



TAUX NÉGATIFS :

SONT ILS VRAIMENT EFFICACES?



Bruno Syrmen
CIO Alternatif - Partner
bsyrmen@seven-cm.com
+33 1 42 33 75 22

LES TAUX NÉGATIFS FIXÉS PAR CERTAINES BANQUES CENTRALES ONT ILS ÉTÉ BÉNÉFIQUES POUR LEURS ÉCONOMIES?

ET APPORTERONT ILS LES RÉSULTATS ESCOMPTÉS EN EUROPE?

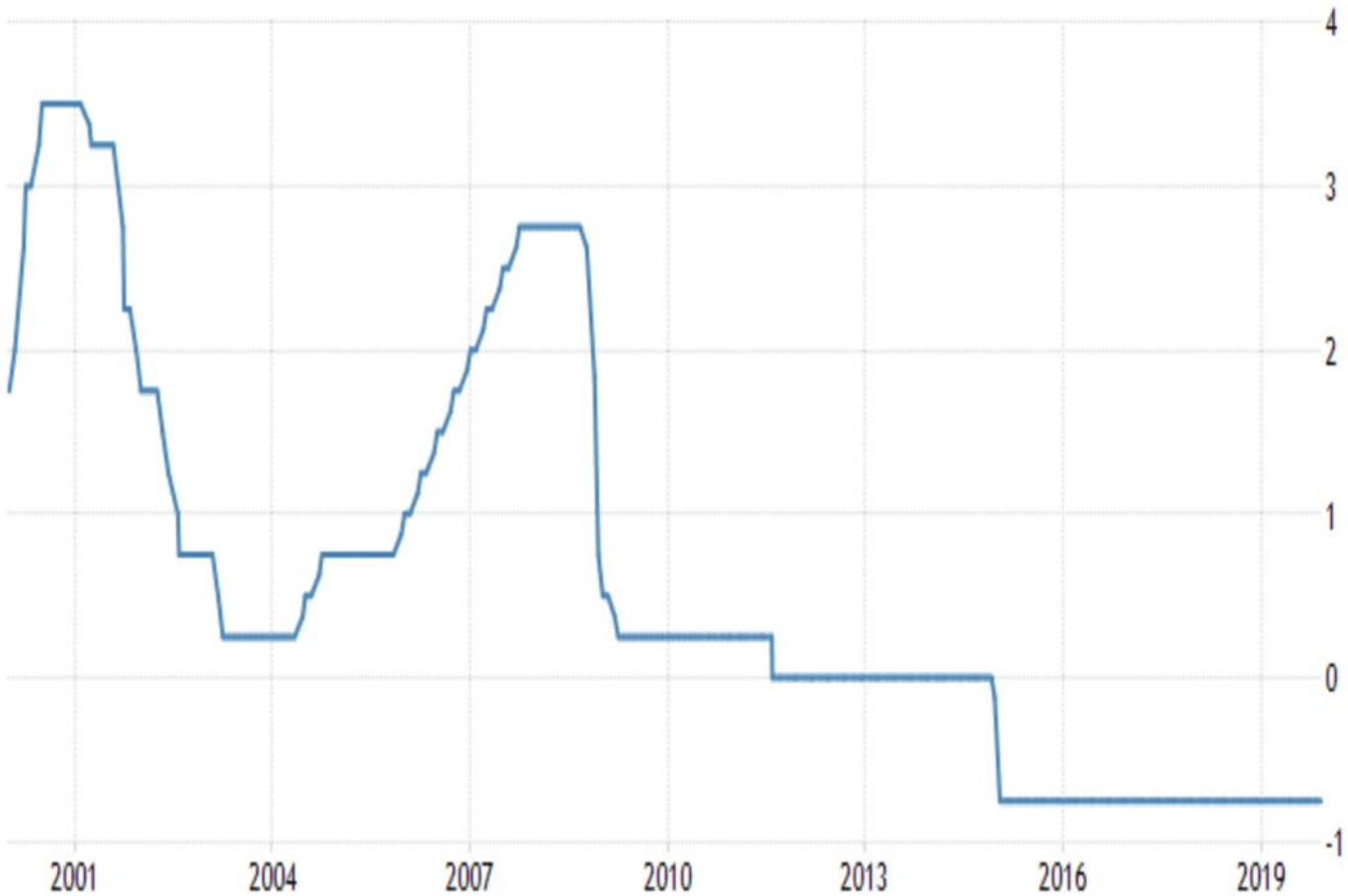
Alors que la nouvelle patronne de l'ECB, Madame Christine LAGARDE, se prépare à lancer une revue complète sur les options de politique monétaire de la banque centrale Européenne, personne ne s'attend à ce qu'un processus de "normalization" ne démarre bientôt. Mais l'ECB est apparemment bien consciente des effets pervers que des taux négatifs peuvent avoir sur l'économie. Et pas seulement par la pression qu'ils exercent sur les banques semble-t-il...



L'exemple Suisse est à la fois proche géographiquement et instructif. Les Suisses ont baissé leurs taux directeurs jusqu'à -0,75%, en réponse au taux Refi de l'ECB fixé en territoire négatif, dès le début de l'année 2015 – pour ne plus y toucher depuis! Et dans une récente interview la SNB (Banque Centrale Suisse) a affirmé qu'elle ne verrait aucune objection à baisser ses taux directeurs encore plus bas!

Switzerland Interest Rate

Summary Calendar Forecast Download Alerts



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | SWISS NATIONAL BANK

Chart 1 :source : TRADINGECONOMICS.COM & SWISS NATIONAL BANK

Ces taux négatifs étaient supposés affaiblir la devise, tout particulièrement contre l'Euro, stimuler l'économie et conduire à une inflation un peu plus élevée.

Comment cela a-t-il marché?

Sur le front de la devise, cela s'est assez bien passé. Suite à l'abandon, gardé secret et soudain, du Peg avec l'€ (1,20 CHF/EUR) au début de janvier 2015, cf chart ci-dessous, baisser les taux directeurs à -0,75% a effectivement contribué à affaiblir la devise Suisse qui est revenue jusqu'à quasiment 1,20 au début de 2018. Et même si le Franc Suisse s'est apprécié depuis, il s'échange toujours autour de 1,10 vs € alors même que le taux Refi de l'ECB a été baissé à nouveau (de 10 bps) jusqu'à -0,5% en septembre 2019. Donc sur ce point cette politique de taux négatifs n'a pas été un échec.

Bloomberg

ES1 Comdty (Generic 1st 'ES' Future)
 EURCHF Curmcy (EUR-CHF X-RATE)



Chart 2: Source: BLOOMBERG (Jaune: CHF/EUR Blanc EuroSwiss 3M)

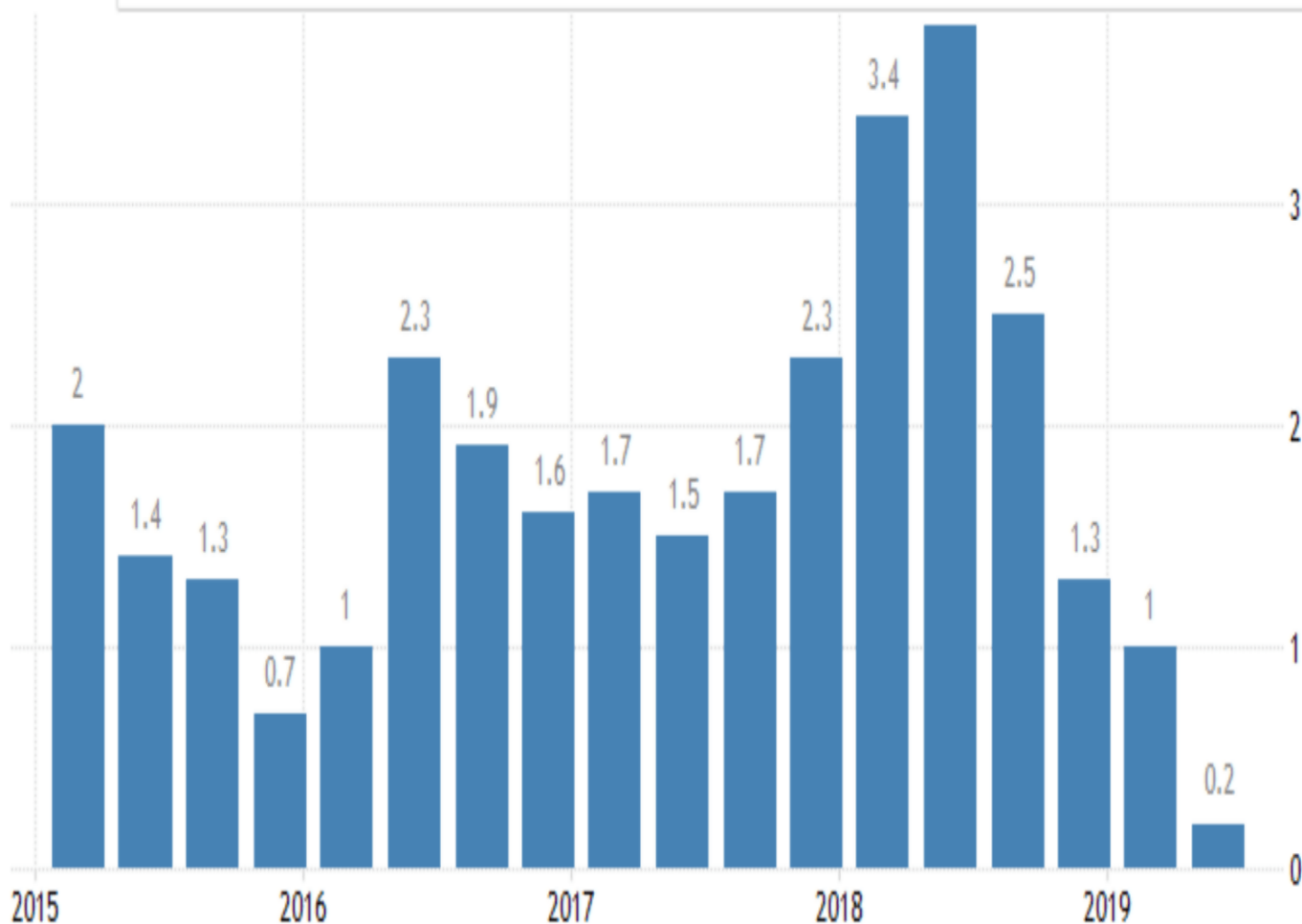


Mais malheureusement, pour ce qui concerne l'économie dans son ensemble et son PNB d'une part, et le taux d'inflation d'autre part, ces taux négatifs n'ont pas servi à grand chose.

Comme les 2 graphes suivant vous le montreront, ils ont été assez inopérants...

Switzerland GDP Annual Growth Rate

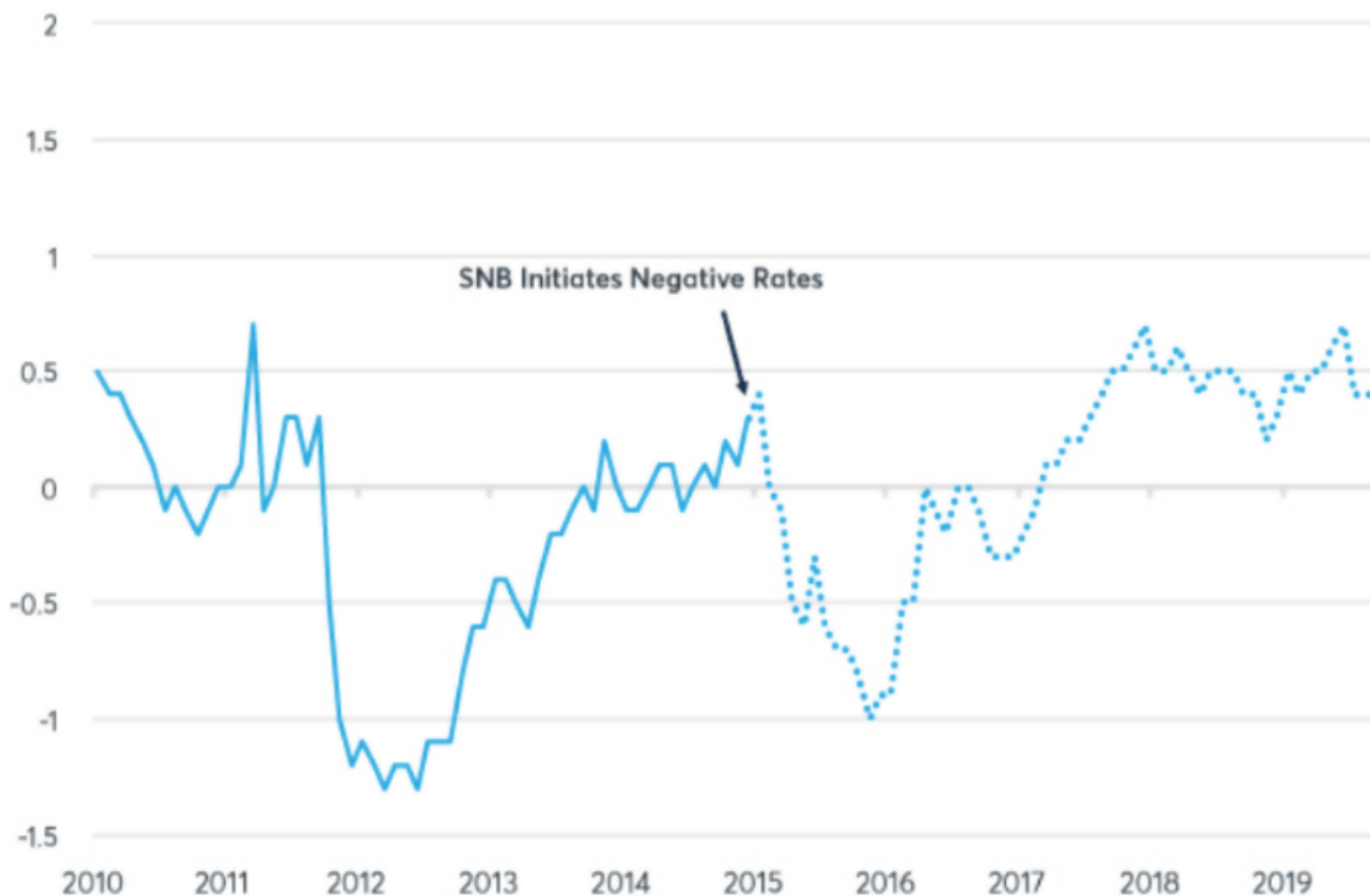
Summary Calendar Forecast Download Alerts



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | STATE SECRETARIAT FOR ECONOMIC AFFAIRS

Charts 3 : Source : **TRADING ECONOMICS;COM**, State secretariat for Economic affairs

Swiss YoY Core Inflation



Source: Bloomberg Professional (SZEXIYOY)

Chart 4: Source: BLOOMBERG PRO

Le graphe 3 vous montre qu'avec des taux fixés à -0,75% depuis près de 5 ans, le GDP a cru en moyenne de presque 1,75% (rythme annuel) par trimestre sur 18 trimestres. A peine un succès! Surtout si vous vous rappelez les excellentes performances des économies de l'Eurozone en 2017 et au début 2018.

Et comme vous pouvez le voir sur le chart 4 ci-dessus, il a fallu 3 ans pour que le taux d'inflation (core) revienne à son niveau de 2015, pour osciller autour sans en dévier depuis.

Au point de ne jamais approcher le niveau de1%! Clairement, sur ce point au moins les taux négatifs s'avèrent être un échec!



Taux négatifs Sont ils vraiment efficaces? Décembre 2019

Il apparaît donc que fixer des taux directeurs très négatifs n'est PAS une PANACÉE!
Cela peut être une arme efficace dans le cadre d'une guerre de devises, mais quand vous considérez qu'après des années de taux négatifs, toutes les mesures d'inflation de l'Eurozone apparaissent très déprimées, et la croissance économique ralentit de façon continue, comme partout, cela n'est clairement pas un remède miracle!

Sur un sujet légèrement différent, de plus en plus de gens, comme Charles Gave par exemple, commencent à s'inquiéter de ce qui pourrait être une dramatique confusion: le fait que des taux anormalement bas soient la cause de la stagnation actuelle plutôt que son remède.

Green = real rates positive; Pink = real rates negative; Grey = US recessions

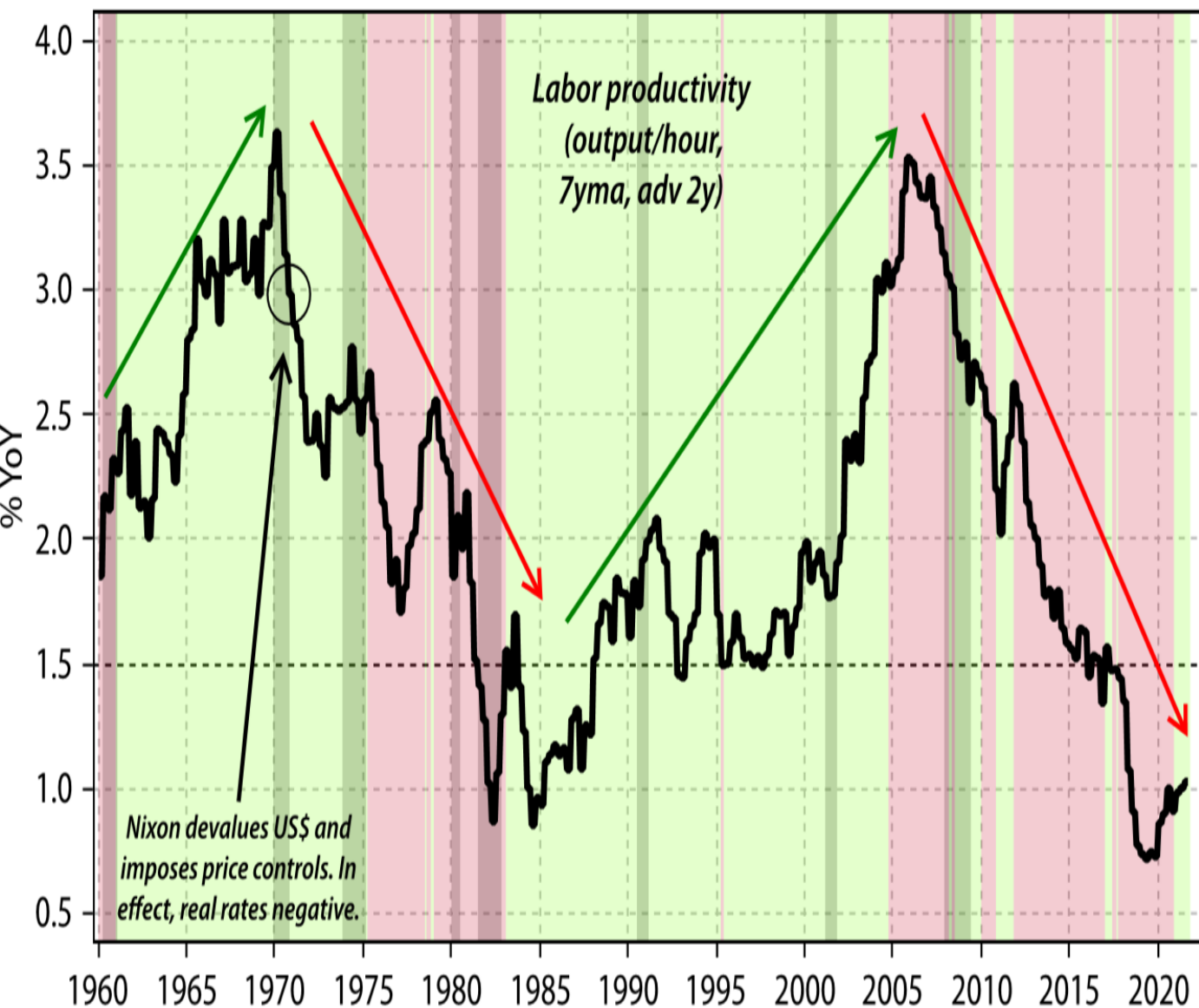




Chart 5: Source : GavekalData/Macrobond

Et dans un papier très intéressant, The Daily paru le 22/11/2019 , Charles Gave, après avoir démontré comment des taux d'intérêts excessivement bas encourageant d'énormes vagues d'ingénierie financière basée sur la dette, écrit ceci:

« Cela prend juste 2 ans pour que les dégâts commencent à apparaître. Ce point a été prouvé de façon répétée, d'abord au Japon (conseillé par M Bernanke, qui répéta les mêmes erreurs aux USA) et ensuite en Europe, avec la politique suivie par Mario Draghi.

Pourtant, étrangement, nulle part où les taux négatifs ont été essayés ils n'ont conduit à des économies en plein boom. Au contraire, partout où ces expérimentations ont été conduites, les économies n'ont pu s'extraire de la stagnation.

Quand donc les banquiers centraux regarderont ils enfin la réalité, et non pas leurs modèles qui n'ont jamais marché et ne marcheront jamais? »

En effet si les taux négatifs contribuent effectivement à une chute dans la productivité du travail, comme le montre le chart 5 ci-dessus, ils constitueront toujours un frein à la croissance du PNB....

ET A L'AVENIR, POURQUOI DONC LES TAUX NÉGATIFS AURAIENT ILS UN EFFET DIFFÉRENT POUR L'EUROZONE?

Bruno SYRMEN

29/11/2019