

## Avantages et Inconvénients des taux négatifs

Jean-Jacques Perquel  
30 mars 2016

Dans la « General Theory », Keynes cite l'idée majeure de Silvio Gesell : des taux négatifs devraient obliger les entrepreneurs à investir et le public à consommer. Ses mesures étaient d'autant plus révolutionnaires qu'elles s'accompagnaient d'une réduction équivalente de la valeur des billets en circulation.

La situation actuelle ressemble aux anticipations de Silvio Gesell mais avec trois différences sensibles :

- a) La notion de taux négatifs est limitée aux opérations financières (dépôts à vue, prêts à plus ou moins long terme et quelquefois obligations à 10 ans (Suisse et maintenant Japon). En matière de dépôts, certaines banques songent à pénaliser les déposants et même, à titre d'exemple, la Ville de Zoug insiste beaucoup pour que les contribuables retardent au maximum le règlement de leurs impôts ;
- b) On ne peut pas séparer la notion de taux négatif de celle de l'augmentation de la masse monétaire. En effet, cette augmentation est une des causes mineures de cette baisse des taux, car il y a une volonté politique des banques centrales d'accélérer la remise en cause du pouvoir d'achat de la monnaie, mouvement inauguré par les divers « Quantitative Easings Q.E.s » ;
- c) Gesell envisageait un taux négatif (5%) très supérieur aux taux actuels ce qui pourrait expliquer, si son analyse était exacte, que les économies mettent si longtemps à redémarrer.

Cette lenteur dans le processus économique de reprise est peut-être expliquée par un détournement du but recherché. En effet les investisseurs potentiels préfèrent souvent un bénéfice à court terme qui leur paraît assuré à des risques s'ils investissent. Mais, peut-être sont-ils inquiets devant le caractère imprévisible des conséquences de cette situation. Or le résultat de cette nouvelle politique (Neo-Keynésienne) est plutôt positif. Ce sont ces trois points qu'il nous faut analyser.

### **I - Les comportements de style « short termism » des opérateurs tentent de réduire à néant les politiques expansionnistes des Banques Centrales.**

En effet plusieurs types d'opérations financières ont pour effet de rendre inefficaces les mesures de création monétaire (Q.E.s) et de pénalisation des fonds inactifs (taux négatifs) :

- a) Grâce aux Q.E.s les banques centrales achètent des Treasury Bonds et des Corporate Bonds (U.S.A) ou prêtent des fonds contre des « collatéraux » de très bonne qualité (B.C.E.). Une partie donc des fonds ainsi créés va vers les entreprises. Or une partie importante de ces fonds est thésaurisée. Ainsi les fonds liquides des sociétés du « Standard & Poor's » atteignent à l'heure actuelle des montants plusieurs fois supérieurs à ceux qu'ils ont habituellement. De même le public a tendance à se désendetter.
- b) Le « Carry Trade », spéculation sur les devises, en empruntant des fonds dans une devise à taux faible et en les utilisant vers des monnaies à taux plus élevé, prend une grande importance. On améliore même la rentabilité de l'opération si l'on vend une monnaie à large marché comme le Dollar et si l'on achète une devise à marché étroit comme le Dollar Neo-Zélandais, car l'on fait monter le cours de cette monnaie donnant à l'opérateur un avantage immédiat et « normalement » sans risque. En fait des situations comme la crise grecque ou la découverte de la reprise aux Etats-

Unis ont créé des paniques chez les opérateurs de carry trade (et des pertes considérables) ce qui prouve que des « opérations sans risque » en ont quelquefois. Ces opérations rappellent le « hot money » de l'entre-deux-guerres. Elles provoquent des emplois d'argent importants sans le moindre intérêt économique.

c) Mais surtout, cet afflux d'argent qui ne veut pas s'employer vers des investissements par manque de confiance dans l'avenir, va rechercher des opportunités de placement dans des opérations de produits non reproductibles. C'est le cas des sociétés que l'on rachète à des prix exorbitants. Il faut alors distinguer deux cas : le rachat pour développer une activité en symbiose avec celle de l'acheteur ou malheureusement plus fréquemment pour mieux rentabiliser l'acheteur en réduisant la concurrence. Plus grave encore certaines sociétés de « Private Equity » font des « Raids » sur des entreprises cotées pour les dépecer. Dans le même ordre d'idée on trouve la spéculation sur les objets d'art dont le prix n'a aucun rapport avec les réalités. Dans le cas de la bourse les hausses ont été plus modérées pour deux raisons : les Institutionnels sont gênés par le développement des règlements type Bâle III ou Solvency 2 et donc sont obligés de vendre des actions et d'autre part les sociétés sont quelquefois tentées de profiter des cours très normaux (environ 15 fois le bénéfice net) pour augmenter leur capital. Seul ce second point est positif, malheureusement les entreprises ont peur de l'avenir (en particulier de perdre le contrôle de leur société) ce qui limite les augmentations de capital.

## II. Les risques de taux négatifs

Les grandes victimes des taux négatifs sont les Institutions classiques banques et assurances. Prenons l'exemple des banques où se révèle une anarchie de réglementations qu'aggravent encore les opérations monétaires. En effet les banques sont « squeezées » de deux façons :

a) Les « Fintech » essaient de récupérer des opérations très rentables non protégées par le monopole du crédit réservé aux banques. Par exemple les « Robots Advisors » cherchent à concurrencer la « gestion de fortune », opération très rentable dans les banques. Il en est de même des transferts d'Argent ou du « Financement Participatif » ;

b) Les réglementations Bâle III (et peut-être bientôt Bâle IV), les compléments de « couverture » demandés aux SIFIL (banques pouvant entraîner un risque dit systémique), les montants demandés pour les « résolutions » (c-à-dire liquidation à l'amiable) des banques (pour éviter de faire appel au « prêteur en dernier ressort) (actuellement 3,1 milliards d'euro devant être porté à 5 milliards soit 0,5 % des dépôts), etc. Mais, cerise sur le système, les banques (et les assurances grâce à Solvency II, règlement inventé en « faveur » des Européens) ont l'obligation de remplir une partie non négligeable de leurs bilans avec des fonds d'état à rendement nul ou négatif.

On comprend dans ces conditions que les gérants de banque tentent de pratiquer une double politique spécialement dangereuse pour les économies.

a) Pour assurer leur rentabilité, ils vont pour une part rechercher des produits à marge bénéficiaire importante et donc prendre des risques ce qui incite à penser qu'une nouvelle bulle, issue indirectement du caractère malsain des réglementations, serait en préparation (et cela même si le montant de la couverture des crédits en fonds propres « durs » atteint 12,8% contre 7 % en 23008 ;

b) Les institutions qui s'inquiètent des risques que fait courir à leur secteur le danger d'une nouvelle crise ont malheureusement la solution de ne faire des prêts qu'aux entreprises internationales qui ont la réputation d'être plus solides que les plus petites.

Or malgré les craintes que l'on peut formuler pour l'avenir, la situation semble s'améliorer. Il faut essayer d'en analyser les causes.

### III - La reprise économique grâce aux Q.E.s. et aux taux négatifs ou voisins de zéro

On voit bien la double difficulté que rencontrent les Banques Centrales pour réaliser le programme Neo-Keynésien tel que l'ont imaginé, au fur et à mesure, Ben Bernanke et Hans Paulson Secrétaire Américain au Trésor. Les premières mesures de création monétaire « Troubled Asset Relief Program T.A.R.P.(2008) » (700 milliards en deux tranches ), « Term Asset Backed Facility loan Facility T.A.L.F (2009) »(200 milliards); swaps de devises pour fournir des Dollars aux Européens (plus engagés même que les américains en subprimes etc., même les deux premiers Q.E. (600 milliards en 2008 et 2010 ) se sont révélés inefficaces, les bénéficiaires, pansant leurs plaies issues des opérations en subprimes ou effectuant des opérations à court terme. Par contre le troisième Q.E. (85 milliards par mois, 45 en Treasuries, 40 en Titres hypothécaires) est un succès. Le chômage est tombé à 4,9 % et si des esprits chagrins insistent sur l'existence d'hypothétiques chômeurs non répertoriés, ils sont obligés d'admettre que chaque mois, par solde, le nombre d'emplois augmente d'environ 250.000. Bien plus des entreprises émigrées à l'étranger (en Chine en particulier) retournent vers les U.S.A. Certes la balance des paiements reste aussi mauvaise, mais elle est sans danger pour les économies mondiales tant que le Dollar reste la monnaie internationale.

La Politique anglaise imitée de l'Amérique a eu le même résultat avec un chômage de 5,6 %. Certes cette politique s'accompagne d'un déficit très important en balance des paiements (respectivement 456 milliards de Dollars et 134), ce qui peut poser un jour un problème si le monde perd confiance dans le Dollar et la Livre.

Quant à la zone Euro, elle est déchirée entre l'Allemagne et les pays du Sud de l'Europe. La première profite au maximum de la zone Euro car, grâce à leur laxisme budgétaire, les pays du Sud empêchaient l'Euro de monter par rapport au Dollar facilitant les exportations allemandes hors de la zone Euro et jusqu'à présent ils assuraient une part non négligeable du solde allemand de sa balance des paiements (40 %). Le redressement des balances des pays du Sud, à peu près toutes positives, pourrait gêner l'Allemagne mais heureusement le maintien d'un taux de l'Euro autour de 1,09 assure la conservation d'une balance de près de 275 milliards de dollars.

Ainsi, grâce à l'Allemagne et aux efforts des pays du Sud (plus la baisse du pétrole) la zone Euro possède une balance des paiements somptueuse (plus de 340 milliards) mais le chômage reste très élevé (10,3 %). Aussi le public ne comprend pas que la politique de Mario Draghi ne produise pas les mêmes effets que celle de Bernanke. Mais il faut se rappeler que celle-ci a mis très longtemps à changer l'atmosphère de l'Amérique. Aussi, si l'on compare les deux politiques, on pourrait dire que celle de la zone Euro est à la fois trop faible et trop tardive. Les améliorations que vient de décider la B.C.E. vont donc dans le bon sens d'autant que la zone Euro n'a pas les problèmes de balance des paiements de l'Amérique ou de la Grande Bretagne. On voit ainsi qu'il y a devant nous un certain délai pour le retour de la Confiance.

#### Conclusion

De cette analyse se dégagent plusieurs conclusions :

- a) L'Amérique est en reprise. Elle entraîne un peu l'Europe en augmentant ses importations.
- b) La reprise n'est pas suffisamment forte pour provoquer une véritable hausse des prix. Il n'y a donc, à court terme, aucun problème du fait de l'augmentation considérable des masses monétaires.
- c) L'existence de taux négatifs ne peut qu'accélérer le processus de relance des investissements surtout si la baisse des taux a encore tendance à s'accélérer. Il est certain qu'il s'agit d'une situation inconfortable et que dès que la reprise sera généralisée, il faudra remonter les taux. C'est ce qu'a

commencé Jannet Yellen avec une sage prudence, montrant ainsi le chemin que devront prendre toutes les économies lorsque le danger ne sera plus la déflation mais l'inflation.

En résumé les taux négatifs, beaucoup moins nocifs que ceux qu'envisageait Silvio Gesell ont ce grand avantage de compléter les politiques d'émission monétaire et devraient de ce fait assurer la reprise économique mondiale.

---