

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Cinq ans de taux négatifs en Europe et c'est loin d'être terminé!

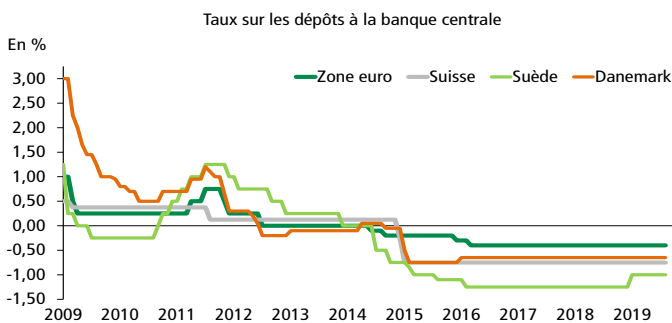
Devant l'augmentation des risques pesant sur la croissance économique mondiale, plusieurs banques centrales ont recommencé à assouplir leur politique monétaire durant l'été ou songent à le faire bientôt. La Banque centrale européenne (BCE) fait partie du lot alors qu'elle a ouvert la porte à reprendre ses achats d'actifs et à décréter une nouvelle baisse de taux d'intérêt. Or, les taux d'intérêt sont déjà particulièrement bas en Europe, où plusieurs évoluent en territoire négatif depuis 2014. Même si cela vise à soutenir la croissance économique et à ramener l'inflation plus près de sa cible, des enjeux importants sont soulevés quant aux effets négatifs potentiels de maintenir des taux d'intérêt trop bas trop longtemps. Cela pourrait amener des déséquilibres pouvant déstabiliser l'économie et une réduction de l'efficacité même de la politique monétaire.

Des taux négatifs depuis 2014

Quatre banques centrales ont adopté des taux d'intérêt négatifs en Europe en 2014. Il s'agit de la BCE (en juin), de la Banque de Suède (en juillet), de la Banque nationale du Danemark (en septembre) et de la Banque nationale suisse (en décembre). En zone euro, le taux sur les dépôts à la BCE a finalement été abaissé jusqu'à -0,40 % en 2016 (graphique 1).

De nouveaux creux ont été atteints, de sorte que plusieurs obligations souveraines européennes de 10 ans ou plus se transigent maintenant à un taux inférieur à 0 % (graphique 2).

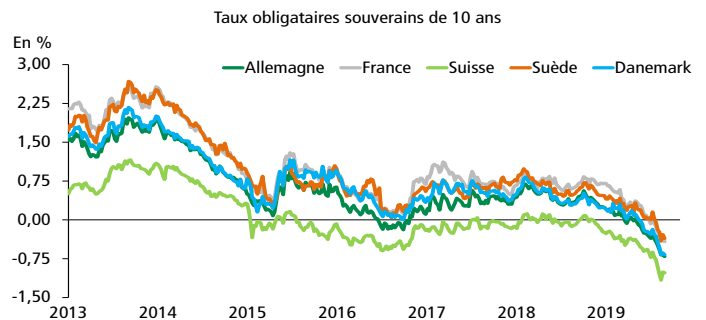
GRAPHIQUE 1 Plus de cinq ans de taux d'intérêt négatifs en Europe



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans la foulée de ces baisses des taux directeurs, plusieurs taux obligataires européens sont passés en territoire négatif. Jusqu'à tout récemment, il était toutefois rare de voir des obligations de longue échéance afficher des taux négatifs. La résurgence d'inquiétudes sur la croissance économique et les anticipations d'intervention des banques centrales ont changé la donne.

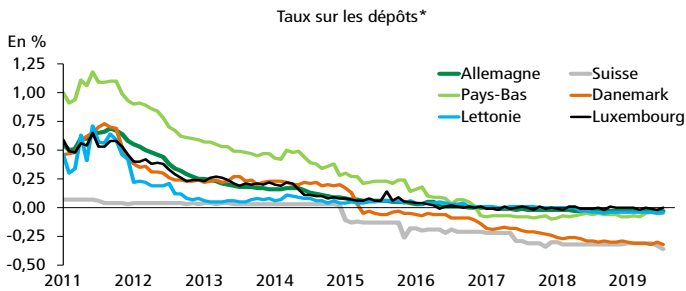
GRAPHIQUE 2 Plusieurs taux obligataires ont atteint de nouveaux creux récemment



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les institutions financières demeurent peu nombreuses à octroyer des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts de leurs clients ou encore à consentir des prêts hypothécaires avec de tels taux. Les données officielles tendent à montrer que ce sont surtout les entreprises ou les gros déposants qui doivent parfois payer de l'intérêt sur leurs dépôts. En zone euro, cela est notamment le cas depuis quelque temps en Allemagne, aux Pays-Bas, en Lettonie et au Luxembourg. Les taux les plus faibles sont appliqués en Suisse et au Danemark (graphique 3 à la page 2). Le Danemark a d'ailleurs récemment retenu l'attention médiatique après qu'une

GRAPHIQUE 3 Certains déposants doivent payer de l'intérêt en Europe



* À terme de 3 mois et de plus de 100 000 francs pour la Suisse; à vue des entreprises pour les autres pays.

Sources : Datastream, Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

banque eut commencé à offrir des prêts hypothécaires à un taux de -0,5 % sur dix ans¹. Il s'agit peut-être de cas qui deviendront plus courants dans un avenir rapproché, au fur et à mesure que les institutions financières s'adapteront aux récentes baisses de taux d'intérêt sur le marché obligataire et aux probables autres baisses des taux directeurs que pourraient décréter les banques centrales.

Une limite pourrait bientôt être atteinte

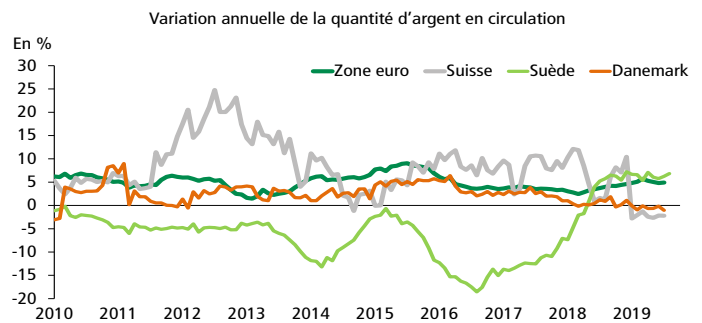
Offrir des taux négatifs sur les hypothèques ou sur d'autres formes de prêts ne peut que faire des heureux auprès des entreprises et des ménages concernés. Qui n'en rêverait pas! Cependant, pour que ces prêts soient rentables, les institutions financières doivent avoir accès à des fonds à des taux encore plus faibles, soit via le marché obligataire, soit via les dépôts qu'elles attirent de leurs clients. Or, il est plus difficile de convaincre les ménages et les entreprises de payer de plus en plus d'intérêts sur leurs dépôts. Une limite pourrait être atteinte lorsqu'une masse critique de ménages et d'entreprises estimerait qu'il est plus avantageux de détenir de l'argent comptant plutôt que des dépôts à des taux négatifs.

Il existe tout de même plusieurs freins à une conversion massive vers l'argent comptant. Ce support monétaire peut être jugé moins efficace à utiliser, surtout lorsque de gros montants sont impliqués. Il y a aussi des enjeux de sécurité qui peuvent amener des coûts supplémentaires, comme l'achat d'un coffre-fort ou d'une nouvelle police d'assurance. L'argent comptant est sujet à la dégradation, est fragile aux intempéries et aux accidents, sans compter que l'on peut être victime de contrefaçon. Il faut donc des taux d'intérêt suffisamment faibles pour créer un désavantage plus important encore que celui de détenir de l'argent comptant en grande quantité.

¹ Joshua BOTE, *Bank will pay customers to take out mortgages by offering negative interest rates in Denmark*, USA Today, Money, mis à jour le lundi 12 août 2019 à 10 h 42. (Consulté le 9 septembre 2019).

Depuis 2014, il n'y a pas eu d'explosion dans la quantité d'argent comptant en circulation en Europe, mais quelques signaux méritent quand même un suivi. La croissance du numéraire en circulation s'est accélérée dans plusieurs pays européens en dépit du fait que les nouvelles technologies de paiement exercent des pressions contraires. Le cas de la Suède est particulièrement intéressant. Ce pays connaissait une démonétisation rapide, mais la tendance a fini par s'inverser en 2018 (graphique 4).

GRAPHIQUE 4 L'utilisation de l'argent comptant s'est accélérée en zone euro et en Suède



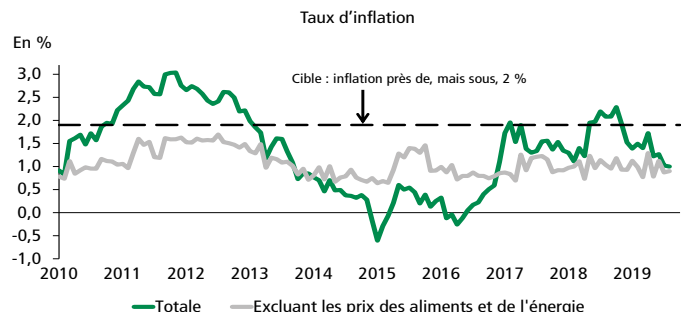
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

L'efficacité de la politique monétaire pourrait être en péril

Advenant une fuite importante vers l'argent comptant, il deviendrait très difficile pour le système financier de trouver les fonds nécessaires pour financer le crédit et l'investissement. L'économie serait pénalisée et les banques centrales perdraient de l'influence sur le canal du crédit. Toute autre baisse des taux d'intérêt deviendrait alors contre-productive pour soutenir l'économie.

Il n'y a pas que dans cette situation extrême que l'efficacité des politiques monétaires pourrait être réduite. Au cours des dernières années, la BCE n'a pas réussi à générer suffisamment d'inflation pour revenir à sa cible, suggérant que l'efficacité de sa politique monétaire a diminué (graphique 5). Certains pourraient

GRAPHIQUE 5 Depuis six ans, l'inflation en zone euro est généralement demeurée sous la cible de la Banque centrale européenne

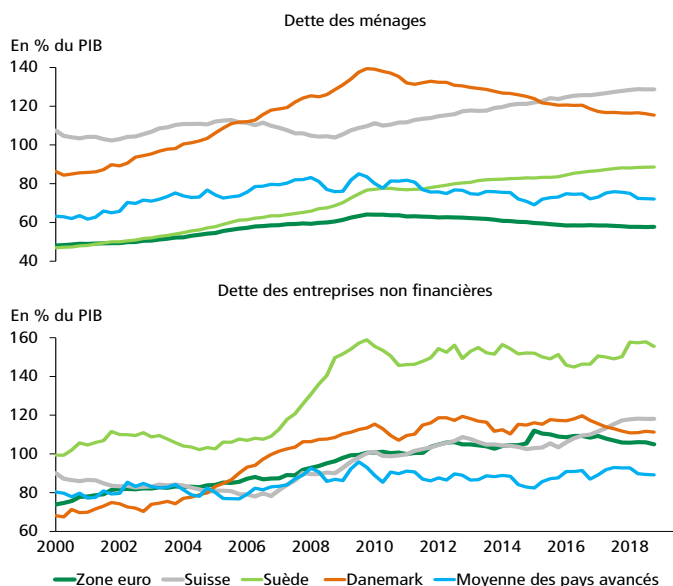


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

dire que cela résulte simplement d'une politique monétaire pas assez accommodante. Cependant, il pourrait aussi s'agir d'une situation de trappe de liquidité où les ménages et les entreprises ne souhaitent plus accroître significativement leurs emprunts malgré de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire.

L'endettement des ménages et des entreprises a effectivement peu augmenté en zone euro au cours des dernières années. Le poids de la dette en pourcentage du PIB est même en légère diminution (graphique 6). Les assouplissements monétaires semblent avoir plus de traction sur le crédit en Suisse et en Suède, où le poids de la dette continue d'augmenter rapidement. Toutefois, l'endettement élevé dans ces pays pourrait éventuellement accroître le risque d'instabilité financière et économique.

GRAPHIQUE 6
Le crédit n'a pas beaucoup augmenté en zone euro



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

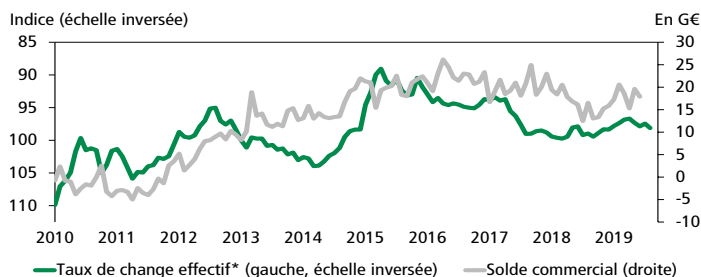
La taille de la dette peut éventuellement décourager la croissance du crédit, mais il ne s'agit pas du seul facteur. Il est difficile d'isoler un niveau précis d'endettement à partir duquel la politique monétaire devient moins efficace. Cependant, plus la dette est élevée, plus les ménages et les entreprises deviennent sensibles à un possible renversement de la tendance des taux d'intérêt. La confiance à l'égard de la conjoncture économique future a certainement aussi une grande influence sur les décisions d'emprunt, de même que l'état du secteur bancaire, qui peut avoir de la difficulté à assouplir les conditions de crédit aux emprunteurs.

Le taux de change peut-il faire le travail?

Le taux de change est un autre canal de transmission de la politique monétaire, lequel n'est pas contraint par le problème de la trappe de liquidité ou du surendettement. Normalement, une baisse des taux d'intérêt directs ou une augmentation des achats de titres par la banque centrale fait déprécier la monnaie, puis stimule l'économie par une augmentation des exportations. Il y a aussi un effet inflationniste supplémentaire provenant de l'augmentation des prix des biens et services importés.

L'euro s'était fortement déprécié à la suite de la baisse des taux d'intérêt en territoire négatif et d'achats massifs d'actifs par la BCE en 2014. Cela avait aidé le solde commercial à s'améliorer davantage (graphique 7). L'histoire risque toutefois d'être différente au cours des prochains trimestres alors que plusieurs autres banques centrales dans le monde seront en mode assouplissement, ce qui devrait limiter la dépréciation de l'euro. Même si la devise se dépréciait fortement, il n'est pas clair non plus que les exportations de la zone euro pourraient s'accélérer rapidement. Il faudrait que la demande mondiale soit au rendez-vous, ce qui paraît très incertain dans le contexte actuel d'escalade des tensions commerciales et de ralentissement économique dans plusieurs pays.

GRAPHIQUE 7
La dépréciation de l'euro semble avoir aidé à l'amélioration du solde commercial entre 2014 et 2016



* Taux de change pondéré basé sur les principaux partenaires commerciaux.
Sources : Datastream, Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

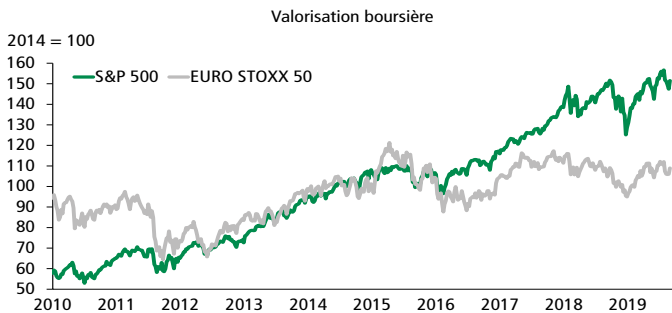
Et qu'en est-il de l'effet de richesse?

Il resterait un autre canal d'importance à la transmission de la politique monétaire, celui de l'effet de richesse, qui est lié à l'influence des banques centrales sur la valeur des actifs. En principe, les mesures d'assouplissement monétaire tendent à gonfler la valeur des actifs, que ce soit les actifs financiers ou immobiliers. Les entreprises et les ménages qui détiennent ces actifs voient ainsi leur richesse augmenter, ce qui peut les encourager à dépenser davantage.

Le canal de l'effet de richesse n'apparaît pas très efficace en Europe si l'on se base sur la faible progression de la Bourse

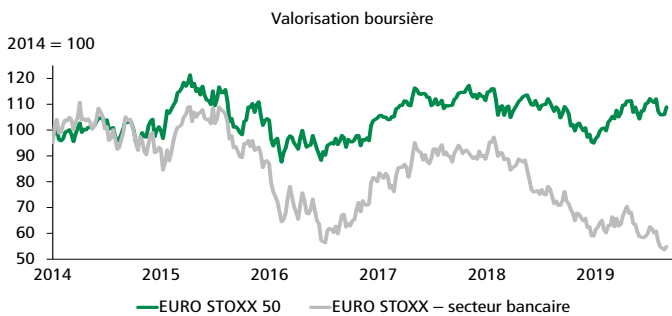
européenne au cours des dernières années (graphique 8). La Bourse américaine a nettement mieux fait alors même que la Réserve fédérale (Fed) relevait graduellement ses taux directeurs. Beaucoup d'autres facteurs peuvent interférer avec l'évolution des Bourses. Par exemple, il est possible que certaines industries subissent des torts en raison des taux d'intérêt très faibles, comme le secteur bancaire, qui a clairement sous-performé par rapport à la moyenne de l'économie européenne (graphique 9).

GRAPHIQUE 8
La politique monétaire accommodante de la BCE n'a pas suffi à alimenter une forte croissance de la Bourse



BCE : Banque centrale européenne
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

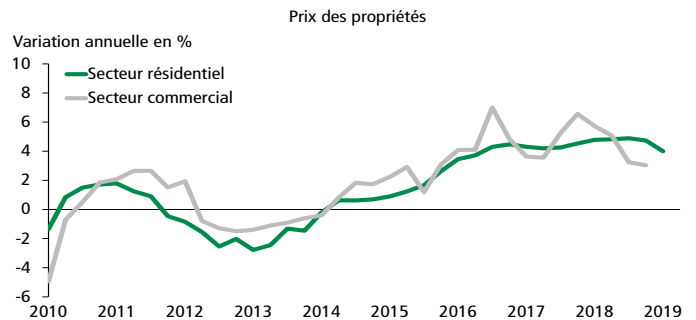
GRAPHIQUE 9
Le secteur bancaire tire de l'arrière par rapport à l'ensemble de la Bourse européenne



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les prix des propriétés résidentielles et commerciales ont toutefois davantage augmenté en zone euro à partir de 2014 (graphique 10). La réduction des taux d'intérêt peut donc encore générer un effet de richesse. Quoi qu'il en soit, ce canal de transmission de la politique monétaire peut amener des inconvénients s'il est trop sollicité. Éventuellement, cela pourrait conduire à la surévaluation du marché immobilier et à un risque accru de correction pouvant à son tour déstabiliser l'économie. Notons que les données officielles avaient également montré une croissance plus rapide des prix de l'immobilier résidentiel en Suède et au Danemark, mais que cette tendance s'est atténuée par la suite.

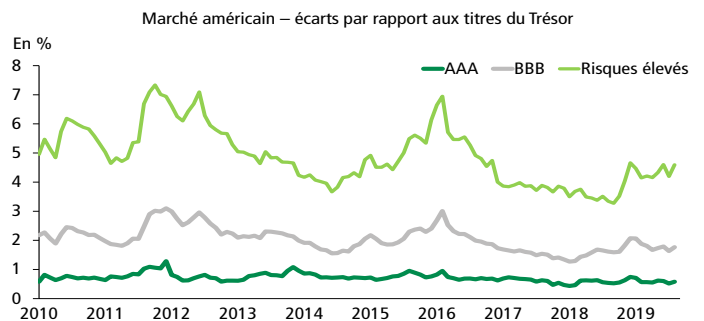
GRAPHIQUE 10
Les prix des propriétés résidentielles et commerciales se sont nettement accrus en zone euro depuis 2014



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

La surévaluation pourrait aussi toucher d'autres actifs. Le marché obligataire lui-même pourrait éventuellement connaître une correction majeure, notamment en ce qui concerne les primes de risque, qui sont encore aujourd'hui assez faibles malgré la remontée des inquiétudes sur l'économie mondiale (graphique 11). En quête de rendements, un plus grand nombre d'investisseurs se sont tournés vers des titres moins sécuritaires, ce qui a comprimé les primes de risque. Cela explique également le nombre croissant d'obligations corporatives à taux négatifs, même dans les catégories plus risquées.

GRAPHIQUE 11
Les primes de risque pour les obligations corporatives demeurent faibles



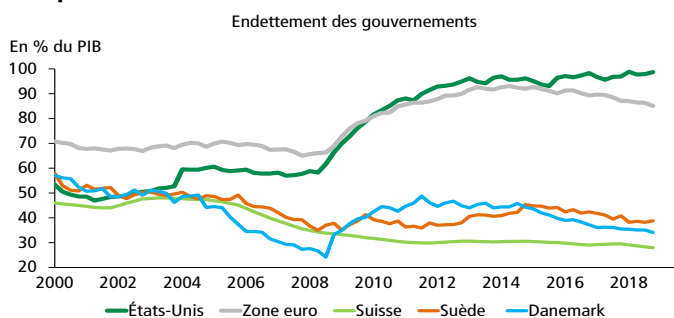
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les gouvernements pourraient prendre le relais

Les contraintes soulevées dans l'utilisation des politiques monétaires en Europe pourraient signifier que les gouvernements seront appelés à intervenir plus rapidement advenant un ralentissement économique majeur, voire une récession, au cours des prochains trimestres. Une politique budgétaire ou fiscale expansionniste pourrait avoir un effet plus important sur la demande agrégée et sur l'inflation. Qui plus est, le contexte des taux d'intérêt négatifs permettrait aux gouvernements de financer à moindre coût des programmes de stimulation économique.

Il faut cependant se questionner sur la marge de manœuvre dont disposent les gouvernements. Au cours des dernières années, la baisse des taux d'intérêt a favorisé l'assainissement des finances publiques et le poids de l'endettement a généralement diminué (graphique 12). Il s'agit d'un contraste avec la situation américaine. Cela dit, l'endettement public demeure relativement élevé en zone euro, comparativement à la situation qui existait avant la crise de 2008-2009. Cette crise avait été suivie par une période de fortes turbulences financières en Europe en raison de craintes sur la soutenabilité des dettes souveraines, en particulier en Grèce, en Irlande, en Espagne, au Portugal et en Italie.

GRAPHIQUE 12
Les taux négatifs ont aidé à réduire l'endettement public en Europe



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

On ne peut pas écarter le retour de tensions financières dans l'éventualité où les pays européens recommenceraient à s'endetter rapidement. Ce ne sont clairement pas tous les pays qui pourraient facilement mettre en place des plans de relance majeurs. Heureusement, l'Allemagne a la capacité d'intervenir fortement. Qui plus est, la situation deviendrait surtout problématique lorsque les taux d'intérêt se relèveraient et reviendraient en territoire positif, ce qui pourrait prendre encore plusieurs années.

La situation serait plus facile si les banques centrales avaient pu normaliser leurs politiques monétaires

Les prochains trimestres risquent de tester les limites de l'efficacité de la politique monétaire à soutenir l'économie et à générer de l'inflation en Europe, surtout si le contexte international continue de se détériorer. Cinq ans après avoir adopté des taux d'intérêt négatifs, de nouveaux creux ont été atteints et la tendance baissière semble vouloir se poursuivre. Au bout du compte, cela risque de faire plus de mal que de bien, surtout si cela engendre une fuite massive des dépôts vers l'argent comptant. Même sans ce scénario extrême, d'importantes difficultés pourraient résulter de la formation d'une trappe de liquidité ou de bulles dans la valeur des actifs. La marge de manœuvre est donc faible pour plusieurs banques centrales d'Europe.

Les États-Unis sont dans une situation différente alors que la Fed a été en mesure de normaliser en partie sa politique monétaire au cours des dernières années. Elle dispose aujourd'hui d'une marge de manœuvre considérable. Les politiques budgétaires et fiscales pourraient pallier la plus faible marge de manœuvre des politiques monétaires en Europe. Les taux d'intérêt négatifs faciliteraient la mise en place de plans de stimulation économique. Cela dit, les marchés pourraient également se montrer nerveux à l'idée de revoir l'endettement public augmenter rapidement en Europe.

Au bout du compte, nous pourrions voir les banques centrales adopter de nouveaux outils ou modifier la conduite des politiques monétaires. L'idée d'intervenir plus directement dans l'économie pourrait continuer de germer. Il ne s'agirait probablement pas d'hélicoptères jetant une pluie de billets de banque, mais le principe pourrait s'y apparenter. À suivre...

Hendrix Vachon, économiste principal