

Le danger de la pensée unique

Les banquiers centraux devraient prendre le temps de réétudier l'efficacité des taux négatifs sur une longue période.

SCOTT MATHER*

Aux quatre coins du globe, les banques centrales ont emprunté de concert la voie d'une politique monétaire toujours plus «souple», certaines d'entre elles allant même jusqu'à adopter à présent des taux d'intérêt négatifs. Mais quelque huit ans après la crise financière mondiale, la question mérite d'être posée: Plutôt que de stimuler la croissance et de ramener l'inflation vers son objectif, se pourrait-il que la politique monétaire extraordinaire ait en réalité exactement l'effet inverse? Aujourd'hui, les paramètres de la politique monétaire de l'univers développé sont plus extrêmes que dans le sillage immédiat de la crise. Ce que l'on considérait alors comme des «mesures d'urgence» sont devenues la norme. Ces mesures, combinées à des montants colossaux d'intervention sur le marché libre, avaient toutes pour objectif des taux d'intérêt nominaux plus faibles, selon l'hypothèse que des taux plus faibles sont toujours bons pour la croissance et favorisent l'inflation. Et pourtant, les ZIRP, NIRP et autres QE n'ont pas encore fourni les résultats anticipés par les modèles standard

«néo-keynésiens» sur lesquels ils se basent.

Peut-être les modèles préconisant des taux d'intérêt bas (voire négatifs) sont-ils tout simplement à côté de la plaque. Après tout, l'assise théorique sur laquelle reposent ces modèles n'a pas réelle-



L'ASSISE THÉORIQUE SUR LAQUELLE REPOSENT LES MODÈLES PRÉCONISANT DES TAUX D'INTÉRÊT BAS (VOIRE NÉGATIFS) N'A PAS RÉELLEMENT UN ANCRAGE SOLIDE DANS LA RÉALITÉ EMPIRIQUE.

ment un ancrage solide dans la réalité empirique. Ils semblent avoir bien mieux fonctionné en d'autres temps, lorsque les taux d'intérêt d'équilibre étaient plus élevés. En réalité, les économies sont bien trop complexes pour correspondre avec certitude à un quelconque modèle. Et les précédents historiques de telles périodes prolongées de politique monétaire extraordinaire sont encore trop rares. Pourtant, au vu des incertitudes, les banques centrales persistent à reproduire ce qui n'a manifestement pas fonctionné jusque là, en se basant sur des modèles qui n'ont pas été éprouvés dans le contexte actuel. La ferveur quasi religieuse avec

laquelle ces politiques sont appliquées semble être à l'échelle de leur inefficacité croissante plutôt que des mesures objectives de leur succès.

Il est fort possible que l'économie et l'inflation ne réagissent pas aux abaissements des taux d'intérêt

de façon «normale» dès lors que la politique est à ce point éloignée de la normale. Il pourrait également y avoir des facteurs temporels et d'orientation susceptibles d'altérer l'efficacité d'une politique de taux particulière. Qui plus est, les boucles de rétroaction entre les attentes et les résultats sont critiques lorsqu'il est question de paramètres de politique monétaire et ne sont pas correctement capturées par les modèles traditionnels. Il existe de plus en plus de preuves empiriques suggérant que des périodes prolongées de taux d'intérêt faibles, nuls ou négatifs ne se traduisent pas par les rebonds de croissance et d'inflation prévus par les modèles

néo-keynésiens. Prenons les deux décennies d'expériences de taux faibles au Japon, ou les exemples les plus récents à travers le reste de l'univers développé durant la majorité de la décennie écoulée. Compte tenu de ces résultats, certains chercheurs et banquiers centraux commencent à remettre en question les fondements des modèles traditionnels de taux bas et négatifs. L'école de pensée «néo-fishérienne» soutient que l'ancrage de taux d'intérêt à des niveaux trop faibles sur une trop longue période peut donner lieu à une baisse de l'inflation et provoquer une dynamique déflationniste qui risquerait d'entraver la croissance. Les politiques monétaires adaptées et stimulantes de jadis risquent de se transformer en programmes contre-productifs créant des équilibres nouveaux et non désirés. Les décideurs politiques devraient donc prendre le temps de remettre en question l'efficacité des taux d'intérêt plus bas pour plus longtemps plutôt que de courir le risque de voir la pensée unique des politiques monétaires mener à une zombification de l'économie.

* PIMCO CIO US Core

Taux négatifs : le prix de la peur

Payer pour le droit de prêter

L'*homo economicus* est un personnage fictif de la théorie économique, censé toujours agir de façon rationnelle. Il ne lui viendrait pas à l'idée de placer son argent sur un actif dont le rendement* serait inférieur à un autre pour un degré de risque identique, à plus forte raison si le rendement proposé est négatif ! Or, c'est précisément ce que l'on observe sur les marchés obligataires où plus de 7 000 milliards de dollars étaient placés en février sur des titres de la dette publique portant un taux d'intérêt nominal négatif. Cela concernait notamment les trois quarts de la dette publique japonaise et un tiers de la dette souveraine (celle des Etats) en Europe. Phénomène quasi inconnu dans le passé, les rendements négatifs sont apparus brièvement fin 2008, au plus fort de la crise financière, sur certains titres américains à court terme, puis en Europe à partir de 2012 et au Japon depuis février 2016.

Outre les titres les mieux notés de la dette souveraine, les taux négatifs portent aujourd'hui sur 65 milliards d'euros de titres de la dette privée européenne. Dans un contexte d'aversion maximale au risque et de repli massif sur les actifs les plus sûrs, certains investisseurs acceptent en effet de perdre quelques dixièmes de pourcent de leur capital pour en préserver l'essentiel, le temps que la tempête passe. Une forme d'assurance en quelque sorte qui, en dépit des apparences, est moins onéreuse qu'une éventuelle thésaurisation* des fonds, si l'on tient compte des coûts relatifs à l'assurance et à la sécurité des liquidités entreposées quand les sommes

Les taux négatifs peuvent constituer **une source de déséquilibres financiers** considérables pour les investisseurs institutionnels

en jeu sont importantes. C'est aussi un calcul qui peut s'avérer payant si l'on se rappelle que la rémunération nominale d'un titre n'est que l'une des composantes de son rendement réel.

Celui-ci dépend en effet de l'évolution des prix à la consommation qui, dans un environnement déflationniste, peuvent baisser dans une proportion plus grande que le rendement nominal des titres, offrant ainsi malgré tout un gain réel aux investisseurs. Le prix du titre, qui est une fonction inverse de son rendement, peut aussi continuer à augmenter si l'aversion au risque des investisseurs s'accroît ou si la déflation s'aggrave, compensant son rendement négatif. Enfin, dans le cas d'un placement en devises, la rémunération de l'investisseur pourra être positive si la monnaie dans laquelle le titre est libellé s'apprécie.

L'arme ultime contre la déflation ?

La diffusion des taux négatifs sur les marchés obligataires n'est pas dissociable de l'action des banques centrales des pays concernés : elles ont porté le taux auquel elles rémunèrent les réserves déposées par les banques en dessous de zéro (voir graphique). Au Danemark (depuis 2012) et en Suisse (à partir de janvier 2015), l'objectif était de freiner l'afflux de capitaux et l'appréciation de la monnaie qu'il provoquait. Ancrée à la monnaie unique dans le cadre du système monétaire européen, la couronne danoise évolue dans une bande de fluctuation étroite ($\pm 2,25\%$) qui oblige en effet la banque centrale à intervenir sur le marché des changes pour maintenir sa parité vis-à-vis de l'euro. Un exercice qui peut s'avérer périlleux lorsque ce dernier n'inspire plus confiance aux marchés, comme en 2012 ou en 2015. La Suisse, quant à elle, avait jugé bon en 2011 de plafonner sa parité vis-à-vis de l'euro, un engagement auquel elle a renoncé en janvier 2015 – provoquant un bond du franc suisse de 30 % en quelques minutes –



> **Rendement** : défini par le rapport entre le revenu (dividendes, coupons) généré par un titre (action, obligation) et son prix.

> **Thésaurisation** : conservation oisive d'un capital sous la forme de liquidités qui ne sont ni dépensées ni prêtées.

> **Détente quantitative** : politique

consistant pour la banque centrale à acheter des titres sur le marché obligataire de façon à provoquer la baisse des taux d'intérêt à long terme.

> **Obligation** : titre de créance offrant à son détenteur un revenu fixe (le coupon) en % de sa valeur nominale.

après qu'elle a porté son taux sur les dépôts bancaires à - 0,75 %.

En Suède (où les taux de dépôt sont devenus négatifs depuis 2015) et surtout dans la zone euro (depuis juin 2014), la préoccupation de la banque centrale n'est pas le niveau du taux de change, mais les pressions déflationnistes et l'atonie persistante de la croissance économique. En pénalisant les banques qui préfèrent conserver leurs liquidités à la banque centrale plutôt que d'accorder des prêts aux entreprises et aux ménages, la Banque centrale européenne (BCE) entend encourager l'offre du crédit.

Parallèlement, la répercussion des taux négatifs sur le marché obligataire et sur les taux bancaires contribue à soutenir la demande de crédit, déprimée par le niveau élevé des taux d'intérêt réels lorsque les prix sont orientés à la baisse. En aidant à redresser les anticipations inflationnistes, elle décourage aussi l'attentisme des agents en matière de dépense. Si elle n'est pas explicitement

désirée – sauf par la Banque du Japon –, la dépréciation du taux de change que ces politiques sont susceptibles de provoquer a l'avantage de booster la compétitivité de l'économie, mais aussi de relever le taux d'inflation en augmentant les prix des produits importés.

De nombreux effets pervers

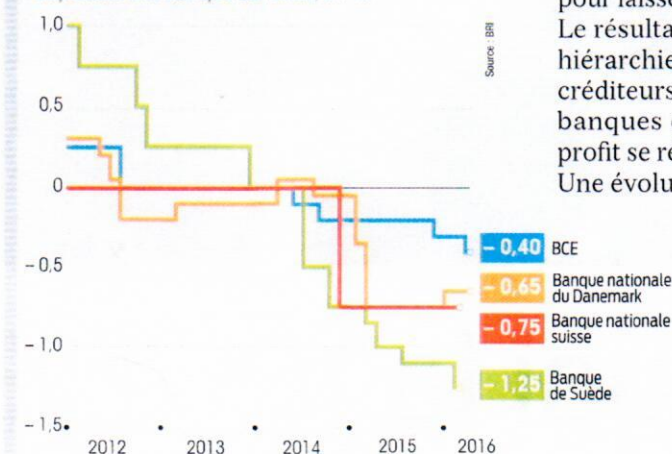
Au terme de sept années de dérèglements financiers et de croissance molle, le recours à des taux d'intérêt négatifs fait cependant figure pour beaucoup de fuite en avant dans l'inconnu monétaire, sanctionnant *de facto* l'échec des politiques de taux zéro et de détente quantitative* mises en œuvre depuis l'irruption de la crise. Ces politiques présentent en particulier trois risques majeurs, qui soulignent leurs limites et font douter de leur pérennité. Le premier est celui d'un usage conflictuel entre banques centrales de la politique monétaire, orientée vers la dépréciation du change et le déplacement de la demande d'un



Demande de prêt bancaire. Les taux négatifs pourraient dissuader les banques de prêter davantage, car ils réduisent leur profitabilité.

LES BANQUES CENTRALES OPTENT POUR LES TAUX NÉGATIFS

Evolution des taux sur les réserves bancaires déposées à la banque centrale, en %



négatifs pourraient peser sur la volonté des banques de prêter si leur effet est de réduire leur profitabilité.

Enfin, les taux négatifs peuvent constituer une source de déséquilibres financiers considérables pour les investisseurs institutionnels, tels les fonds de retraite et les compagnies d'assurances, qui sont tenus pour des raisons réglementaires de détenir une partie de leurs portefeuilles de titres sous formes d'obligations* d'Etat, quelles que soient leurs rémunérations. Difficile en effet d'assurer les rendements nécessaires à l'équilibre financier des retraites et à la couverture des risques assurés lorsque les capitaux investis à long terme sont voués à être amputés de leur valeur nominale. De quoi faire réfléchir les banques centrales avant de s'engager plus encore dans cette voie.

■ Jacques Adda

en savoir plus <

> « **Negative Interest Rates in Europe: a Glance at their Causes and Implications** », *Global Economic Prospects*, BOX 1.1., Banque mondiale, juin 2015, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10985/21999>

> « **Ultra-low or Negative Interest Rates: what they Mean for Financial Stability and Growth** », par Hervé Hannoun, Banque des règlements internationaux, 22 avril 2015, www.bis.org/speeches/sp150424.pdf

> « **How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates ?** », par Morten Bech et Aytel Malkhozov, *BIS Quarterly Review*, mars 2016, www.bis.org/pub/qtrpdf/qtr1603e.pdf