

Les intérêts négatifs sont-ils efficaces ?

La baisse des taux d'intérêt, même dans la zone négative, est un outil efficace pour relancer l'économie. Ses effets secondaires sont souvent exagérés ; ils comportent toutefois des risques. La politique monétaire n'est pas la seule option pour raviver l'économie.

Jennifer Blanke, Signe Krogstrup

Abrégé Les taux négatifs sont controversés. On doute de leur efficacité et on s'inquiète de leurs effets secondaires. De telles réticences sont souvent exagérées et reposent sur de fausses hypothèses. En effet, les taux négatifs se sont avérés être un instrument monétaire efficace : ils déploient les mêmes effets que la diminution des taux dans la zone positive en temps normal. Si les taux négatifs n'ont pas encore été à l'origine d'une relance, cela provient surtout du fait que la baisse actuelle est historiquement très modeste. À cela s'ajoute que, si les taux nominaux sont descendus au-dessous de zéro, les taux réels ont insuffisamment diminué. Les taux négatifs sont un terrain inconnu et recèlent des risques. Les banques centrales en sont conscientes et observent leur évolution en permanence.

Il y a encore quelques années, les taux d'intérêt négatifs nominaux relevaient tout au plus de la théorie. Beaucoup estimaient que leur mise en pratique était impossible¹. Pourtant, plusieurs banques centrales les ont introduits ces dernières années. Celle du Danemark a été la première à passer au-dessous de la limite du zéro en 2012. À la grande surprise de nombreux observateurs, cela n'a pas déstabilisé les marchés financiers. Puis, la Banque centrale européenne, la Banque nationale suisse et la Banque de Suède ont suivi en 2014. Deux ans plus tard, c'était au tour de la Banque du Japon de s'aventurer sur le terrain du taux négatif.

L'efficacité des taux négatifs est controversée

Une baisse des taux au-dessous de 0 % signifie que la banque centrale débite des intérêts aux banques commerciales lorsque celles-ci déposent de l'argent chez elle. Par le biais de leurs propres taux d'intérêt, les banques commerciales répercutent cette baisse sur les personnes physiques, les entreprises et les établissements financiers, soit sur le système financier en général. Les banques centrales cherchent ainsi à donner un coup de fouet à l'activité économique. Effecti-

vement, en cas de taux d'intérêt bas, les banques disposent de davantage d'argent, la consommation des ménages augmente, de même que les investissements consentis par les entreprises.

Pourtant, tout le monde ne croit pas à cette réaction en chaîne. Les détracteurs affirment qu'inciter des populations vieillissantes à dépenser n'a pas de sens. Au contraire : avec des intérêts négatifs, on risque de voir les épargnants et les retraités réduire leurs dépenses, soit parce qu'ils ont des objectifs fixes en matière d'épargne, soit parce qu'ils vivent des intérêts tirés de leur capital.

Toutefois, rien ne prouve que les épargnants changent de comportement quand les intérêts deviennent négatifs. Même si cette thèse se confirmait, cela ne modifierait en rien le fait que, dans toute économie, un emprunteur fait face à un épargnant. Il en va ainsi des jeunes familles qui acquièrent une maison pour la première fois avec une hypothèque, des crédits pour les voitures ainsi que des prêts aux jeunes pousses ou à l'État. Le surcroît de pouvoir d'achat que les intérêts négatifs confèrent aux emprunteurs devrait contrebalancer sans problème l'augmentation supposée de la tendance à économiser des retraités et des autres épargnants. Exactement comme en temps

¹ Les opinions exprimées dans le présent article reflètent celles des auteurs et pas obligatoirement le point de vue de la Banque africaine de développement, du FMI ou du Conseil d'administration et de la direction du FMI. L'article se fonde sur une version plus longue, parue en anglais sur le site Internet « Global Agenda » du Forum économique mondial (WEF ; voir Blanke et Krogstrup, 2016).

Intérêts nominaux et réels

On confond souvent les intérêts nominaux et réels, car beaucoup ne connaissent que les premiers.

Le taux d'intérêt *nominal* est le montant dû chaque année pour une épargne, disons de 100 francs. Le taux d'intérêt *réel*, en revanche, montre l'augmentation de la valeur de ces 100 francs en une année en mesurant ce que l'on peut acheter avec ce montant. L'intérêt réel est déterminant pour le rendement de l'épargne. Il dépend à la fois des intérêts nominaux et de l'inflation.

On trouve un intérêt réel négatif dans les pays où l'inflation est plus élevée que l'intérêt nominal. Cela signifie que les fonds d'épargne perdent de la valeur même quand les intérêts nominaux sont positifs. Dans les pays où l'inflation est plus faible que les intérêts nominaux, la valeur réelle de l'épargne augmente.



KEYSTONE

normal. Voilà pour la théorie. On doit, toutefois, se demander si les intérêts négatifs fonctionnent dans la pratique.

Les banques répercutent les intérêts de pénalité seulement en partie

La pratique montre que les intérêts négatifs des banques centrales sont effectivement apparus dans le système financier, comme l'avait prédit la théorie, mais à quelques petites exceptions près, notamment dans les banques secondaires. Le passage des intérêts des banques centrales au-dessous de la limite du zéro a entraîné la diminution à large échelle des taux dans les économies concernées. C'est exactement ce qui se passe lors d'une baisse des intérêts dans la zone positive². Les taux des obligations et ceux pratiqués sur les marchés monétaires ont chuté, comme il fallait s'y attendre. Les taux de change et le cours des actions ont aussi réagi comme d'habitude.

Les taux d'intérêt des banques, qui n'ont répercuté cette baisse que partiellement, font ex-

Des taux d'intérêt faibles encouragent l'achat de logements. Immeubles à Zurich-Oerlikon.

ception. Comme le montrent diverses études³, la réaction des établissements bancaires était très différente selon les pays⁴. On sait encore peu de choses de ces spécificités, mais elles pourraient être liées à la structure de financement des banques et à l'environnement concurrentiel.

Bien que la répercussion des intérêts sur les marchés financiers fonctionne en général plutôt bien, elle n'a pas débouché, ou pas encore, sur une reprise nette dans les économies à intérêts négatifs. Cela signifie-t-il que ce système ne fonctionne pas ? Non, parce que, normalement, les banques centrales baissent leurs taux d'intérêt de manière plus sévère quand il s'agit de provoquer une reprise.

Les baisses d'intérêts sont trop faibles pour prouver leur efficacité

Les baisses de taux dans la zone négative sont minimales. Au Japon, la plus récente a fait passer les intérêts de 0,10 à -0,10 %, soit seulement 0,20 point. La Banque nationale suisse a opté pour un

² Voir Ball et al. pour les détails (2016).

³ Voir Ball et al. (2016) et Danthine (2016).

⁴ Il existe en plus une non-linéarité lors du report des intérêts à court terme sur ceux à long terme dans le domaine de la limite inférieure des taux d'intérêt, selon le niveau où le marché place cette limite inférieure. Voir Grisse et al. (2016).

taux de -0,75 %. La plupart des clients ont à peine conscience d'une diminution des intérêts de 0,20 % sur leur compte d'épargne. Même un crédit bancaire de 0,75 % plus avantageux ne va pas inciter une foule de gens à acquérir tout de suite une nouvelle voiture si, dans le même temps, la morosité de la conjoncture n'est pas favorable aux augmentations de salaires.

Normalement, les banques centrales interviennent avec plus de fermeté si elles veulent vraiment relancer une économie molle. À titre de comparaison, la Réserve fédérale des États-Unis a baissé ses taux d'intérêt de quelque 6 % à 1 % pendant la récession relativement modérée qui a touché le pays en 2001. La crise financière mondiale de 2008 l'a également incitée à diminuer ses taux de 5 points. En 2008 et 2009, la banque aurait desserré encore davantage la vis des intérêts si la limite des 0 %, qui constituait la limite inférieure jusque-là, n'avait pas été atteinte⁵.

Ajoutons à cela que, de façon générale, les taux nominaux négatifs n'ont pas pesé sur les taux réels. Ces derniers dépendent à la fois des taux nominaux et de l'inflation (voir *encadré*). Or, la plupart des mouvements dans la zone négative étaient des réactions à un recul de l'inflation ou des attentes envers celle-ci. Ce recul était sensiblement plus marqué que les baisses très hésitantes des intérêts au-dessous de zéro qui ont suivi⁶.

Quand la Banque nationale suisse, par exemple, a réduit son taux directeur à -0,75 % en janvier 2015, elle s'est engagée en même temps dans une politique de réévaluation de la monnaie, qui a diminué l'inflation à court terme d'au moins 0,75 %. La réduction des taux nominaux et celle de l'inflation se sont annulées réciproquement, de sorte que les taux d'intérêt réels sont restés plus ou moins inchangés. Cela étant, la descente au-dessous de zéro n'a pas eu d'effet réel immédiat sur le rendement des fonds d'épargne durant cette courte durée. Pourtant, de nombreuses personnes en Suisse ont le sentiment que leurs économies se sont réduites en raison des taux nominaux négatifs. Si ces derniers sont tellement controversés, cela provient également d'une illusion qui touche à la valeur pécuniaire : beaucoup de gens ne font pas la différence entre taux d'intérêt nominaux et réels.

Les taux négatifs ont certes réussi à atténuer quelque peu la pression de la déflation. Les mouvements minimes qu'ils présentent n'ont, toutefois, pas suffi dans la plupart des pays à redonner une vraie dynamique à l'économie. En d'autres termes, le médicament aide, mais le dosage devrait être bien plus élevé pour guérir. Les banques centrales n'ont pas poursuivi leur baisse, étant donné que les intérêts négatifs sont une terre inconnue et que leur efficacité est entachée de doutes. On n'est pas non plus certain de l'innocuité des effets secondaires qui pourraient en résulter. L'impopularité des taux d'intérêt négatifs ainsi que la crainte des réactions de la population et de la politique peuvent y avoir contribué. Les banques centrales sont prudentes de nature.

Les intérêts négatifs doivent augmenter le goût du risque

On ne sait pas encore jusqu'où les taux d'intérêt négatifs peuvent descendre avant que les particuliers, les entreprises ou les établissements financiers ne soldent fortement leurs emprunts et leurs fonds d'épargne. Leurs préférences iraient alors à l'argent liquide sans intérêt. Il est difficile d'évaluer où se situe cette limite inférieure. Si, toutefois, on atteint ce point par mégarde, cela pourrait ébranler la confiance dans le système financier et bousculer son fonctionnement.

Il existe plusieurs méthodes et instruments pour limiter ce risque. Les banques centrales peuvent, par exemple, aider les banques secondaires qui perdent des dépôts ou limiter l'émission d'argent liquide. De telles idées sont toutefois controversées et problématiques d'un point de vue politique. Les banques centrales devraient au moins être vigilantes et surveiller les intérêts s'ils s'approchent de cette limite inférieure.

La plupart des autres réserves émises ne concernent pas les intérêts négatifs en soi, mais la longue période des taux réels bas. On craint que si cette situation perdure, elle ne fausse les marchés financiers et menace la stabilité du système. Si les emprunts sûrs et les dépôts d'épargne ne produisent qu'un rendement minimal, les investisseurs chercheront de meilleurs placements, probablement plus risqués. C'est exactement ce que veut cette politique monétaire : stimuler l'économie et le goût du risque. Cependant, quand

⁵ Voir Krogstrup (2017).

⁶ Voir Krogstrup (2017).

les investisseurs misent sur des placements non productifs ou sur l'immobilier, des bulles peuvent se former, puis éclater. Il faut dire que ce danger n'existe pas seulement en présence d'intérêts nominaux négatifs et qu'il est peut-être moins marqué quand l'économie est en récession⁷.

Depuis la crise financière mondiale, les banques centrales doivent, en cas de chocs, observer les prix des marchés financiers et déceler les signes annonciateurs de bulles ou une propension exagérée à prendre des risques. Leurs réactions peuvent différer selon le mandat qui leur est confié ou les instruments à disposition. Quelques banques centrales peuvent réguler directement la propension au risque, en prenant des mesures macroprudentielles. Elles peuvent ainsi accroître leurs exigences en fonds propres ou demander un volant de fonds propres anticycliques lors de l'octroi d'hypothèques. D'autres n'ont pas ces compétences. Le relèvement des taux d'intérêt avant un retour à la croissance risque de toute façon de différer cette dernière.

On invoque souvent l'argument selon lequel les intérêts négatifs seraient mauvais pour la santé financière des banques, des caisses de pension et des compagnies d'assurance. Ces risques résultent plutôt d'intérêts réels bas que de taux nominaux négatifs ; ils tiennent aux modèles commerciaux que ces établissements ont appliqués lorsqu'on pouvait encore se baser sur des taux réels et nominaux supérieurs. Ces modèles se transforment toutefois et les banques n'ont pas annoncé jusqu'ici, dans les pays où les taux d'intérêt sont négatifs, davantage de pertes de bénéfices en moyenne que dans les pays où ils sont positifs⁸.

Relever les taux d'intérêt nominaux pour protéger les bénéfices des établissements financiers serait une erreur et pourrait avoir un effet de boomerang. Cela affaiblirait la demande économique générale et ralentirait la croissance en prolongeant la phase des taux d'intérêt réels bas. Le secteur financier serait alors soumis à une pression accrue.

Les réformes accompagnatrices et les investissements peuvent stimuler la conjoncture

Les effets des intérêts négatifs doivent être considérés comme un succès. La baisse dans la zone

négative connaît toutefois des limites, si aucune autre mesure n'est prise pour atténuer les risques financiers et économiques.

La politique monétaire n'est de loin pas la seule option pour raviver la conjoncture. Si la croissance ralentit, si le chômage croît et que l'investissement se traîne obstinément, les décideurs voudront peut-être s'engager davantage. Les projets d'investissements publics et une augmentation des dépenses de l'État appuient généralement la baisse des intérêts. C'est justement quand les taux sont bas que les dépenses publiques peuvent servir de moteur de croissance.

Des réformes du côté de l'offre, combinées idéalement avec des mesures de politique fiscale, peuvent aussi stimuler la compétitivité et la productivité d'une économie. Si les marchés fonctionnent mieux, le système de formation s'améliore, des infrastructures importantes se créent, l'esprit d'entreprise et l'innovation sont stimulés. De telles mesures augmentent la probabilité d'une future croissance. Si la population le comprend et y croit, on pourrait susciter la confiance et ainsi relancer les dépenses et la croissance.

⁷ Voir Ball et al. (2016).

⁸ Voir, par exemple, la Banque de Suède (2016).



Jennifer Blanke

Vice-présidente de l'agriculture et du développement humain et social, Banque africaine de développement, Abidjan

Signe Krogstrup

Consultante, département des études, Fonds monétaire international (FMI), Washington

Bibliographie

- Ball Laurence, Gagnon Joseph, Honohan Patrick et Krogstrup Signe, « What else can central banks do? », *Geneva Reports on the World Economy*, 18, CIMB et CEPR, 2016.
- Blanke Jennifer et Krogstrup Signe, « Negative interest rates: absolutely everything you need to know », article sur le site « Global Agenda » du Forum économique mondial, 2016.
- Danthine Jean-Pierre, *The interest rate unbound ?*, Hutchins Center Working Paper n° 19, Brookings Institution, 2016.
- Grisse Christian, Krogstrup Signe et Schumacher Silvio, « Lower bound beliefs and long-term interest rates », *International Journal of Central Banking*, à paraître cette année.
- Krogstrup Signe, « Monetary Policy Accommodation with Low Interest Rates », *Business Economics*, à paraître cette année.
- Banque royale de Suède, « How do low and negative interest rates affect banks' profitability? », *Monetary Policy Report*, avril 2016.