

L'expérience des taux négatifs ne semble pas concluante Les banques centrales feraient mieux d'utiliser d'autres outils

De plus en plus de banques centrales ont recours à des taux directeurs négatifs. Rien n'indique toutefois que ces baisses de taux supplémentaires ont des effets significatifs sur le crédit et l'activité économique. Les taux négatifs ont aidé certaines banques centrales à faire baisser leur devise, mais il s'agit d'un jeu dangereux et cet effet positif disparaîtrait si toutes les banques centrales utilisaient cette stratégie. La remontée des craintes sur le secteur financier européen et la réaction négative des consommateurs japonais montrent aussi les effets néfastes des taux négatifs. À notre avis, cette stratégie devrait sérieusement être remise en question.

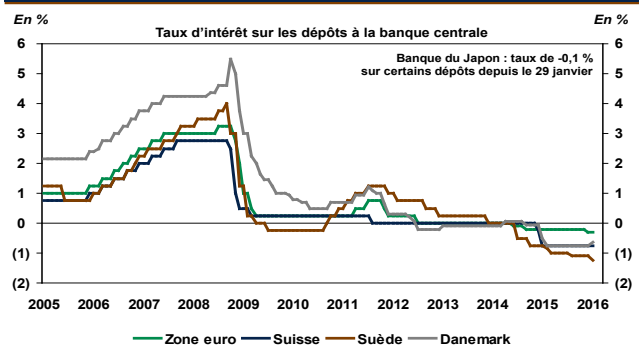
LA MODE DES TAUX NÉGATIFS TOUCHE MAINTENANT LE JAPON

Les politiques monétaires sont tombées en mode expérimental à la suite de la dernière crise financière. Après avoir abaissé les taux directeurs à ou près de zéro, plusieurs banques centrales ont dû se tourner vers d'autres outils, dont les indications prospectives et les achats de titres financiers, pour continuer à stimuler l'activité économique et éviter une baisse trop importante de l'inflation. Certaines banques centrales, initialement celles de la Suède et du Danemark, ont pris une autre stratégie en abaissant certains de leurs taux directeurs en territoire négatif.

Le phénomène a pris beaucoup d'ampleur l'an dernier alors que la Banque nationale suisse et, surtout, la Banque centrale européenne (BCE) ont à leur tour adopté des taux négatifs (graphique 1). La Banque du Japon (BoJ) a joint la parade à la fin janvier en annonçant qu'elle demanderait un taux de -0,1 % sur certains dépôts. La mise en place de taux directeurs négatifs a eu un effet majeur sur l'ensemble de la courbe de rendement alors que les taux d'intérêt sont devenus inférieurs à zéro jusqu'à des échéances de plusieurs années (graphique 2).

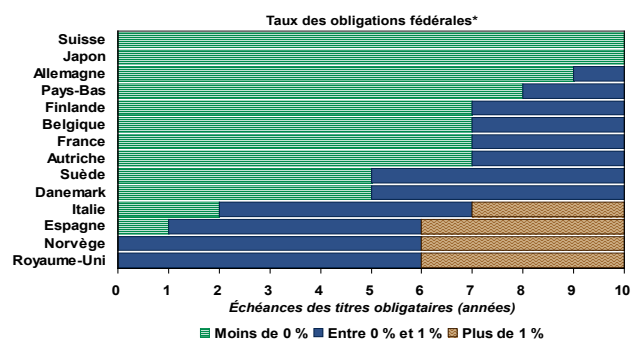
En l'espace de quelques années, les taux d'intérêt négatifs semblent ainsi être passés d'une idée loufoque à un outil presque normal de politique monétaire. Alors qu'en 2009, la Banque du Canada (BdC) jugeait ne pas pouvoir descendre le taux des fonds à un jour en dessous de 0,25 %, elle estime maintenant qu'elle pourrait l'abaisser jusqu'à environ

Graphique 1 De plus en plus de banques centrales adoptent une politique de taux négatifs



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

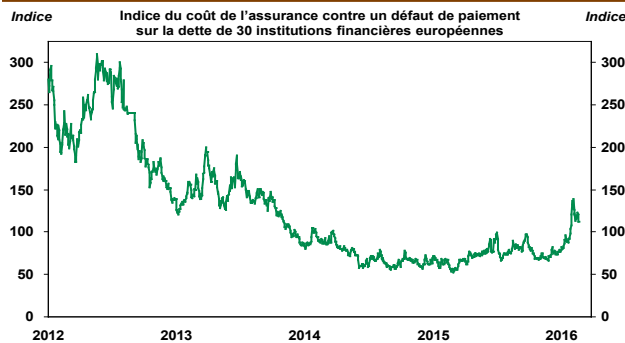
Graphique 2 Les taux obligataires négatifs vont de pair avec des taux directeurs négatifs



* Données du 29 février 2016.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

-0,50 %. L'an dernier, nous avons produit une étude sur les différents enjeux soulevés par les taux d'intérêt négatifs¹. Nous avons alors conclu que si les taux négatifs pouvaient avoir une certaine utilité pour stimuler l'économie, ils comportaient aussi des coûts potentiellement élevés. La popularité des taux d'intérêt négatifs a continué de s'étendre depuis alors que les effets négatifs les plus craints, dont un retrait de l'argent des banques par les consommateurs et un affaiblissement du système financier, ne se sont pas manifestés en Europe jusqu'à tout récemment. La poussée des craintes sur le secteur financier européen en début de 2016 (graphique 3) et la réaction négative des ménages japonais pourraient toutefois être les premiers signes des conséquences néfastes des taux négatifs. Dans ce contexte, il faut se demander si les banques centrales n'ont pas fait une erreur en ajoutant les taux négatifs à leur arsenal.

Graphique 3 Remontée soudaine des craintes concernant les banques européennes



Sources : Bloomberg, Markit et Desjardins, Études économiques

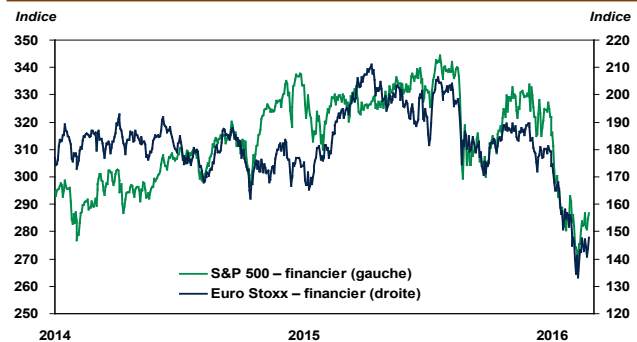
DIFFICILE DE CONCLURE QUE DES TAUX NÉGATIFS STIMULENT FORTEMENT LES DÉPENSES ET L'INVESTISSEMENT

Le mécanisme traditionnel de transmission de la politique monétaire est assez simple. Une baisse des taux directeurs de la banque centrale entraîne une diminution des taux des institutions financières sur les prêts et sur les dépôts. Cela encourage les dépenses et les investissements, aux dépens de l'épargne, et stimule ainsi la croissance économique. En théorie, cet effet serait le même que les taux directeurs passent de 3,00 % à 2,75 % ou de -0,25 % à -0,50 %.

En pratique, il y a plusieurs raisons de penser que l'effet stimulateur par l'entremise du crédit serait moins important dans le cas des taux négatifs. Différentes études publiées récemment² concluent que les banques commerciales ont moins tendance à diminuer leurs taux, particulièrement

les taux payés sur les dépôts, lorsque les taux directeurs sont abaissés en territoire négatif. Cette mauvaise transmission de la baisse des taux directeurs réduit son impact économique et elle risque d'entraîner une détérioration importante de la profitabilité du secteur bancaire. Dans le contexte actuel où les grandes institutions financières font déjà face à des défis de taille pour respecter les nouvelles exigences réglementaires, les banques centrales devraient être prudentes à cet égard. Peu importe le niveau des taux directeurs, une perte de confiance dans le secteur bancaire risque d'entraîner une poussée de leur coût de financement et d'entraîner un resserrement du crédit très néfaste à l'activité économique. La baisse importante des titres bancaires au cours des derniers mois (graphique 4) montre bien que ce risque ne doit pas être ignoré. Les taux obligataires négatifs placent aussi d'autres institutions financières, en particulier les fonds de pension et les compagnies d'assurance vie, dans une situation très difficile.

Graphique 4 La correction récente des Bourses confirme que la confiance des investisseurs envers le secteur financier est fragile



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Au-delà du mécanisme de transmission, il y a une autre bonne raison de penser que les taux d'intérêt négatifs ne sont pas une solution miracle pour relancer l'activité économique. Depuis la dépression des années 1930, nous savons qu'il existe des situations où le crédit et l'investissement ne réagissent plus aux mouvements des taux d'intérêt. On dit alors que l'économie est dans une trappe de liquidité. Sans affirmer que l'économie mondiale est aujourd'hui véritablement dans cette situation, l'absence d'une forte réaction de l'investissement à la baisse spectaculaire des taux d'intérêt au cours des dernières années signale que l'effet stimulateur des baisses de taux d'intérêt est actuellement très faible. De façon intuitive, on peut se demander en quoi faire baisser les taux directeurs de 0,25 % à -0,50 % réussirait à relancer

¹ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Quel sens donner aux taux d'intérêt négatifs que l'on retrouve maintenant dans plusieurs pays? », 27 mai 2015, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv150527-f.pdf?resVer=1432732947000.

² Par exemple : Banque du Canada, « The International Experience with Negative Policy Rate », Document d'analyse du personnel 2015-13, novembre 2015, www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/dp2015-13.pdf.

l'économie si une baisse de 4,50 % à 0,25 % n'a pas été efficace. De façon générale, les taux négatifs risquent ainsi d'être utilisés à des moments où le mécanisme traditionnel de politique monétaire est peu ou pas efficace.

À notre avis, il faut ainsi conclure que les effets économiques positifs par l'entremise du crédit de mettre en place des taux légèrement négatifs sont faibles et ne justifient pas le risque d'un affaiblissement du système financier.

L'EFFET SUR LA DEVISE ET LES PRIX DES ACTIFS PEUT ÊTRE IMPORTANT, MAIS...

Au-delà du crédit, la politique monétaire peut stimuler l'économie par d'autres mécanismes de transmission, en particulier en influençant la devise, les prix des actifs et la confiance des agents économiques. Dans les faits, plusieurs des banques centrales qui ont récemment mis en place des taux négatifs ont semblé le faire essentiellement pour exercer des pressions baissières sur leur devise. Dans le cas du Danemark et de la Suisse, cet objectif était explicite. La Banque de Suède et la BCE ont plutôt justifié leurs taux négatifs par les perspectives d'inflation trop basses.

La baisse importante d'une devise est un outil puissant pour stimuler temporairement la croissance économique et l'inflation. Il y a toutefois de bonnes raisons pour lesquelles les grandes banques centrales n'utilisent habituellement pas cet outil. En particulier, les gains économiques tirés d'une dévaluation se font habituellement aux dépens des partenaires commerciaux, ce qui ouvre la porte à une riposte des autres banques centrales, voire à des guerres commerciales. Comme le disait récemment le gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), il s'agit d'un jeu à somme nulle³. La crise des années 1930 a bien montré que les dévaluations compétitives n'étaient pas une solution à une grave crise et pouvaient empirer la situation. Un retour vers des politiques monétaires orientées vers les taux de change serait un grand pas en arrière à notre avis.

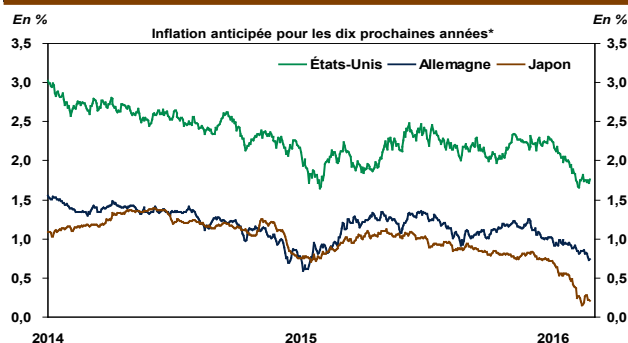
Il est aussi vrai que les taux d'intérêt très faibles, voire négatifs, peuvent avoir un effet stimulant en gonflant le prix de plusieurs actifs. L'effet sur les obligations fédérales est direct, mais tous les actifs qui paient un certain revenu devraient, en théorie, voir leur valeur augmenter fortement dans un monde de taux d'intérêt négatifs. Encore une fois, il s'agit toutefois d'une stratégie très risquée pour les banques centrales qui pourraient ainsi créer des bulles financières et causer la prochaine grande crise. Les achats

d'actifs seraient aussi un outil plus direct pour utiliser ce mécanisme de transmission.

Finalement, l'effet sur la confiance est un outil difficile à maîtriser pour les banques centrales. Il est vrai que dans plusieurs cas, une baisse des taux directeurs, même en territoire négatif, va être perçue par les investisseurs comme un développement positif qui montre la détermination de la banque centrale à atteindre ses objectifs. Cela pourrait ainsi rassurer les investisseurs et aider les anticipations d'inflation à rester près de la cible des banques centrales. Cet effet positif n'est cependant pas assuré. La décision récente de la BoJ d'expérimenter avec les taux négatifs a été très mal perçue par les médias et la population, et la poussée des ventes de coffres-forts rapportée par certains journaux n'est pas un signe positif pour la confiance. En zone euro, une baisse supplémentaire des taux directeurs dans le contexte actuel risquerait d'augmenter les craintes sur le secteur bancaire et ainsi d'affecter négativement la confiance.

Les banques centrales doivent aussi être conscientes que des taux d'intérêt extrêmement bas pour une période prolongée envoient un drôle de signal aux agents économiques. Rappelons qu'un taux d'intérêt nominal est la somme d'un taux réel et d'une anticipation d'inflation. Un taux nominal négatif suppose ainsi un taux réel négatif ou des anticipations d'inflation négative. À court terme, un taux réel négatif peut stimuler la croissance économique, mais, à long terme, il devrait refléter le rythme de croissance de l'économie. Si les banques centrales envoient le message que les taux nominaux resteront durablement négatifs, il ne faut pas se surprendre que les agents économiques commencent à craindre une récession ou de la déflation. À cet effet, la baisse marquée des anticipations d'inflation dans plusieurs économies avancées ne semble pas indiquer que la popularité grandissante des taux négatifs a augmenté la crédibilité des banques centrales en matière d'inflation (graphique 5).

Graphique 5 La faiblesse des anticipations d'inflation demeure un problème de taille pour les banques centrales



* Calculée à partir des obligations à rendement réel.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

³ Discours du gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, « Redeeming an unforgiving world », 26 février 2016, www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2016/speech885.pdf.

LES ACHATS D'ACTIFS SEMBLENT UN OUTIL SUPÉRIEUR AUX TAUX NÉGATIFS

Les banques centrales sont dans une situation très difficile depuis la dernière crise financière alors que la croissance économique et l'inflation tardent à reprendre la vigueur espérée. Cela les amène à se remettre en question et à expérimenter de nouveaux outils. Les taux négatifs ne nous semblent toutefois pas être un pas dans la bonne direction. À moins de revoir complètement le système monétaire, cet outil ne permet de diminuer les taux directeurs que d'environ 1 % de plus, et tout indique que cette baisse de taux ne serait que partiellement transmise par le système bancaire. En affaiblissant les institutions financières, les taux négatifs pourraient même entraîner un resserrement des conditions de crédit.

L'effet potentiellement positif des taux négatifs sur la confiance des agents économiques et sur la valeur des actifs financiers ne justifie pas l'utilisation de cet outil puisque les achats de titres financiers, souvent appelés mesures quantitatives, peuvent mieux générer ces effets. Non seulement les achats quantitatifs sont pratiquement illimités, ils permettent de mieux cibler certains actifs que la banque centrale juge important de soutenir. De plus, contrairement aux taux négatifs, les achats quantitatifs sont habituellement jugés positifs pour le secteur bancaire. Dans un scénario où les difficultés du secteur énergétique commencent à nuire dangereusement aux institutions financières canadiennes, par exemple, des achats d'actifs ciblés de la part de la BdC seraient ainsi bien plus efficaces qu'une baisse de taux d'intérêt pour rassurer les marchés.

On ne peut toutefois nier que les taux négatifs semblent un bon outil pour affaiblir une devise. Comme nous l'avons dit précédemment, un retour à des politiques monétaires basées sur les taux de change représenterait toutefois un grand pas en arrière pour les banques centrales. On pourrait toutefois comprendre que de petites banques centrales dans des situations particulières, par exemple au Danemark ou en Suisse, continuent à utiliser cet outil.

Dans le contexte actuel, nous sommes donc d'avis que les banques centrales qui ont abaissé leurs taux directeurs près de zéro et qui désirent davantage assouplir leur politique monétaire devraient se tourner vers les achats d'actifs plutôt que vers les taux d'intérêt négatifs. En plus d'ouvrir la porte à une éventuelle guerre des devises, les bénéfices incertains des taux négatifs ne semblent pas suffisants pour compenser les risques financiers encourus. Il est ainsi rassurant que la BoE et la Réserve fédérale semblent pour le moment peu intéressées par les taux négatifs. Il faudra voir quel outil privilégiera la BCE lors de sa rencontre du 10 mars.

Il pourrait arriver une situation de grave crise où les achats d'actifs ne seraient pas suffisants pour empêcher l'économie de tomber dans une spirale déflationniste. Dans un tel cas, les taux négatifs seraient tout aussi inefficaces et les banques centrales, probablement de concert avec les gouvernements, n'auraient d'autres choix que de se tourner vers des mesures de stimulation beaucoup plus directes, par exemple en finançant directement des dépenses publiques ou des baisses d'impôts⁴. Heureusement, rien n'indique que nous nous dirigeons actuellement vers une telle crise.

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

⁴ À ce sujet, voir : Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Les banques centrales ne sont pas complètement à court de munitions », 21 mai 2015, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv150521-f.pdf?resVer=1432211877000.