

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Trois ans de taux d'intérêt négatifs en Europe Les lendemains seront-ils difficiles?

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



Cela fait trois ans qu'une politique monétaire basée sur des taux d'intérêt négatifs est appliquée dans plusieurs pays d'Europe. Malgré une économie plus solide, il semble que les taux négatifs feront partie du paysage financier européen pour plusieurs trimestres encore. Ce *Point de vue économique* fait le bilan des trois dernières années et se penche sur les possibles conséquences du maintien de taux d'intérêt négatifs pour une période prolongée.

L'économie s'est généralement améliorée, mais l'inflation demeure faible

Quatre banques centrales ont adopté des taux d'intérêt négatifs en 2014 (graphique 1). Il s'agit de la Banque centrale européenne (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). La croissance économique était déjà en phase d'accélération lorsque les taux d'intérêt négatifs ont été décrétés. De façon assez générale, l'accélération économique s'est poursuivie en 2015 (graphique 2). Ensuite, elle s'est encore accélérée en Suède avant de finalement diminuer, elle s'est stabilisée sous 2 % en zone euro, et elle a perdu de son élan en Suisse et au Danemark.

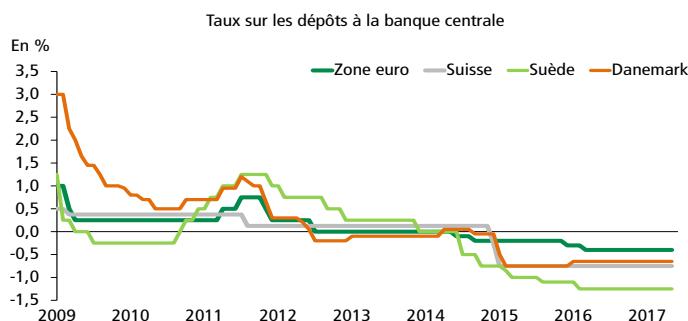
Sur le plan de l'emploi, l'amélioration est plus manifeste en zone euro, quoique le taux de chômage demeure élevé d'un point de vue historique. Celui-ci est passé de 11,5 % en juin 2014 à 9,3 % récemment (graphique 3 à la page 2). Le taux de chômage a aussi diminué en Suède et au Danemark. Il a, par contre, légèrement augmenté en Suisse, quoiqu'il demeure faible en comparaison avec les autres pays d'Europe.

Malgré l'amélioration de l'économie, les progrès du côté de l'inflation sont demeurés limités. Les mesures d'inflation tendancielle ont augmenté au cours des derniers mois, mais elles demeurent généralement bien en dessous des 2 % (graphique 4 à la page 2). L'inflation tendancielle apparaît plus élevée en Suède, mais la mesure suédoise n'exclut pas les prix de l'énergie et des aliments qui ajoutent beaucoup de volatilité.

La normalisation des taux d'intérêt s'annonce longue

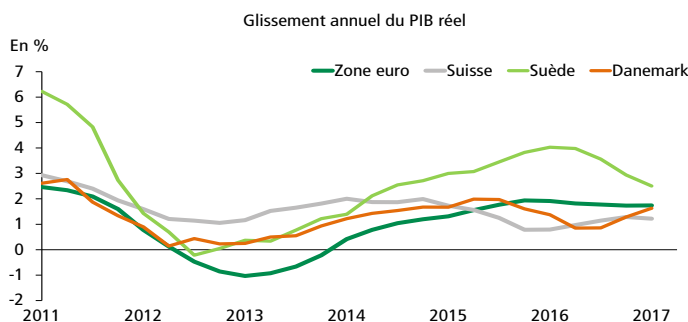
Les faibles progrès du côté de l'inflation suggèrent que les taux d'intérêt directeurs des banques centrales en Europe

GRAPHIQUE 1
Trois ans de taux d'intérêt négatifs en Europe



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
La croissance économique s'est renforcie



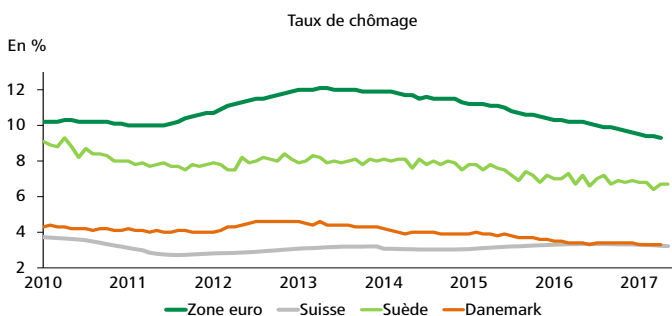
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Hendrix Vachon, économiste senior

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

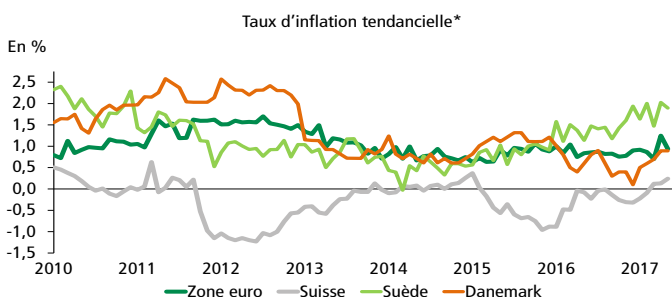
NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 3
Le taux de chômage diminue dans la plupart des pays



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4
L'inflation tendancielle est faible, mais augmente tout de même



* Exclut les aliments et l'énergie en zone euro, en Suisse et au Danemark. Exclut le coût des intérêts hypothécaires en Suède.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

demeureront en territoire négatif pendant plusieurs trimestres encore. Le cas de la Banque centrale européenne (BCE) est particulièrement important, car c'est elle qui devrait dicter le rythme de normalisation des politiques monétaires en dépit des progrès sur l'économie et l'inflation qui pourraient être observés ailleurs. En fait, la politique de taux de change fixe de la Banque nationale du Danemark l'oblige habituellement à suivre la BCE. La Banque nationale suisse (BNS) s'impose une contrainte similaire en voulant éviter que le franc ne s'apprécie trop par rapport à l'euro. La Banque de Suède (Riskbank) accorde moins d'importance au taux de change, mais cette variable conserve une influence élevée sur la compétitivité de la Suède en Europe ainsi que sur l'évolution des prix et de l'économie en général.

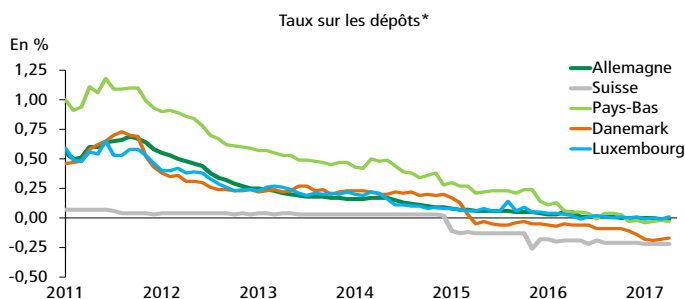
La BCE se montre un peu plus optimiste depuis le début du printemps, ce qui a encouragé les marchés à commencer à anticiper une réduction de ses mesures d'assouplissement monétaire. En juin, la BCE a retiré de son communiqué officiel sa mention quant à une possible autre baisse des taux d'intérêt directeurs. De plus, elle estime maintenant que les risques sur l'économie sont équilibrés dans l'ensemble. Elle ne signale toutefois pas de réduction de ses achats d'actifs avant la fin de l'année et encore moins une augmentation de taux d'intérêt. La lente amélioration de l'inflation qu'elle prévoit ne suggère

pas un changement de politique rapide en 2018. Elle pourrait graduellement réduire ses achats d'actifs en première moitié d'année, pour ensuite amorcer le relèvement de ses taux directeurs. La BCE laisse entendre que plusieurs mois pourraient séparer la fin des achats d'actifs et le début des hausses de taux.

Les taux de détail ont atteint de nouveaux creux

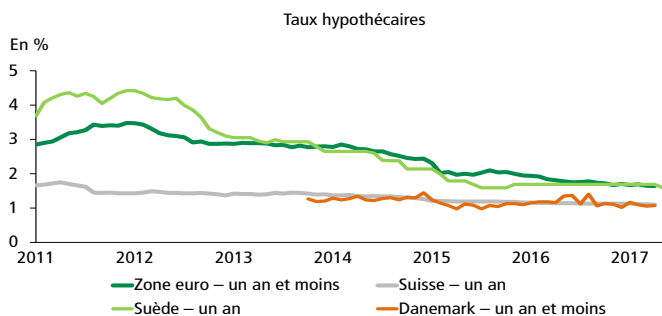
Le maintien de taux directeurs en territoire négatif se répercute sur plusieurs autres taux d'intérêt, notamment sur ceux des dépôts et des prêts. Ces taux ont diminué au cours des dernières années et ils atteignent aujourd'hui des creux historiques. Les taux publiés pour certains dépôts sont même passés en territoire négatif en Allemagne, aux Pays-Bas, au Luxembourg, en Suisse et au Danemark (graphique 5). Ces cas extrêmes concernent généralement des dépôts de grande taille ou des dépôts d'entreprises. Il semble encore y avoir une forte réticence à charger des intérêts sur les dépôts des ménages. Du côté des emprunts, les données officielles ne montrent pas que des ménages ou des entreprises profitent de taux négatifs au sein d'institutions financières (graphique 6).

GRAPHIQUE 5
Certains déposants doivent payer de l'intérêt en Europe



* Taux sur les dépôts à terme de trois mois et de plus de 100 000 francs pour la Suisse. Taux sur les dépôts à vue des entreprises pour les autres pays.
Sources : Datastream, Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

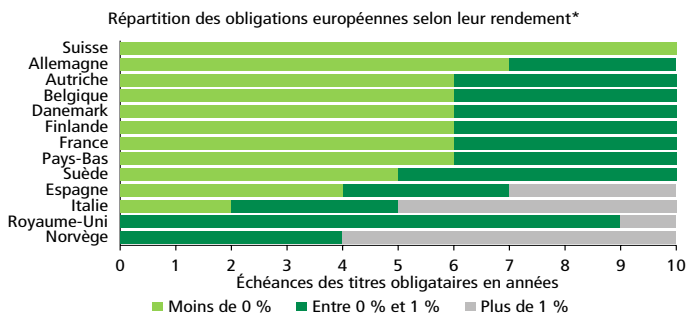
GRAPHIQUE 6
Les taux hypothécaires sont demeurés en territoire positif, mais sont tout de même très faibles



Sources : Datastream, Banque centrale européenne, Banque nationale du Danemark et Desjardins, Études économiques

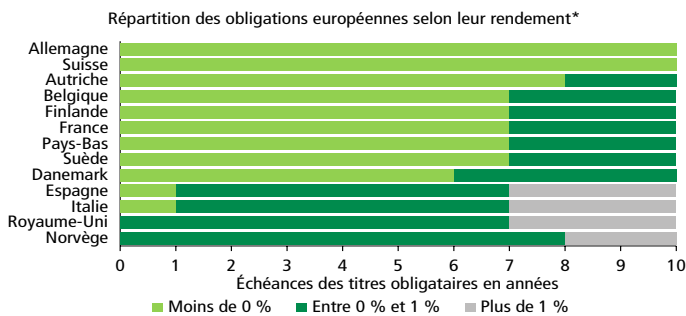
La plupart des gouvernements européens ont en revanche bénéficié de taux négatifs sur le marché obligataire. Quelques entreprises aussi. Cela dit, il semblerait que la tendance aux taux négatifs sur ce marché se soit essoufflée dans la dernière année. Il y a aujourd’hui un peu moins d’échéances obligataires affichant un rendement négatif qu’il y a un an (graphiques 7 et 8). Les taux obligataires semblent avoir commencé à s’ajuster à l’amélioration de l’économie en Europe et aux anticipations d’un éventuel resserrement monétaire. L’Espagne est l’une des rares exceptions où le nombre d’échéances avec un rendement négatif a augmenté durant la dernière année, cela en raison d’une réduction de la prime pour le risque de défaut.

GRAPHIQUE 7
Il y a encore beaucoup de taux obligataires négatifs...



* Données au 27 juin 2017.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8
... mais moins qu’il y a un an



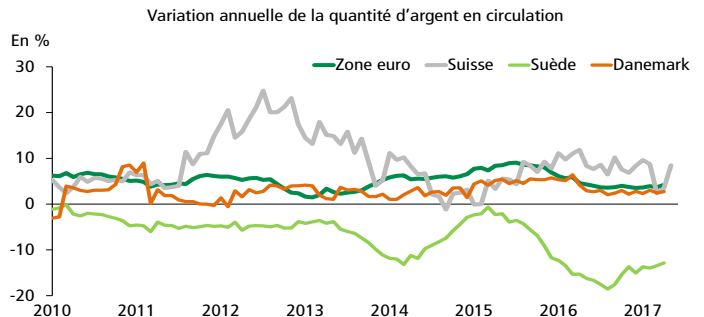
* Données au 14 juin 2016.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Pas de fuite vers l’argent comptant

L’introduction de taux d’intérêt négatifs avait soulevé des craintes quant à certains changements de comportement. En particulier, cela aurait pu encourager un transfert massif de l’épargne vers l’argent comptant. Dans un tel scénario, il deviendrait très difficile pour le système financier de trouver des fonds pour financer le crédit et l’investissement. L’économie serait pénalisée et les banques centrales perdraient de l’influence sur le canal du crédit.

Depuis 2014, il n’y a pas eu d’explosion dans la quantité d’argent en circulation en Europe. La tendance à la démonétisation s’est même poursuivie en Suède, quoique le rythme de réduction de la quantité d’argent en circulation dans ce pays ait diminué au cours des dernières années. L’accélération la plus forte a été observée en Suisse (graphique 9).

GRAPHIQUE 9
La quantité d’argent en circulation a davantage augmenté en Suisse



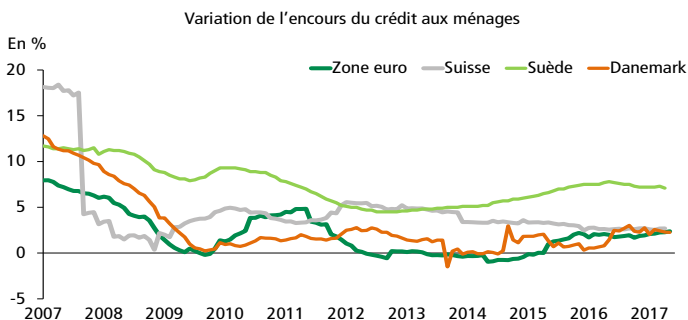
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans les faits, il existe plusieurs freins à une conversion massive vers l’argent comptant. Ce support monétaire peut vite devenir encombrant et les délais de transactions sont accrus en raison du temps consacré au comptage. Il y a aussi des enjeux de sécurité impliquant des coûts comme l’achat d’un coffre-fort. Enfin, 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 faudrait donc des taux d’intérêt négatifs plus faibles encore pour inciter les épargnants à changer leur comportement.

Pas de bulle généralisée du crédit

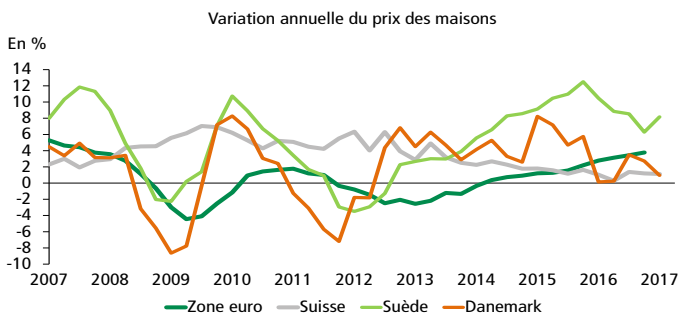
Plutôt que d’encourager un transfert massif de l’épargne vers l’argent comptant, les faibles taux d’intérêt peuvent simplement encourager une réduction de l’épargne et une hausse de la consommation, avec en prime une possible augmentation de l’endettement. Il s’agit en fait de l’un des principaux mécanismes de transmission de la politique monétaire. Il est normalement souhaité que ce mécanisme fonctionne, mais des excès seraient une menace à la croissance économique future.

Pour l’instant, il ne semble pas y avoir d’excès. Les données montrent une augmentation modérée de la croissance du crédit en zone euro, au Danemark et en Suisse (graphique 10 à la page 4). Les niveaux actuels demeurent largement inférieurs à ceux observés une décennie plus tôt. Le cas de la Suède est peut-être un peu plus préoccupant avec une progression du crédit oscillant autour de 7,5 % par année, mais il s’agit tout de même d’un niveau inférieur à ce qui a déjà été observé.

GRAPHIQUE 10
Le crédit croît encore lentement dans plusieurs pays


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

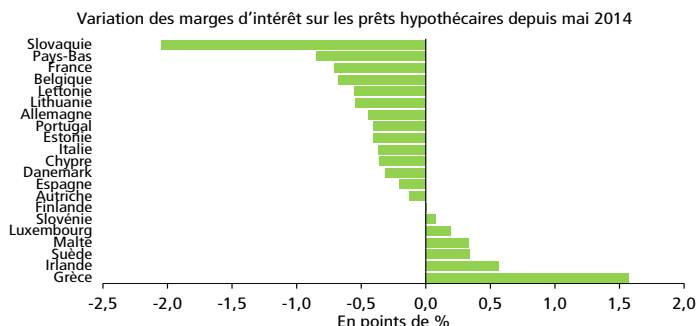
La croissance plus élevée du crédit concorde avec la progression plus rapide des prix des maisons en Suède (graphique 11). La variation annuelle du prix des maisons dans ce pays dépassait 10 % en 2015 et a fléchi légèrement depuis. Une forte hausse des prix a aussi été enregistrée au Danemark en 2015, mais elle est maintenant assez faible. À l'opposé, la progression des prix des maisons s'est accélérée récemment en zone euro et pourrait devenir plus préoccupante si la tendance se poursuivait.

GRAPHIQUE 11
La croissance du prix des maisons est élevée en Suède et progresse en zone euro


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les marges d'intérêt sont réduites

Les institutions financières ont subi de nouvelles pressions en raison des taux d'intérêt négatifs. La diminution des taux d'intérêt à l'emprunt et la difficulté d'abaisser profondément en territoire négatif les taux d'intérêt de dépôts ont réduit les marges d'intérêt dans plusieurs pays (graphique 12). La rentabilité du secteur bancaire est alors affectée. Les compagnies d'assurance sont également pénalisées par la faiblesse des taux, en particulier pour les produits d'assurance vie dont les calculs des primes avaient été basés sur des espérances de rendement nettement plus élevées à long terme. Ces entreprises doivent maintenant adapter leur offre de service.

GRAPHIQUE 12
Les marges d'intérêt des institutions financières ont fondu dans plusieurs pays d'Europe


Sources : Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

Pour amenuiser les coûts pour le système financier, la BCE a procédé à des opérations de financement spéciales permettant aux institutions financières d'emprunter de grande quantité de fonds à un taux de -0,40 %. L'amélioration de l'économie à la suite des assouplissements monétaires a aussi aidé les institutions financières. La progression de l'emploi réduit les pertes sur prêt et l'augmentation des volumes de crédit génère de nouveaux revenus. En Grèce, l'amélioration de la confiance envers le système bancaire a permis aux institutions financières de reconstruire leurs marges d'intérêt.

Les épargnants sont pénalisés

La rareté des possibilités de placement offrant des rendements intéressants rend le contexte difficile pour les épargnants. Il en va de même pour les caisses de retraite. Pour atteindre les mêmes objectifs d'épargne et de retraite, les cotisations doivent être augmentées, ce qui peut freiner la consommation. Autrement, si les objectifs d'épargne sont revus à la baisse, c'est la consommation future qui devient pénalisée.

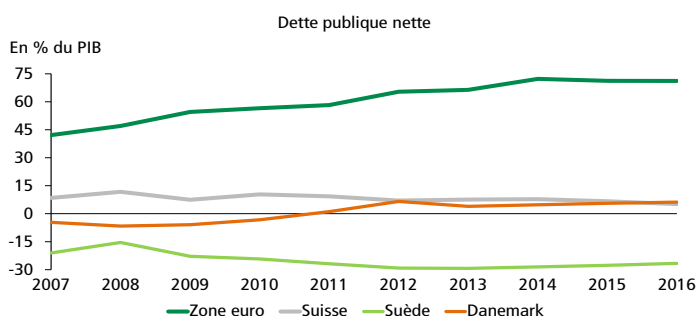
La contrainte des faibles rendements peut aussi être contournée par une prise de risque accrue. Les actifs plus risqués offrent généralement des rendements plus satisfaisants. Cependant, une augmentation de la demande pour ces actifs pourrait avoir conduit à une sous-évaluation des primes de risque, ouvrant ainsi la porte à des corrections et des tensions financières dans le futur.

Les gouvernements devront s'adapter à la remontée des taux

L'avenir s'annonce plus difficile pour les gouvernements après plusieurs années de faibles taux d'intérêt. Déjà, les taux obligataires montrent des signes de remontée et la facture pourrait vite augmenter pour les contribuables. Il n'est pas clair que la croissance des entrées fiscales dues à l'amélioration de l'économie compenserait pour la hausse des intérêts.

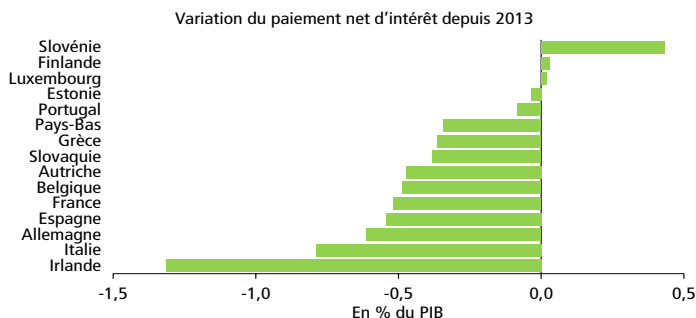
Cet enjeu touchera davantage la zone euro où l'endettement public est plus élevé (graphique 13). La dette publique nette s'est stabilisée à plus de 70 % du PIB depuis 2014. Malgré tout, les paiements nets d'intérêt ont considérablement diminué dans la plupart des pays de la zone au cours des dernières années, permettant au gouvernement de mettre la pédale douce sur les mesures de redressement budgétaire (graphique 14). Dans certains pays, l'augmentation de la dette a annulé les gains liés à la diminution des taux d'intérêt, et même davantage. C'est ce qui s'est notamment produit en Slovaquie.

GRAPHIQUE 13
Le poids de la dette est nettement plus élevé en zone euro



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 14
Presque tous les pays de la zone euro ont vu leur paiement d'intérêt baisser au cours des trois dernières années



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

On ne peut pas écarter un retour des tensions financières liées aux dettes souveraines lorsque la BCE commencera son resserrement monétaire et que les taux obligataires remonteront plus significativement. La fin même du programme d'achat de titres de la BCE pourrait s'avérer difficile. Les pays plus endettés, comme la Grèce et l'Italie, pourraient devoir assumer une recrudescence dans les primes de risque. Le système financier pourrait aussi être mis à l'épreuve en raison de son exposition aux obligations souveraines.

Un risque élevé de lendemains difficiles

En résumé, les politiques monétaires déployées en Europe, avec des taux d'intérêt négatifs, semblent avoir aidé l'économie. En revanche, tout n'est pas parfait en situation de taux d'intérêt négatifs et on peut aussi avoir certaines craintes à l'égard du retrait éventuel de ces politiques.

On peut se rassurer de ne pas observer des transferts massifs d'épargne en argent comptant. Pour qu'un tel scénario se réalise, il faudrait vraisemblablement que les taux d'intérêt appliqués sur les dépôts des ménages soient significativement abaissés en territoire négatif, ce que les institutions financières ne semblent pas près de faire, même si cela les pénalise sur leurs marges d'intérêt. On peut aussi se rassurer de ne pas observer d'explosion du crédit et la formation de nouvelles bulles dans le secteur de l'habitation.

Il est plus inquiétant de constater que les gouvernements n'ont pas encore commencé à réduire leur endettement afin de se redonner une nouvelle marge de manœuvre et aussi pour faire face à une éventuelle remontée des taux d'intérêt. Cette remontée a débuté timidement sur le marché obligataire et devrait davantage se concrétiser l'an prochain lorsque la BCE réduira ses achats de titres. La tendance pourrait s'accélérer à l'approche d'une première hausse des taux d'intérêt directs vers la fin de 2018.

On peut s'inquiéter aussi des effets que les taux négatifs laisseront sur l'épargne. En cas de déficit d'épargne, la consommation sera pénalisée. Il pourrait aussi y avoir un réajustement des primes de risque lorsque les épargnants retourneront vers des actifs moins risqués.

Finalement, on peut s'inquiéter des conséquences d'un éventuel choc externe, comme un ralentissement significatif de l'économie, voir une fin de cycle aux États-Unis. Un tel scénario nous apparaît crédible à l'horizon de 2020, ce qui signifie que la BCE et les autres banques centrales d'Europe auraient très peu de temps pour normaliser leur politique monétaire. Comme on pourrait difficilement compter sur un apport des gouvernements pour soutenir la croissance, surtout en zone euro, il apparaît probable qu'on retournerait rapidement avec des taux d'intérêt négatifs. Il y aurait alors un danger que ces politiques ne soient plus aussi efficaces au point où de nouveaux creux pourraient être testés avec les taux d'intérêt et que les effets néfastes deviennent trop importants.

Hendrix Vachon, économiste senior