

Des taux négatifs : l'arme de la dernière chance des banques centrales ?

La Banque du Japon a suivi : elle a fixé la semaine dernière son taux de dépôt au jour le jour à -0,10%. Taxer un agent économique – en l'occurrence les banques – pour recevoir ses fonds en dépôt est une situation assez déroutante. Elle est en tout cas contre-intuitive pour nos générations qui ont connu l'inflation et ont étudié des politiques monétaires qui avaient pu porter, au début des années 1980, le rendement des fonds fédéraux américains jusqu'à 20%.

En suivant désormais la stratégie retenue par la Banque Centrale Européenne en juin 2014, l'institut d'émission nippon banalise la pratique des taux négatifs. Celle-ci était restée jusqu'aux dernières années dans le domaine de la théorie monétaire, même si la Banque Nationale Suisse avait pu l'utiliser de façon exceptionnelle en 1979 pour contrer – déjà – la hausse du franc. Aujourd'hui, outre la BoJ, la BCE et la BNS, les banques centrales danoises et suédoises suivent cette pratique.

Des rémunérations réelles positives compte tenu de l'inflation

Peut-on aller au-delà du côté irrationnel d'un loyer (de l'argent) négatif ? Pour mesurer la réalité, il peut sembler cohérent de parler de taux réels, en effaçant l'inflation. Il est souvent arrivé, surtout en France, que les taux directs soient négatifs en termes réels. On doit même considérer que la situation actuelle traduit sur ce plan une situation de rémunération encore positive du fait de la pression sur les prix. N'obtenir en final que des fractions pour un placement monétaire, comme on le fait aujourd'hui, c'est finalement bien défendre son argent en période d'inflation négative. Ce qui choque, c'est le passage de « quelques fractions » positives à une

taxe sur le cash. On n'en est pas complètement là partout, puisque c'est seulement le taux de dépôt qui est négatif en euros et en yen, contrairement, par exemple, à l'objectif de rendement Libor à trois mois en francs suisses qui se situe à 0,75 %.

Le taux de dépôt, et l'arme pour relancer le crédit

L'instauration d'un taux de dépôt négatif est en elle-même une mesure qui a un impact limité aux banques et ne vise pas de façon générale la rémunération des liquidités. Dans les cas « normaux », le taux de dépôt (le taux du bas de la fourchette d'intervention des banques centrales) joue sur le taux de refinancement (celui du haut de la fourchette), et, ainsi, de façon indirecte sur les taux pratiqués par les banques. Dans la situation actuelle – largement inédite – le taux de refinancement de la banque centrale est supérieur au taux interbancaire (négatif). Le taux de référence de la banque centrale pour gérer le marché interbancaire devient « celui du bas », le taux de dépôt. C'est ce que Mario Draghi, le président de la BCE a réaffirmé lors de sa conférence de décembre, au moment de l'annonce de la réduction de -0,20 % à -0,30 % de ce fameux taux de dépôt.

Les mécanismes monétaires obéissent à un modèle assez simple. Taxer les réserves des banques déposées dans les livres de l'institut d'émission, c'est les inciter, sinon les contraindre, à proposer ces réserves dans le marché interbancaire, c'est à dire à leur trouver finalement une utilisation rentable : le prêt à des agents économiques. Ainsi, les taux offerts aux emprunteurs se réduisent tout en maintenant les marges bancaires. Les banques centrales veulent simplement amener les emprunteurs à

profiter de taux attractifs, afin que leurs injections de monnaie se répercutent dans l'économie réelle.

Les QE ne suffisent pas : les interventions « sans limite » en trouveront-elles ?

On a le sentiment que ces taux négatifs sont un peu l'opération de la dernière chance pour sortir les économies de la conjoncture d'inflation très basse tournant à la désinflation et, finalement à la déflation. La question des effets réels des programmes d'injections de liquidités (Quantitative Easing) se pose en effet. Les débats théoriques vont durer. On dispose aux États-Unis d'un recul de 7 ans et, sans chercher à rentrer dans un chiffre précis, on peut affirmer que les QE successifs n'ont eu qu'un effet accessoire dans le cycle de croissance, par rapport à des facteurs fondamentaux, industriels et commerciaux, comprenant bien sûr la révolution des gaz et pétroles non conventionnels. En base 100 par rapport à 2007, l'apport des programmes de QE pourrait ne pas avoir dépassé 2% sur la croissance en 7 ans, et 1,5% sur les prix.

Il ne faut pas négliger les conséquences sur le change, sur la santé du système bancaire et, surtout, de l'effet de richesse puisque les injections monétaires ont comme premier impact de valoriser les actifs. Mais le constat américain montre bien que faire monter le bilan de la banque centrale ne suffit pas pour faire progresser le crédit : il faut que les liquidités injectées circulent.

C'est comme cela qu'il faut interpréter les possibilités d'action « sans limite » que M. Draghi estime pouvoir mener suivant ses propres termes de la mi-janvier. Les taux négatifs ne sont peut-être pas l'opération de la dernière chance, mais on comprend pourquoi il est devenu nécessaire sinon indispensable de les mettre en place pour relancer la croissance et l'inflation. Des limites il y en a : le potentiel de croissance des économies a été réduit par la crise et les politiques monétaires sont impuissantes pour le faire remonter. Les dernières statistiques économiques au Japon l'illustrent assez sévèrement.

Sur le long terme, les rendements à court terme se rapprochent de la croissance nominale : sans inflation et sans croissance ils seraient négatifs sans que ce soit anormal. Mais il est vrai que ce double défaut ne peut pas vraiment durer.