

AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS COMME INSTRUMENT DE POLITIQUE AUX ÉTATS-UNIS ET AU CANADA

Par Kevin Minas et Michael Sager¹

Juillet 2020

1. Sommaire

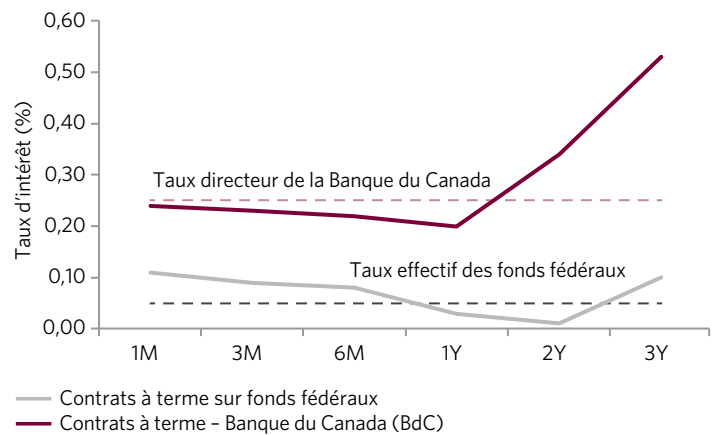
- Le débat sur la question de savoir si les taux d'intérêt négatifs devraient faire partie des mécanismes d'intervention des autorités monétaires face au ralentissement économique actuel s'est intensifié.
- À l'heure actuelle, nous estimons que la probabilité d'adoption d'une politique de taux d'intérêt négatifs demeure peu élevée au Canada et aux États-Unis.
- Le principal catalyseur susceptible de nous amener à changer de point de vue serait la preuve de dommages structurels importants et persistants subis par les économies canadiennes et américaines en conséquence des fermetures imposées en réponse à la COVID-19. Une telle preuve irait à l'encontre de nos prévisions de base actuelles.

2. Introduction

Les banques centrales ont déployé des instruments de politique et un soutien sans précédent pour atténuer les conséquences de la récession actuelle sur les liquidités et réduire au minimum le risque d'effets systémiques négatifs persistants. Les taux d'intérêt négatifs seront-ils leur prochain instrument? Le Japon et plusieurs pays européens, qui ont commencé à utiliser cette mesure monétaire bien avant la crise actuelle, ont obtenu des résultats inégaux. Plus récemment, les ajustements apportés par la Banque centrale européenne (BCE) à ses divers programmes de soutien aux prêts ont entraîné une forte hausse du montant de financement demandé par les banques de la zone euro, un signe encourageant selon les tenants des taux négatifs.

Au début de la récession actuelle, les taux directeurs étaient déjà faibles au Canada et aux États-Unis, selon les normes historiques. Les attentes du marché à l'égard des taux directeurs avoisinent le zéro dans les deux pays pour une longue période². Il serait toutefois prématuré de conclure à partir de cette observation que la probabilité de taux directeurs négatifs est élevée.

Figure 1 - Le marché s'attend à ce que les taux directeurs demeurent près de zéro pendant un bon bout de temps aux États-Unis et au Canada.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg Finance L.P. Au 30 juin, 2020.

Les partisans des taux d'intérêt négatifs soutiennent qu'une réduction énergique des taux d'intérêt pourrait néanmoins être nécessaire pour favoriser une reprise soutenue des investissements et des dépenses de consommation, ce qui stimulerait l'emploi et la croissance du PIB.

Les détracteurs des taux négatifs soutiennent que l'adoption d'une telle politique nuirait à la rentabilité du secteur bancaire et entraînerait, pour les participants au marché, un effet négatif qui se traduirait en réalité par une diminution, plutôt que par une augmentation, des dépenses et par une détérioration des perspectives de croissance. Selon ces derniers, les banques centrales disposent de nombreuses autres options de politique monétaire plus efficaces à utiliser avant de recourir à des taux d'intérêt négatifs.

Dans les sections suivantes, nous approfondissons les points de vue des deux camps et présentons notre propre position et nos conclusions.

¹ Kevin Minas est gestionnaire de portefeuilles de titres à revenu fixe et Michael Sager est vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises. Tous deux font partie de l'équipe Gestion d'actifs institutionnels.

² Au 30 juin, 2020.

2.1. Arguments pour une politique de taux d'intérêt négatifs

L'ampleur et le rythme des pertes d'emplois, l'augmentation de la dette des sociétés et des gouvernements et le nombre de faillites prévues en raison de la paralysie économique au premier trimestre de 2020 et de la récession subséquente sont gigantesques. Si élevé que soit le seuil d'une nouvelle fermeture économique à grande échelle, le risque demeure que des flambées virales secondaires causent un ralentissement de la réouverture économique et d'autres perturbations économiques.

Dans ce contexte, les défenseurs des taux négatifs soutiennent que ceux-ci pourraient stimuler grandement la relance de l'activité économique par le truchement d'un certain nombre de canaux de transmission. Le plus direct est le même que pour une réduction des taux d'intérêt lorsqu'ils se situent au-dessus de zéro : les revenus, les prix des actions et la richesse financière augmentent, ce qui stimule les dépenses de consommation et l'investissement, ainsi que la demande globale. Abaisser les taux d'intérêt permet aussi de réduire le fardeau du service de la dette. Cela réduit le risque de faillite et libère des liquidités pour des utilisations plus productives et favorables à la croissance de l'économie.

L'adoption d'une politique de taux d'intérêt négatifs peut aussi déprécier la valeur de la monnaie d'un pays. La dépréciation de la devise fait en sorte que les exportations de ce pays sont moins chères pour les acheteurs étrangers, ce qui stimule la demande extérieure et le PIB. Bien entendu, les banques centrales n'admettront pas que la dévaluation de la monnaie figure parmi les objectifs d'une politique de taux d'intérêt négatifs, ou plus généralement, d'une politique monétaire, par crainte de représailles de la part de concurrents clés. Cela demeure toutefois un moyen important d'atteindre l'objectif final, soit une meilleure croissance et l'atteinte des cibles d'inflation.

Pour assurer l'efficacité d'une politique de taux d'intérêt négatifs, des ajustements réglementaires et fiscaux seraient probablement nécessaires pour éviter que les banques, les compagnies d'assurance et les caisses de retraite accumulent des liquidités. On reproche souvent aux banques centrales qui ont adopté une politique de taux d'intérêt négatifs d'avoir omis de mettre en œuvre les changements structurels connexes, entravant de ce fait la transmission des effets de cette politique à l'ensemble de l'économie. Par exemple, les premières versions du programme d'opérations de refinancement à plus long terme (OCRPLT) de la BCE se sont traduites par très peu de nouveaux prêts nets des banques européennes et ont exercé des pressions sur la rentabilité des banques.

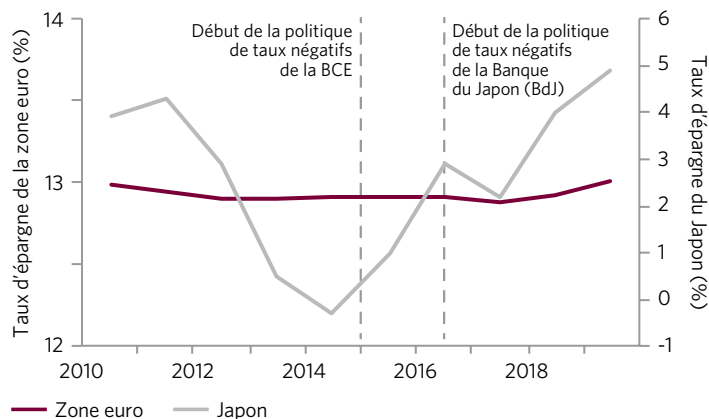
Par la suite, la BCE a tiré des leçons de son expérience. En mars 2020, elle a apporté un certain nombre de changements à son programme d'OCRPLT, notamment en abaissant à -1 % le taux d'intérêt créditeur favorable qu'elle offre aux banques qui prêtent des fonds à l'économie réelle. Dans les faits, les banques sont maintenant payées pour prêter. La BCE a également assoupli les conditions associées à l'accès au taux favorable, notamment le montant des fonds que les banques individuelles peuvent emprunter et les exigences relatives aux garanties.

En fait, la BCE a transformé en subventions nettes l'impôt net que représentaient les taux d'intérêt négatifs pour le secteur bancaire (Gavekal, 2020). La rentabilité des banques européennes en profitera, et le crédit bancaire devrait s'améliorer, ce qui soutiendra la reprise économique naissante.

2.2. Arguments contre une politique de taux d'intérêt négatifs

Les partisans des taux négatifs soutiennent qu'ils découragent l'épargne et favorisent une consommation accrue. En réalité, certains pays ayant adopté des taux négatifs (par exemple, le Japon et la zone euro) ont vu le taux d'épargne des ménages augmenter (figure 2).

Figure 2 - Les taux d'épargne des ménages de la zone euro et du Japon ont atteint un sommet inégalé en 10 ans.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Eurostat et Bureau du Cabinet du Japon. Au 31 décembre 2019.

Il existe plusieurs explications possibles. Premièrement, les taux d'épargne pourraient avoir augmenté afin de contrer la perte de richesse causée par un taux d'intérêt réduit sur le stock d'épargne détenu sous forme de dépôts bancaires ou de substituts en quasi-espèces. En outre, de nombreuses économies développées sont confrontées à des tendances démographiques difficiles. Les retraités qui ont un revenu fixe sont désavantagés par des taux d'intérêt plus bas et négatifs.

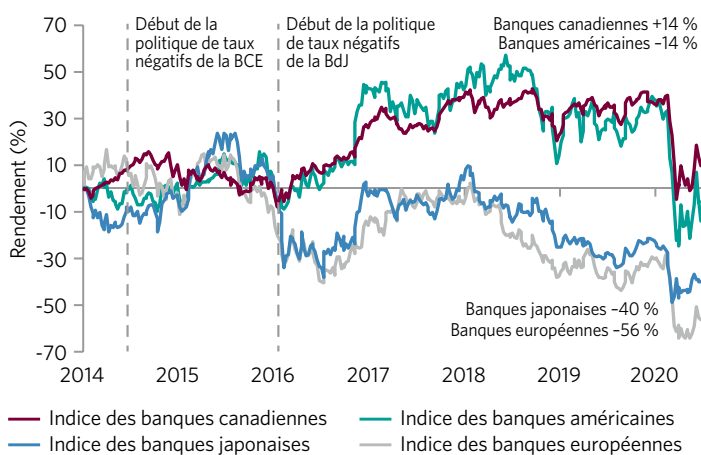
Deuxièmement, l'adoption d'une politique de taux d'intérêt négatifs pourrait implicitement être perçue par les consommateurs et les investisseurs comme le signe que les banques centrales entrevoient des perspectives économiques pires que prévu et un risque de déflation plus élevé que prévu. Une probabilité accrue de déflation incite les investisseurs et les consommateurs à reporter leurs dépenses, par exemple en prolongeant le cycle de vie des biens durables; pourquoi acheter aujourd'hui, alors qu'on s'attend à pouvoir payer moins demain?

Troisièmement, les taux d'intérêt négatifs réduisent également les marges d'intérêt des banques, qui hésitent à imposer des taux d'intérêt négatifs aux déposants, même en période de baisse des taux. Cela nuit à la rentabilité des banques, ce qui plombe leur capacité de prêter à l'économie réelle. Comme nous l'avons déjà mentionné, la BCE semble avoir conçu une solution efficace à ce problème en Europe.

Quatrièmement, comparativement à ceux de nombreuses autres économies, les consommateurs canadiens et américains ne conservent pas d'importants soldes bancaires de dépôt. Les banques se fient plutôt au financement du marché monétaire par des investisseurs étrangers. Si les taux d'intérêt descendent à moins de zéro, le financement provenant de l'étranger risque d'être soumis à des pressions, causant un durcissement des conditions financières.

Des taux d'intérêt négatifs ont été introduits dans la zone euro en juin 2014 et au Japon en janvier 2016. Depuis, le rendement des actions des banques canadiennes et américaines a été supérieur à celui des banques européennes et japonaises, malgré la récente sous-performance liée au pétrole.

Figure 3 - Indices boursiers des banques mondiales



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg Finance L.P. Au 26 juin, 2020.

Indice des banques américaines = l'indice KBW (Keefe, Bruyette and Woods) Nasdaq Bank est un indice boursier du secteur bancaire. Indice des banques européennes = Banks Price Index EUR, un indice bancaire européen pondéré selon la capitalisation boursière. Indice des banques japonaises = TOPIX Banks Index, un indice bancaire japonais pondéré selon la capitalisation boursière. Indice des banques canadiennes = Indice composé S&P/TSX - Banques, indice composé d'actions bancaires cotées à la S&P/TSX.

³Le 15 juillet 2020, la BdC a adopté une version de ses indications prospectives selon laquelle les taux ne seront pas relevés tant que les capacités inutilisées de l'économie ne seront pas absorbées et que l'inflation restera à 2 %, ce qui, selon son scénario de base, ne devrait se produire qu'après 2022.

3. Point de vue de la Réserve fédérale et de la BdC

Jusqu'à présent, le Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (la « Réserve fédérale ») s'est opposé unanimement aux taux négatifs. L'unanimité est rare au sein de ce Comité. Cela envoie un important signal; il sera donc difficile pour le Comité de renverser la vapeur.

Au fil du temps, la BdC s'est montrée plus hésitante quant à la validité d'une politique de taux d'intérêt négatifs. Toutefois, dans de récentes déclarations, l'indication d'une valeur plancher du taux directeur de 0,25 % demeure prédominante (Poloz, 2020; Macklem, 2020). Les arguments contre une politique de taux d'intérêt négatifs ont été formulés en fonction des dommages potentiels qu'elle pourrait causer au secteur financier, ce qui nuirait à sa capacité de soutenir la reprise de l'économie réelle.

La Réserve fédérale et la BdC ont plusieurs solutions de rechange complémentaires plutôt que concurrentes à mettre en œuvre, avant de songer à des taux négatifs :

- 1. Modification de la cible stratégique :** La Réserve fédérale devrait annoncer cet été une modification de sa cible d'inflation, qui passera de 2 % à une moyenne de 2 %. Cela lui permettra d'assouplir sa politique monétaire plus longtemps, afin de compenser les périodes antérieures où l'inflation était inférieure à la cible.
- 2. Indications prospectives :** Les deux banques centrales peuvent s'engager explicitement à maintenir une politique de faibles taux d'intérêt pendant une longue période, incitant les consommateurs et les investisseurs à s'engager à dépenser massivement, en sachant que les coûts de financement connexes resteront faibles pendant une période prolongée. Pour accroître la crédibilité, des indications pourraient être données sous réserve de la réalisation d'un résultat d'inflation particulier, ou d'une combinaison de résultats d'inflation et de chômage, ou être fondées sur le calendrier (engagement à ne pas relever le taux directeur pendant une période minimale)³.
- 3. Élargissement des programmes d'assouplissement quantitatif :** La Réserve fédérale et la BdC peuvent accroître encore la taille des programmes d'achat d'actifs déjà importants et élargir la gamme d'actifs admissibles des programmes existants.

4. Élargissement des programmes de prêts et de crédit :

La Réserve fédérale et la BdC ont mis en place un certain nombre de programmes visant à faciliter les prêts aux particuliers, aux PME et aux grandes sociétés. Ces programmes peuvent être améliorés et élargis au besoin pour que le crédit se rende efficacement à l'économie réelle, ou à la classe moyenne.

5. Contrôle de la courbe de rendement : Au lieu de se concentrer sur la hauteur du taux directeur, les deux banques centrales pourraient s'engager à acheter des obligations à long terme, en visant un taux obligataire précis à une échéance donnée, encore une fois pour encourager les dépenses des ménages et des entreprises. Si l'engagement stratégique est crédible, il ne sera pas nécessaire d'effectuer des achats importants.

En septembre 2016, la BdJ a adopté une politique de contrôle de la courbe de rendement ciblant des obligations gouvernementales à 10 ans à environ 0 %. En mars 2020, la Banque de réserve d'Australie (RBA) a instauré une politique de contrôle de la courbe de taux visant un taux de rendement de 0,25 % sur les obligations gouvernementales à 3 ans.

L'horizon de placement intégré dans la variante de la RBA semble une cible plus probable pour toute politique future de la Réserve fédérale ou de la BdC, par exemple selon les commentaires de M. Brainard (2020), un membre du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine.

Le fait de cibler des taux sur une période relativement courte permettrait à la Réserve fédérale ou à la BdC de lier directement cet engagement à une autre des options de politique mentionnées ci-dessus : les indications prospectives conditionnelles. Les deux se renforceraient mutuellement de façon explicite. Le procès-verbal de la réunion de juin 2020 du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale a tempéré les attentes du marché à l'égard d'une imminente politique de contrôle de la courbe des taux. Toutefois, cette solution demeure plus probable que des taux négatifs, compte tenu de son efficacité au Japon et en Australie à ce jour.

4. Notre point de vue

Il est peu probable que la Réserve fédérale et la BdC adoptent des politiques de taux d'intérêt négatifs. Des mesures budgétaires et monétaires sans précédent ont évité une crise de liquidité, rétabli le fonctionnement normal du marché

et réduit au minimum le risque de dommages structurels de longue durée par suite de la fermeture de l'économie au premier trimestre. Les indicateurs économiques avancés indiquent qu'une reprise cyclique est en cours, mais celle-ci a pour point de départ des niveaux d'activité très faibles.

Le soutien stratégique continuera de favoriser cette reprise, qui devrait se poursuivre durant le deuxième semestre de 2020 et en 2021. Le soutien viendra d'instruments existants auxquels pourraient s'ajouter d'autres mécanismes que nous avons décrits dans le présent document, dont des indications prospectives conditionnelles. Le recours à une politique de taux d'intérêt négatifs demeure peu probable.

5. Ce qui pourrait nous faire changer d'avis

- Une détérioration généralisée et persistante des données économiques, probablement associée à un important recul de la réouverture économique, qui renverserait nos perspectives de croissance cyclique relativement favorables.
- Dans le même ordre d'idées, aux États-Unis, l'absence de résolution de la falaise budgétaire inhérente à la loi Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) adoptée pour apporter un soutien du revenu aux travailleurs temporairement sans emploi en raison de la fermeture de l'économie. Des millions de ménages américains subiront une perte de revenu marquée si les prestations de ce programme ne sont pas prolongées au-delà de la date d'expiration du 31 juillet.
- Des séquelles économiques importantes à long terme causées par les fermetures économiques consécutives à la COVID-19. Un certain nombre de dommages restent assurément probables, par exemple en raison de changements comportementaux qui ont une incidence sur les habitudes de dépenses dans certains secteurs économiques, notamment la consommation discrétionnaire, ou qui favorisent un renoncement graduel à la mondialisation. Mais les blessures devront être particulièrement profondes pour inciter l'adoption d'une politique de taux d'intérêt négatifs.

6. Conclusion

Des politiques budgétaires et monétaires sans précédent ont favorisé une reprise économique mondiale naissante. Le soutien restera en place et augmentera encore au cours des prochains trimestres. Par conséquent, nous nous attendons à ce que l'activité économique poursuive sur cette lancée d'ici la fin de l'année et en 2021.

La Réserve fédérale, en particulier, et la BdC ont toujours exclu la possibilité d'adopter une politique de taux négatifs. Toutes deux disposent encore d'options de politique qui leur permettront de continuer à soutenir et à stimuler l'activité économique sans avoir recours à des taux d'intérêt négatifs. À moins que ces options de prédilection ne parviennent pas à favoriser une reprise au cours des deux prochaines années, nous estimons peu probable qu'une décision stratégique proactive d'adoption de taux d'intérêt négatifs soit prise au Canada ou aux États-Unis.

7. Références

Brainard, L. (2020). Comments on Monetary Policy in the Next Recession?, a report by Stephen Cecchetti, Michael Feroli, Anil Kashyap, Catherine Mann and Kim Schoenholtz.

Gavekal Research (2020). From A Tax To A Subsidy.

Macklem, T. (2020). Période de questions après une allocution devant les cercles canadiens et les Canadian clubs (consignée à l'adresse <https://sherrycooper.com/>).

Poloz, S.S. (2020). La politique monétaire devant l'inconnu. Conférence commémorative Eric J. Hanson de l'Université de l'Alberta.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions au sujet de ce rapport ou de tout autre sujet, n'hésitez pas à communiquer avec :

Michael Sager, Ph.D.

Vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises
Gestion d'actifs institutionnels
michael.sager@cibc.com | 416 980-6301

Kevin Minas, CFA, CAIA

Gestionnaire de portefeuille de clients
kevin.minas@cibc.com | 416 784-6761

Pour en savoir plus, visitez le site cibc.com/fr/asset-management

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement. Il ne constitue ni une ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises et de l'équipe Titres revenu fixe mondiaux, et elles peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. De tels énoncés sont associés des risques, connus ou non, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats ou les rendements diffèrent sensiblement des résultats ou des rendements dont il est fait mention de façon explicite ou implicite dans les énoncés prospectifs.

^{MD} Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence. Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.