

Une alternative à la politique des taux négatifs ?

Les textes publiés dans ces pages ont pour but d'alimenter le débat. Ils n'engagent que leurs auteurs qui n'appartiennent pas à la rédaction de "La Libre Belgique".

Le diagnostic d'une panne de croissance économique se manifestant par un taux de chômage élevé, une inflation faible et une contraction des volumes de crédit conduisit en 2014 la Banque centrale européenne (BCE) à assouplir sa politique monétaire d'une façon atypique. À côté de l'application d'un taux négatif sur les dépôts qui lui sont confiés par les banques de la zone euro, elle mit en œuvre un programme de "quantitative easing" ayant pour objet un achat régulier sur plusieurs années de titres à revenu fixe. Vu l'article 123 du traité de Lisbonne qui interdit aux banques centrales d'acquiescer directement des autorités publiques des instruments de leur dette, les achats de titres d'emprunts du secteur public se sont limités au marché secondaire.

Ces opérations ont abaissé sensiblement les taux à moyen et long terme et ainsi amélioré les conditions de crédit. En inscrivant ces opérations sur la durée, la BCE agissait sur les attentes des investisseurs: les taux d'intérêt resteraient bas pendant longtemps. Ces taux faibles devaient encourager consommation et investissement alors que les taux négatifs appliqués aux dépôts des banques à la BCE devaient les induire à octroyer davantage de crédits. Par ailleurs, vu le degré d'endettement des États, les taux bas allaient réduire sensiblement le coût de la dette publique.

Les inconvénients majeurs

Il est très difficile de juger des résultats d'une politique dans la mesure où on en est réduit aux conjectures quant à la situation dont on aurait hérité en son absence. Néanmoins, l'inflation est restée faible et la croissance, anémique. Au surplus, le maintien pendant une longue période de taux négatifs présente des inconvénients majeurs⁽¹⁾.

D'une part, il met à mal le modèle traditionnel des banques qui est de

transformer les dépôts à court terme en emprunts et crédits à moyen et long terme. La rentabilité des banques européennes repose en grande partie sur la marge de crédit qui postule des taux positifs et une courbe des taux offrant une meilleure rémunération pour les placements à long terme que sur les dépôts à court terme.

D'autre part, si la baisse des taux à long terme orchestrée par la BCE a permis d'engranger des plus-va-

lues, celles-ci réduisent la capacité des banques à faire face à une remontée des taux lorsqu'elle se produira. Si cette hausse des taux provoque un renchérissement du coût des ressources de sorte que celui-ci excède un jour le rendement des actifs, le système bancaire pourrait être déstabilisé, les banques étant dans une situation d'autant plus défavorable qu'elles auront, par souci bénéficiaire, laissé s'élargir le *duration gap*, c'est-à-dire

l'écart des échéances entre leurs actifs et leurs passifs.

"Helicopter money"

Par ailleurs, un autre inconvénient apparaît: la transmission des effets de la politique monétaire à l'économie réelle est indirecte; la monnaie nouvellement créée est utilisée pour acheter des emprunts d'État. La baisse des taux qui en résulte devrait inciter les consommateurs à emprunter davantage mais il se peut que leur perception de la situation économique les en empêche de sorte que l'impact sur la demande serait faible. Certains économistes ont dès lors suggéré l'usage de l'*helicopter money* qui se traduirait par un "chèque" donné aux consommateurs afin d'attiser la demande de biens ou services. Si cette technique permettrait un retour des taux d'intérêt à la normale, elle présente deux défauts. D'une part, elle est difficilement réversible: il n'est guère aisé, le jour où les craintes d'inflation resurgissent, de retirer les liquidités qu'elle a permis de générer. D'autre part, la propension à consommer des des-

