

Quel sens donner aux taux d'intérêt négatifs que l'on retrouve maintenant dans plusieurs pays?

Afin de stimuler la croissance économique, de relever l'inflation et d'affaiblir leur taux de change, certaines banques centrales ont choisi de repousser la limite de leurs taux d'intérêt directeurs en s'aventurant en territoire négatif. Ces décisions ont entraîné plusieurs autres taux d'intérêt sous la barre du zéro, ce qui peut sembler difficile à concevoir d'un point de vue rationnel. Il y a également lieu de se questionner sur les conséquences que cela pourrait avoir sur les épargnants et sur la stabilité à long terme du système financier. *Ce Point de vue économique* présente un portrait de la situation des taux d'intérêt négatifs et jette un regard sur les différents enjeux que cela soulève.

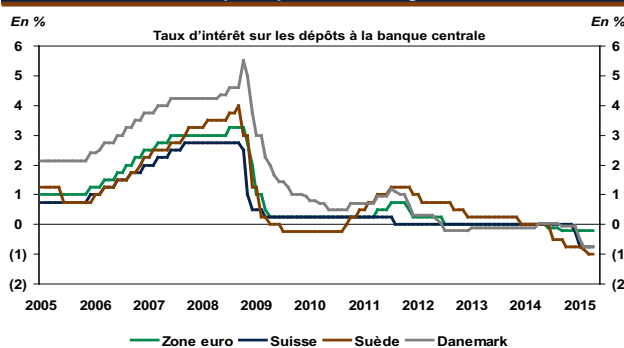
OÙ EST-CE QU'ON RETROUVE DES TAUX NÉGATIFS?

Les taux d'intérêt négatifs sont essentiellement concentrés en Europe. Cela n'est pas étranger au comportement récent des banques centrales de la région. La Banque centrale européenne (BCE), la Banque nationale suisse (BNS), la Banque de Suède (Riksbank) et la Banque nationale du Danemark ont décidé d'appliquer un taux d'intérêt négatif à leurs déposants (graphique 1). La Riksbank a poussé l'exercice un peu plus loin en abaissant en dessous de zéro son taux repo (graphique 2), soit l'équivalent du taux des fonds à un jour. La BNS a agi de façon similaire en établissant sa cible pour le taux Libor trois mois à -0,75 %.

En abaissant leurs taux d'intérêt aussi bas, les banques centrales incitent les institutions financières à utiliser leur surplus de fonds à d'autres fins, notamment en accordant plus de prêts. Les institutions financières peuvent aussi acheter des titres financiers, comme des obligations gouvernementales, pour réduire les quantités de fonds qu'elles déposent à leur banque centrale. Cela a pour effet d'augmenter la demande pour ces titres et d'entraîner une réduction des taux obligataires, parfois même en territoire négatif (graphique 3 à la page 2). C'est d'ailleurs en Suisse où l'on retrouve le plus grand nombre d'échéances affichant un taux négatif.

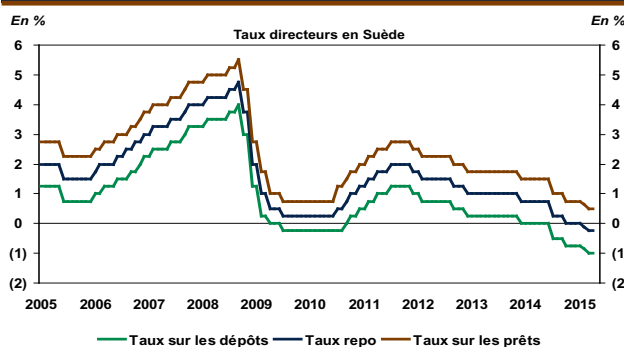
Quelques taux d'intérêt évoluent aussi en territoire négatif au Japon sur le marché monétaire et obligataire, mais ces taux demeurent très près de 0 %. Aux États-Unis, seuls quelques taux du marché monétaire se sont aventurés temporairement en territoire négatif au cours des dernières

Graphique 1 – Plusieurs banques centrales d'Europe ont adopté une politique de taux négatifs



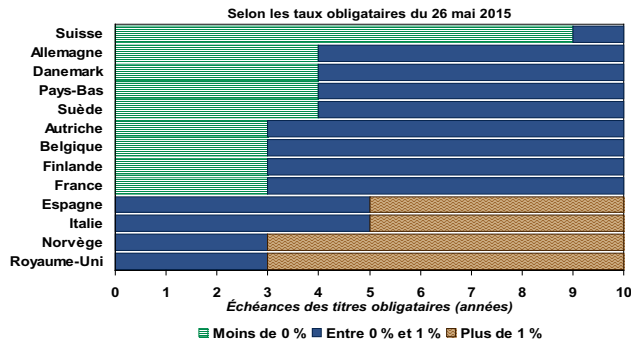
Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – En Suède, le milieu de la fourchette des taux directeurs est également en territoire négatif



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – Dans plusieurs pays, les taux obligataires ont aussi traversé en territoire négatif



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

années. La Banque du Japon et la Réserve fédérale (Fed) ont mené des politiques d'achat massif d'actifs, mais elles n'ont pas abaissé leurs taux directeurs sous zéro. La Banque du Canada n'a aussi jamais appliqué de taux négatif et les taux des marchés monétaires et obligataires sont demeurés en territoire positif au pays.

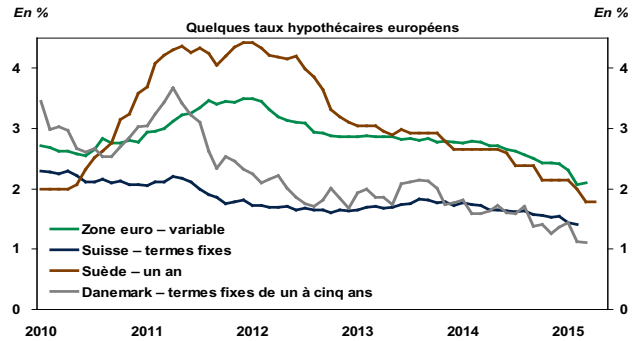
LES TAUX DE DÉTAIL RÉAGISSENT MOINS

Les taux obligataires négatifs constituent un avantage pour les gouvernements européens qui reçoivent maintenant des revenus d'intérêt lorsqu'ils se financent. Quelques grandes entreprises internationales ont aussi émis des obligations sur le marché européen avec un taux d'intérêt négatif. Les cas d'individus ou de petites entreprises qui profitent de taux négatifs sur leurs emprunts sont toutefois encore très rares.

Quelques cas ont été très publicisés comme celui d'une Danoise ayant obtenu un taux de -0,0172 % sur un prêt de trois ans¹. Cependant, les données officielles sur les taux d'intérêt au crédit montrent qu'ils demeurent encore au-dessus de la barre du zéro (graphique 4).

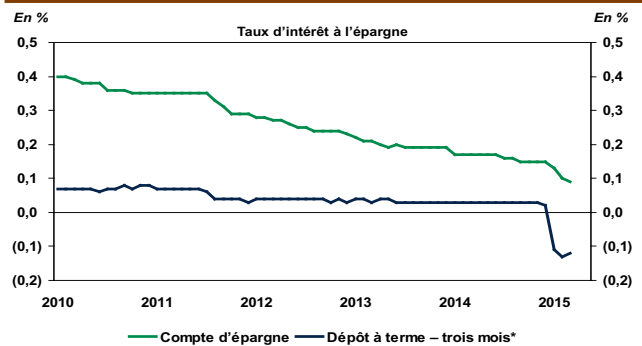
Les cas d'individus déboursant des frais d'intérêt sur leurs épargnes sont par contre un peu plus fréquents. Les données officielles sur les taux de dépôt en Suisse illustrent bien cette nouvelle réalité (graphique 5). Les taux demandés par les institutions financières demeurent cependant moins pénalisants que le taux payé à la banque centrale ou ceux du marché monétaire. Par ailleurs, la pénalité touche davantage les dépôts de grande taille.

Graphique 4 – Les taux hypothécaires demeurent positifs en Europe



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

Graphique 5 – Les épargnants payent des intérêts en Suisse



* Dépôt de 100 000 francs et plus.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

POURQUOI ACCEPTER DES TAUX NÉGATIFS?

Il peut sembler aberrant que des investisseurs et des institutions financières acceptent de détenir des obligations avec un taux négatif ou que des individus acceptent de payer de l'intérêt sur leurs dépôts. Pourtant, il existe plusieurs explications rationnelles à ces décisions.

Tout d'abord, les obligations à taux négatifs peuvent s'avérer un moindre mal, surtout pour les institutions financières dont l'alternative est un dépôt à la banque centrale. Par la suite, il faut regarder leur rendement en termes réels. Si les investisseurs craignent une période prolongée de déflation, le rendement attendu de leurs placements demeure positif en termes réels². Les investisseurs peuvent également craindre une recrudescence des difficultés financières dans certains pays européens. Ils préféreront alors détenir une obligation allemande avec un taux négatif, mais avec un faible risque de défaut de paiement. À l'extrême, les taux négatifs

¹ www.nytimes.com/2015/02/28/business/dealbook/in-europe-bond-yields-and-interest-rates-go-through-the-looking-glass.html?_r=0.

² Par exemple, une obligation affichant un taux de -0,5 % rapportera un rendement réel de 0,5 % avec une inflation de -1,0 %. Taux réel = taux nominal - inflation.

sur certaines obligations européennes peuvent être perçus comme une prime pour se couvrir du risque d'effondrement de la zone euro. Si cela arrivait, les obligations allemandes, françaises et néerlandaises seraient remboursées en marks, en francs ou en florins et ces devises qui renaîtraient pourraient valoir plus que des euros. Avec un gain potentiel lié au taux de change, le rendement sur ces obligations serait alors supérieur à 0 %.

Détenir de l'argent pourrait néanmoins sembler plus sensé dans bien des cas. Par exemple, même si une inflation négative est anticipée, détenir de l'argent à 0 % d'intérêt permettrait d'obtenir un rendement réel supérieur à celui d'un placement avec un taux nominal négatif. Ce raisonnement ne tient toutefois pas compte des coûts et des inconvénients de détenir de l'argent, surtout en grande quantité. Détenir de l'argent peut vite devenir encombrant. Les délais de transactions sont aussi accrus en raison du temps consacré au comptage et au recomptage. Pour poursuivre, des enjeux de sécurité doivent être considérés, ce qui peut en découler des coûts pour l'achat d'un coffre-fort ou pour une nouvelle police d'assurance. Enfin, l'argent comptant est sujet à la dégradation, fragile aux intempéries et aux accidents, sans compter que l'on peut être victime de contrefaçon.

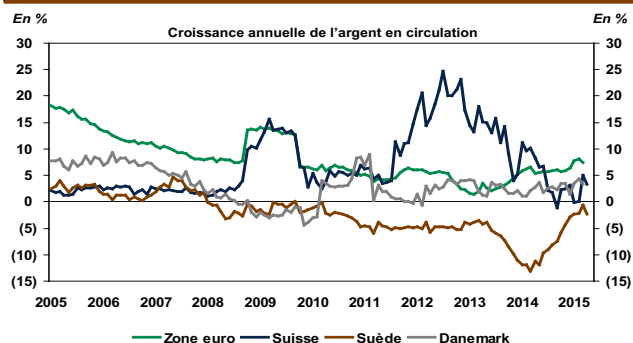
Y A-T-IL UNE LIMITE AUX TAUX NÉGATIFS ?

Ce qui pourrait être considéré comme une limite aux taux d'intérêt négatifs est un seuil à partir duquel un individu, un investisseur ou une entreprise seraient indifférents entre détenir un placement à rendement négatif ou détenir de l'argent avec les inconvénients et les coûts qui en découlent. À partir de ce seuil, une banque centrale perdrait son levier sur la croissance du crédit, car toute baisse supplémentaire des taux d'intérêt ferait fuir l'épargne en dehors du système financier et réduirait la capacité des institutions financières à octroyer des prêts.

Rares sont ceux qui s'aventurent à donner une limite précise aux taux d'intérêt négatifs. Cela n'est pas étranger à l'absence de cas empirique pour s'appuyer. Jusqu'à présent, la baisse des taux d'intérêt en Europe ne s'est pas traduite par une forte hausse de la demande pour les billets de banque, ce qui suggère que la limite n'a pas encore été atteinte dans ces pays (graphique 6).

Il est possible d'estimer la limite des taux négatifs, mais cela nécessite plusieurs hypothèses souvent difficiles à valider. Il semble également logique que le seuil de passage vers l'argent varie d'un épargnant à un autre. Les plus petits épargnants ont moins de contraintes à détenir de l'argent et ils devraient par conséquent réagir plus rapidement à une baisse des taux en territoire négatif. Les investisseurs institutionnels, qui placent des centaines de millions de dollars,

Graphique 6 – Il n'y a pas d'explosion de la quantité d'argent en circulation depuis l'arrivée des taux négatifs



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

voire des milliards, sur les marchés monétaires et obligataires, risquent d'être beaucoup plus patients. Ces derniers font face à des coûts particulièrement élevés pour entreposer, transporter et comptabiliser leurs actifs en billets de banque. La problématique serait d'autant plus grande dans un pays comme le Canada où la plus grosse coupure est un billet de 100 \$. En comparaison, une coupure de 1 000 francs est disponible en Suisse, ce qui réduit par dix l'espace requis pour l'entreposage. Ainsi, tout est relatif et la définition de limite des taux d'intérêt devient plutôt un seuil où une masse critique de dépôts et de placements sont convertis en argent comptant.

Dans une note envoyée au Conseil du Trésor du Royaume-Uni en mai 2013, la Banque d'Angleterre (BoE) avait estimé que la limite de son taux des fonds à un jour se situait autour de -0,50 %. « *So, while a temporary reduction in Bank Rate to significantly below zero might be feasible, it would probably not be possible to hold Bank Rate below minus ½ per cent (or thereabouts) for more than a year or two without provoking such a movement into cash, unless the convertibility of bank reserves into cash were to be restricted in some way* ».

Il est intéressant de noter que la BoE lie sa limite de -0,50 % à une période d'application suffisamment longue, soit d'une à deux années. Il est en effet probable que la limite des taux d'intérêt varie dans le temps. Un déposant pourrait accepter un taux négatif plus faible à court terme, mais à plus long terme, il pourrait songer à investir dans un coffre-fort ou dans d'autres moyens pour éviter de payer un taux pénalisant. La BoE fait également l'hypothèse qu'aucune mesure contraignante à la détention d'argent comptant ne serait mise en place. En effet, si le gouvernement votait des lois pour restreindre l'utilisation et la détention d'argent, les

³ www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/treasury_committee/ir/tsc160513.pdf.

taux d'intérêt pourraient être abaissés nettement plus bas. Il ne serait cependant pas aisé pour un gouvernement de faire accepter de telles mesures auprès de la population.

Avec un taux directeur à -0,75 %, la BNS testerait actuellement la limite suggérée en 2013 par la BoE pour son propre taux. À -0,25 %, la Riksbank s'en approcherait. La BCE ne semble pas vouloir tester une limite aussi basse. Le gouverneur Mario Draghi a clairement fermé la porte à diminuer le taux de dépôt sous -0,20 % et il n'a pas donné d'indication quant à une baisse du taux des opérations principales de refinancement. La prudence a été encore plus élevée du côté de la Fed, alors que Janet Yellen avait indiqué en novembre 2013 que même un taux de dépôt légèrement positif pouvait nuire au marché monétaire⁴, lequel permet de financer les institutions financières. Vue sous cet angle, la limite des taux d'intérêt n'est plus uniquement un seuil où une masse critique d'avoirs est convertie en argent comptant, mais plutôt un seuil où les coûts pour l'économie et les marchés financiers deviennent trop importants.

DES COÛTS POTENTIELLEMENT ÉLEVÉS

Le pire scénario est évidemment une conversion massive des dépôts en argent. Tel que mentionné précédemment, cela se traduirait par une perte de pouvoir des banques centrales qui pourraient plus difficilement influencer l'activité économique par le canal du crédit. L'incapacité d'agir des banques centrales pourrait aussi avoir des effets collatéraux comme une réduction des anticipations inflationnistes, ce qui pourrait nuire à la consommation. Sans épargne qui alimente le système financier, il deviendrait difficile pour une entreprise d'investir et pour un ménage d'acquérir une maison. Finalement, l'effondrement du système financier conduirait très probablement l'économie en dépression.

Avant d'en arriver à ce type de scénario extrême, d'autres coûts potentiellement élevés peuvent s'accumuler. Souvent, ces coûts se manifestent avant même que les taux d'intérêt tombent en territoire négatif. Par exemple, les caisses de retraite à prestation déterminée sont déjà durement affectées par la faiblesse des taux obligataires. Des taux négatifs aggravent évidemment leur situation, les obligeant à revoir à la hausse le niveau de cotisation des contributeurs ou à réduire la rente promise aux futurs retraités. Ceux qui ne disposent pas d'un tel régime de retraite font tout de même face à un problème similaire et doivent soit augmenter leur taux d'épargne, soit travailler plus longtemps ou revoir à la baisse leurs revenus espérés à la retraite. Dans tous les cas

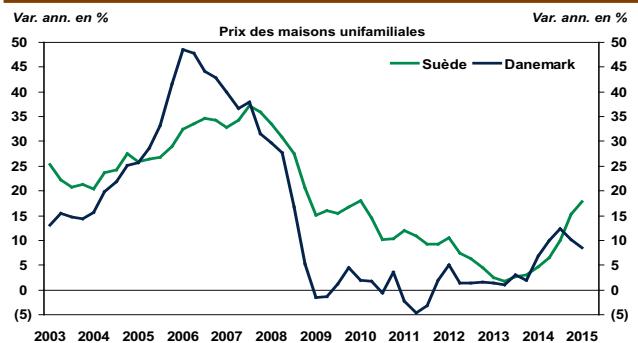
de figure, la consommation présente ou future s'en trouve négativement affectée.

Une solution aux faibles rendements est la prise accrue de risque, ce qu'on appelle aussi la course aux rendements. Il s'agit toutefois d'une solution périlleuse pour le futur, car si un plus grand nombre d'épargnants acquièrent des titres risqués, ils seront aussi plus nombreux à être pénalisés si un jour les risques se manifestaient.

Similaire à la situation des régimes de retraite, la rentabilité à long terme des compagnies d'assurance vie européenne était menacée par les très faibles taux d'intérêt et cela est pire encore avec des taux négatifs. Les impacts varient selon le type de produits d'assurance. Ceux reposant sur une prime fixe et sur des hypothèses de rendements élevés sont les plus problématiques. Les compagnies d'assurance ne peuvent évidemment pas modifier les contrats existants. Par exemple, elles ne peuvent pas hausser les primes de leurs clients actuels pour compenser la baisse des rendements. Elles peuvent par contre améliorer leur rentabilité en offrant des produits moins sensibles aux taux d'intérêt ou en haussant les primes pour les nouveaux clients.

La création de bulles est un autre problème qui menace la stabilité du système financier ainsi que la croissance économique. Par exemple, la faiblesse des taux d'intérêt de détail, qui peut être amplifiée par les taux directeurs négatifs des banques centrales, encourage le crédit et augmente le risque d'une bulle dans le secteur immobilier. La croissance des prix des maisons s'est d'ailleurs accélérée au cours de la dernière année en Suède et au Danemark (graphique 7). La situation est encore plus problématique lorsque le taux d'endettement des ménages est élevé, car cela les rend plus sensibles à une éventuelle correction des prix ou à un rebond futur des taux d'intérêt. Des bulles peuvent aussi apparaître sur les marchés boursiers ou dans d'autres catégories d'actifs.

Graphique 7 – La croissance des prix des maisons a augmenté en Suède et au Danemark



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

⁴ Audience de Janet Yellen devant le Committee on Banking, Housing and Urban Affairs du Sénat américain le 14 novembre 2013, p. 18, www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-113shrg85910/pdf/CHRG-113shrg85910.pdf.



Lorsqu'on analyse les coûts des faibles taux d'intérêt, il faut aussi prendre en compte les ressources en temps et en capital qui sont gaspillées à analyser la nouvelle situation et à revoir les façons de faire pour s'y adapter. L'arrivée des taux négatifs a notamment soulevé des enjeux d'investissement en informatique afin de s'assurer que les systèmes pourraient fonctionner dans cette nouvelle réalité. La construction de coffres-forts pour contourner les inconvénients de la politique monétaire serait un autre bel exemple de gaspillage de ressources. Des entreprises pourraient offrir des solutions à d'autres entreprises ou aux particuliers pour leur permettre d'éviter de payer des intérêts sur leurs dépôts. Les investisseurs institutionnels, qui gèrent de grandes quantités de fonds, seraient particulièrement intéressés par ce type de solution. Cela pourrait même aller à la création d'une monnaie parallèle qui reposerait sur des réserves d'argent comptant conservé dans d'énormes voûtes.

En fait, il n'y a pas de limite à l'innovation lorsqu'il y a un gain à réaliser (ou un coût à éviter). Dans une allocution récente, le directeur de la recherche à la Fed de New York⁵ mentionnait plusieurs changements qui pourraient s'opérer dans nos vies dans un environnement de taux d'intérêt négatifs. Par exemple, les entreprises pourraient préférer attendre avant d'encaisser des chèques pour éviter de payer des intérêts. Des individus pourraient aussi payer plus rapidement leur compte de carte de crédit, voire à l'avance, pour éviter des intérêts sur leur compte bancaire. Dans le même ordre d'idées, des individus pourraient attendre avant d'encaisser leur remboursement d'impôt. Or, ces exemples ne constituent certainement pas tous des façons efficaces d'utiliser des ressources financières. Cela illustre à quel point les comportements et les façons de faire pourraient changer, ce qui ne serait pas sans coût pour la société.

EN CONCLUSION, IL NE FAUDRAIT PAS TROP ÉTIRER L'ÉLASTIQUE!

Jusqu'à un certain point, les taux d'intérêt négatifs peuvent avoir du sens et peuvent être utiles pour stimuler l'économie. Il ne faut cependant pas croire qu'ils peuvent être diminués fortement sans que les individus, les entreprises ou les investisseurs réagissent. Leurs réactions pourraient alors générer des coûts pour le système financier et pour l'économie. Dans un contexte aussi inédit, on peut comprendre la prudence et la réticence de la BCE à diminuer davantage ses taux directeurs.

La BNS et la Riksbank testent un niveau beaucoup plus bas et il importe de faire un suivi des conséquences de leurs actions. Pour l'instant les effets négatifs semblent limités, mais cela peut prendre du temps avant qu'une masse critique d'individus, d'entreprises et d'investisseurs décident de s'adapter à un environnement de taux négatifs. Des coûts potentiellement élevés pourraient donc se manifester d'ici quelques trimestres.

Enfin, il est important de rappeler qu'il ne suffit pas d'avoir des taux négatifs pour que les effets nuisibles sur l'économie et le système financier deviennent considérables. L'environnement de faibles taux d'intérêt dans plusieurs régions du monde soulève déjà des enjeux importants du côté de l'épargne, des caisses de retraite et de l'assurance vie. Il accroît aussi le risque de bulles spéculatives, ce qui pourrait finalement préparer le terrain pour une prochaine crise. Décidément, les banques centrales marchent sur un fil très mince.

Hendrix Vachon
Économiste senior

⁵ James MacAndrews, « Negative Nominal Central Bank Policy Rates: Where is the lower Bound? », discours prononcé le 8 mai 2015, www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2015/mca150508.html.