situation actuelle de l'épargne et de la politique monétaire, ce n'est pas possible. C'est pour cette raison qu'il est nécessaire de changer la donne en rémunérant ces investissements écologiques et productifs avec une politique monétaire qui accepte que l'équation investissement épargne se traduise par une rémunération de marché. La transition écologique doit s'accompagner d'un changement de société. Il va falloir que les plus riches acceptent de payer d'avantage d'impôts, que les habitudes de consommation d'énergie changent et accepter que nos budgets soient moins des budgets de distribution d'allocations et plus des budgets orientés sur le futur. Il faut que nos politiques et nos sociétés l'acceptent, ce qui est encore loin d'être le cas.