

La politique des taux bas est-elle encore efficace ?

Si la politique monétaire de la BCE a évité le pire, ses effets semblent devenus aujourd'hui insuffisants pour relancer le crédit et dangereux pour les établissements financiers

PAR OLIVIER KLEIN

La politique monétaire de taux courts et longs bas, voire négatifs, a incontestablement permis d'éviter un risque catastrophique en 2007 – 2009, puis en zone euro de 2010 jusqu'à présent, et de raviver depuis la croissance, même légèrement, par la relance de la demande de crédit et le soutien à la consommation et à l'investissement.

Dans la période de faible croissance que nous traversons, la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne (BCE) contribue à faciliter le désendettement partiel des Etats comme du privé, en garantissant un taux d'intérêt nominal inférieur au taux de croissance nominal, ou au pire égal. C'était essentiel, car n'oublions pas que la crise de 2007-2009 est survenue à la suite d'un cycle d'endettement des ménages et des entreprises devenu progressivement insoutenable. Cette crise financière et économique majeure a conduit à son tour à une très forte montée de l'endettement public. En provoquant une forte baisse des taux longs en achetant des obligations d'Etat, le directeur de la BCE, Mario Draghi, a réussi à stopper le cycle infernal qui reposait sur la défiance contagieuse vis-à-vis de la dette publique de certains pays européens. Cette défiance conduisait à une montée spéculative de leurs taux qui, à son tour, aggravait leurs déficits publics, donc à nouveau leurs dettes et la défiance à leur égard.

Cette politique de taux très bas, voire négatifs, a aussi pour objectif de soutenir la demande globale de crédit. En

principe, les taux d'intérêt inférieurs au taux de croissance donnent tôt ou tard l'envie d'épargner moins, de consommer et investir plus, et permettent in fine de relancer la croissance. Les taux actuels des crédits immobiliers en sont une illustration parfaite avec des planchers historiquement bas. Enfin, en améliorant la valorisation des actifs patrimoniaux (immobilier, actions...), la baisse des taux peut provoquer également un effet de richesse favorable à la consommation et à l'investissement, plus visible cependant aux Etats-Unis qu'en zone euro.

Mais si la confiance ne suit pas, la demande de crédit peut demeurer atone malgré la baisse des taux. En 2014, en France par exemple, la demande est restée en deçà des espoirs des banques quant aux projets à financer. A l'inverse, entre fin 2014 et début 2015, les entreprises françaises ont repris goût à l'investissement avec une demande de crédit raffermie. En outre, les ménages peuvent être tentés d'augmenter les montants épargnés, et non les diminuer, afin de protéger le niveau de leur retraite ultérieure, puisqu'ils ne peuvent plus compter sur la capitalisation des intérêts devenus trop faibles.

RENTABILITÉ BANCAIRE

Par ailleurs, des taux très bas entament sans conteste la rentabilité bancaire. La marge nette d'intérêt d'une banque correspond aux intérêts reçus sur ses stocks de crédits moins les intérêts rémunérant les encours des dépôts. Si la baisse de rémunération des dépôts – qu'il est quasi impossible de rendre négative – ne suit pas celle constatée sur les intérêts des crédits, les revenus des banques baissent. Tout l'enjeu des banques aujourd'hui est donc de compenser cette perte due à l'effet taux par un effet volume positif. Si la demande globale de crédits augmente, notamment grâce à la baisse des taux provoquée par la banque centrale, chaque banque peut en profiter. Mais si la demande ne se développe pas suffisamment, le secteur entier en pâtit.

Le volume global de crédits en 2015, en France, a augmenté suffisamment pour compenser l'effet des taux négatifs. Mais cet effet n'a plus été suffisant au premier semestre 2016. Certes, cette baisse de marge d'intérêts a

été compensée sur cette dernière période par la baisse du coût du risque. La baisse des taux, en soutenant l'économie, fait en effet mécaniquement baisser le coût du risque de crédit. Depuis 2014, la baisse du risque s'est ainsi accélérée, permettant aux banques de compenser l'effet taux négatif et l'effet volume insuffisant.

Mais nous arrivons maintenant à une impasse. Si, en effet, les taux très bas perduraient à ce même niveau, l'effet taux s'aggraverait inexorablement, alors que le coût du risque ne pourrait plus s'abaisser indéfiniment et jouer son rôle de compensation.

En réduisant fortement la rentabilité des banques, des taux très bas risqueraient de contraindre l'offre de crédit, au moment même où la réglementation bancaire exige des ratios de solvabilité en forte hausse, donc plus de résultats en renfort des fonds propres. D'autant qu'il est impossible de réaliser aisément des augmentations de capital, puisque la rentabilité des banques s'est affaïssée en dessous de leur coût du capital. La poursuite d'une telle politique pourrait être ainsi, in fine, défavorable à la croissance. Rappelons que contrairement aux Etats-Unis où les marchés assurent l'essentiel des besoins de financement, la situation est inverse en Europe. Maintenus à un niveau si bas, les taux d'intérêt pourraient également faciliter tôt ou tard l'émergence d'une bulle immobilière, voire des actions. Enfin, ils fragilisent assureurs-vie et caisses de retraite.

La politique de taux très bas a été indispensable. Quelle autre politique monétaire aurait pu être menée, sans prendre des risques bien plus élevés ? Elle a permis aussi d'acheter du temps, notamment dans la zone euro, pour que les gouvernements mènent les réformes structurelles nécessaires à la hausse de leur croissance potentielle, et qu'ils avancent en direction d'une meilleure coordination des politiques économiques et d'ébauches de la mutualisation des dettes publiques. Mais il n'est pas certain que ce temps ait été mis à profit. Au moment où les taux de la Réserve fédérale sont sur le point de remonter aux Etats-Unis, même légèrement, et où les taux longs ont provoqué une hausse, le temps est déjà compté dans la zone euro. ■

**SI LA CONFIANCE
NE SUIVRA PAS,
LA DEMANDE DE CRÉDIT
PEUT DEMEURER
ATONE, MALGRÉ
LA BAISSSE DES TAUX**

Olivier Klein est directeur général de la BRED et professeur d'économie et de finance à HEC