

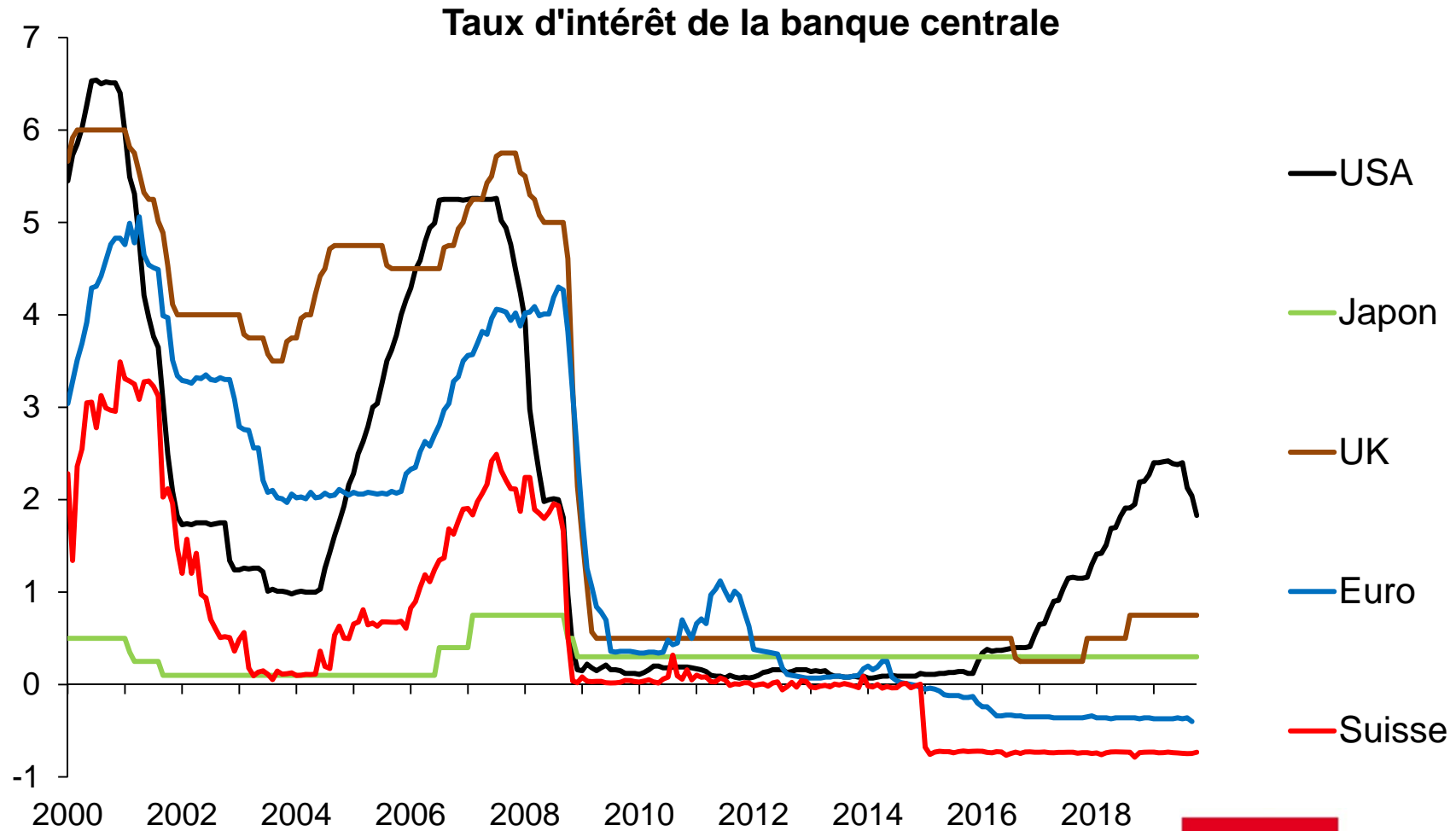


—
INSTITUT DE HAUTES
ÉTUDES INTERNATIONALES
ET DU DÉVELOPPEMENT
GRADUATE INSTITUTE
OF INTERNATIONAL AND
DEVELOPMENT STUDIES

La baisse globale des taux d'intérêts: Causes, perspectives, et implications pour la politique monétaire

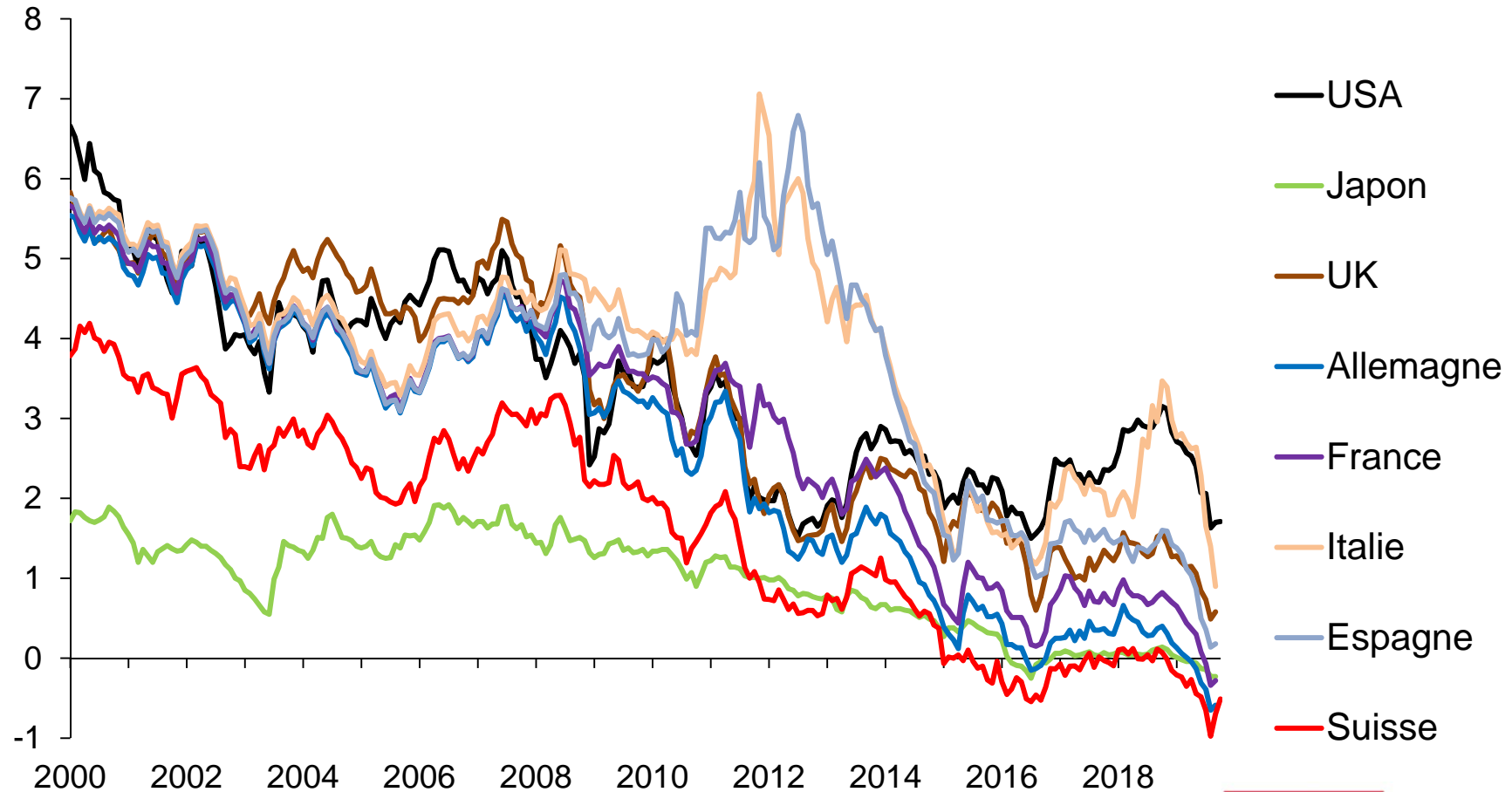
Cédric Tille, 7 novembre 2019

Forte baisse des taux des banques centrales



Mais aussi des taux longs

Rendements sur les obligations d'état à 10 ans



Plan de discussion

4

- Pourquoi cette baisse?
 - Croissance, démographie, taux d'épargne.
 - Manque d'actifs «sûrs».

- Quelles sont les conséquences?
 - Fonds de pension, banques, politique monétaire.

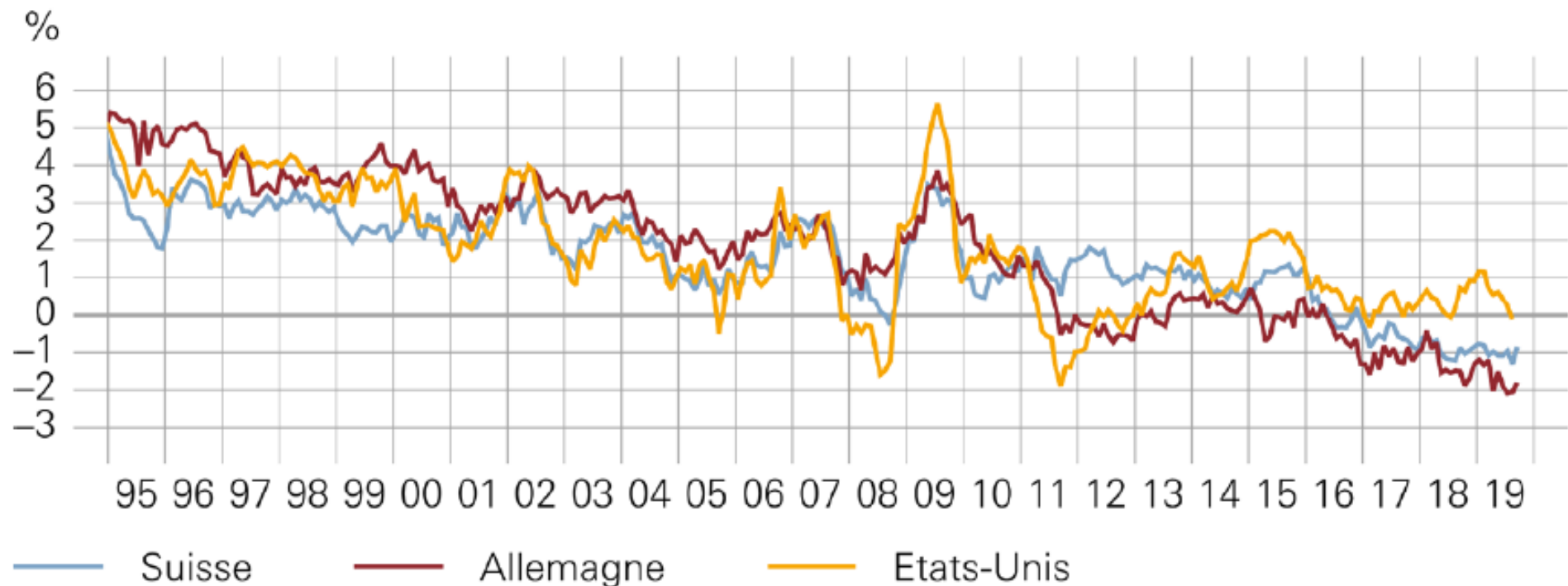
- Quelles sont les options?
 - Retour de la politique budgétaire.

La faible inflation n'explique pas tout

5

TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À LONG TERME

Rendement des emprunts d'Etat à 10 ans moins hausse des prix à la consommation

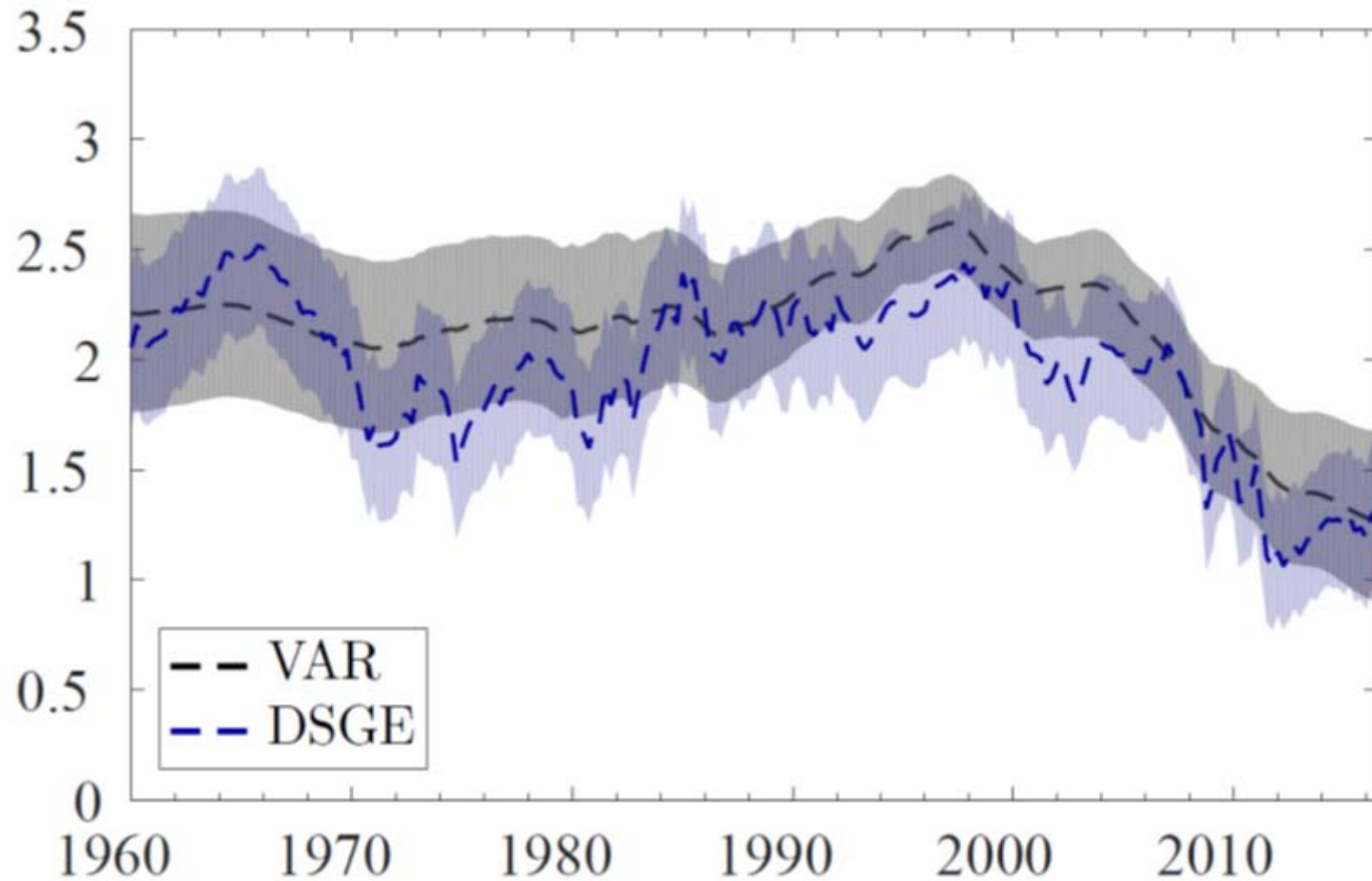


La baisse du taux «naturel»

6

- Le taux réel varie avec le cycle conjoncturel, et tend à être bas durant une récession.
- Taux «naturel»: taux d'intérêt réel qui prévaudrait si l'économie n'était ni en récession, ni en surchauffe.
 - Il doit être estimé sur base d'un modèle ou de filtres statistiques.
- Le taux naturel a fortement diminué depuis la fin des années 1990, aux Etats-Unis et ailleurs.
 - Ce résultat est robuste au modèle utilisé.

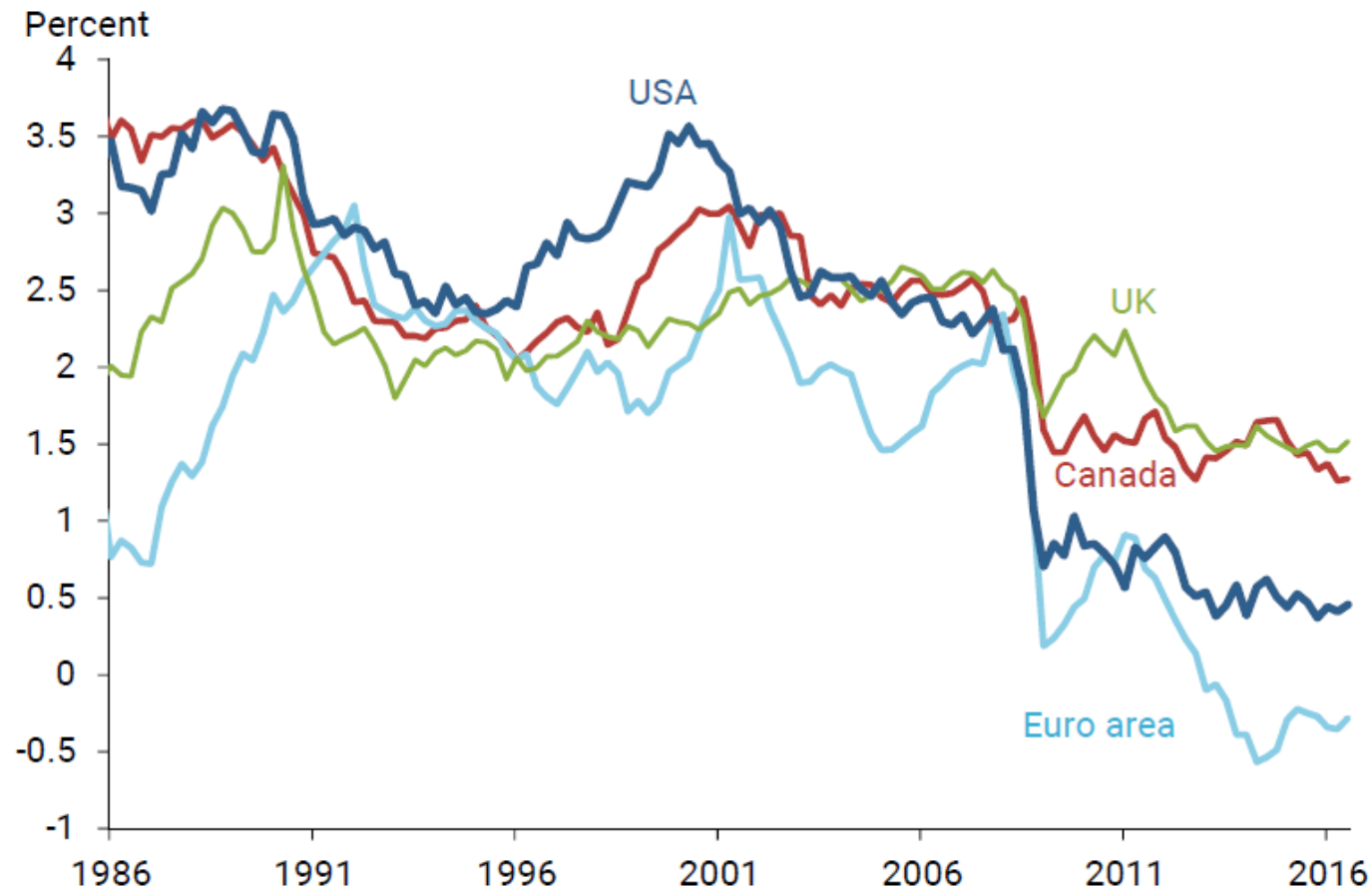
Le taux naturel aux USA



Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc Giannoni, and Andrea Tambalotti (2017). "Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest" Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 812.

Tendance globale à la baisse

Estimates of r-star for four economies



Faible croissance

9

- Le ralentissement de la productivité se traduit par une baisse du taux d'intérêt réel.
- Ceci peut refléter une faiblesse durable de la demande («stagnation structurelle»).

 - Les emprunteurs font face à un resserrement des limites de crédit, réduisant le demande de prêts.
 - Le taux d'intérêt d'équilibre baisse.

- Si le taux d'intérêt nominal ne peut pas suffisamment baisser, le re-équilibre du marché se fait par une baisse de l'activité.

 - Une politique stimulant l'offre peut s'avérer contre-productive.

- Impact de la génération du baby-boom.
 - Hausse de l'offre de travail durant leurs années d'activité, puis baisse depuis.
 - Cette baisse réduit le ratio travail-capital, ce qui diminue la productivité du capital, et donc le taux réel.
- Récente analyse du cycle dans un modèle de l'économie US avec une riche structure démographique.
 - Les facteurs démographiques jouent un rôle important.
 - La baisse du taux réel reflète la réduction du ratio travail-capital, malgré la baisse de l'investissement.
- Cette dimension est particulièrement importante en Europe.

Demande d'actifs «sûrs»

11

- Hausse de l'épargne avec le processus de remboursement de dettes («deleveraging») engagé depuis la crise.
- Le poids des pays émergents dans l'économie mondiale a augmenté, avec une forte épargne (privée et publique).
- Il s'ensuit une hausse de la demande d'actifs «sûrs» gardant leur valeur même en cas de crise.
 - Réserves des banques centrales, besoin de collatéral pour les intermédiaires financiers.
- L'offre de ces actifs s'est fortement réduite durant la crise.
 - Les actifs sûrs résultants de la titrisation se sont avérés risqués.
 - Des gouvernements ont cessé d'être sûrs.

Contraction de l'offre

A List of Safe Assets—Pre- and Post-Crisis

	<i>Billions of US\$</i>		<i>% of world GDP</i>	
	<i>2007</i>	<i>2011</i>	<i>2007</i>	<i>2011</i>
US Federal government debt held by the public	5,136	10,692	9.2	15.8
Held by the Federal Reserve	736	1,700	1.3	2.5
Held by private investors	4,401	8,992	7.9	13.3
GSE obligations	2,910	2,023	5.2	3.0
Agency- and GSE-backed mortgage pools	4,464	6,283	8.0	9.3
Private-issue ABS	3,901	1,277	7.0	1.9
German and French government debt	2,492	3,270	4.5	4.8
Italian and Spanish government data	2,380	3,143	4.3	4.7
Safe assets	20,548	12,262	36.9	18.1

Source: Barclays Capital (2012). Data came from Federal Reserve Flow of Funds, Haver Analytics, and Barclays Capital.

Note: Numbers are struck through if they are believed to have lost their “safe haven” status after 2007. GSE means “government-sponsored enterprise.” ABS means “asset-backed security.”

Rôle spécial de la dette publique

13

- La baisse des taux d'intérêt est plus marquée pour les obligations d'états que pour d'autres actifs.
 - Un rendement non-pécuniaire des premières.
- Le manque d'actifs sûrs peut entraîner une trappe de sécurité, distincte de la trappe de liquidité (manque d'actifs, qu'ils soient risqués ou sûrs).
- Le «quantitative easing» ne peut pas répondre à un manque d'actifs sûrs (émission de monnaie et achat de titres d'état) .
- Une politique de «credit easing» est nécessaire (émission de monnaie et achat de titres risqués).
- Comment accroître l'offre d'actifs sûrs: European Safe Bonds (ESBies) combinant des dettes d'états.

Conséquences

Rendement de l'épargne

15

- Les rendements sur les portefeuilles des fonds de pension vont baisser durablement.
- Ceci peut être compensée par un portefeuille plus risqué.
 - Au risque de sous-couverture temporaire.
- Il est nécessaire d'ajuster les attentes de rendements.
- L'avantage du système de capitalisation par rapport au système de répartition est réduit.

Marges des banques

- La récente baisse des taux n'est que peu répercutée sur le coût des financements (dépôts des particuliers).
- Etude de banques européennes et japonaises (2010 à 2016).
 - Les taux négatifs ne réduisent pas les profits des banques. Ils sont compensés par des autres revenus (frais facturés), et des gains sur la valeur des actifs.
 - Mais ces gains ne se produisent qu'une seule fois.
- Constat similaire dans une étude sur les banques suisses depuis 2015, avec une hétérogénéité substantielle.
- Une étude sur la Suède depuis 2015 montre que la transmission de la politique monétaire est plus faible avec des taux négatifs.

Politique monétaire

17

- Les banques centrales peuvent recourir à des taux négatifs.
 - Ils sont utilisés dans plusieurs pays.
 - Une marge est encore disponible, mais de quelle ampleur?
- Le bas niveau des taux naturels fait que le problème de la limite inférieure des taux des banques centrales va rester pertinent.
- Faut-il utiliser d'autres instruments, comme assouplissement quantitatif, ou le pilotage des anticipations?
 - Il y a un risque d'équilibre à taux zéro.
- Les risques pour la stabilité financière sont gérés via les mesures macroprudentielles.

Trappe d'inflation à zéro

- Deux relations entre taux d'inflation et taux d'intérêt nominal.
- L'équation de Fisher donne une ligne droite:

$$\text{taux d'intérêt nominal} = \text{taux réel} + \text{inflation}$$

- La règle de Taylor est en deux parties:

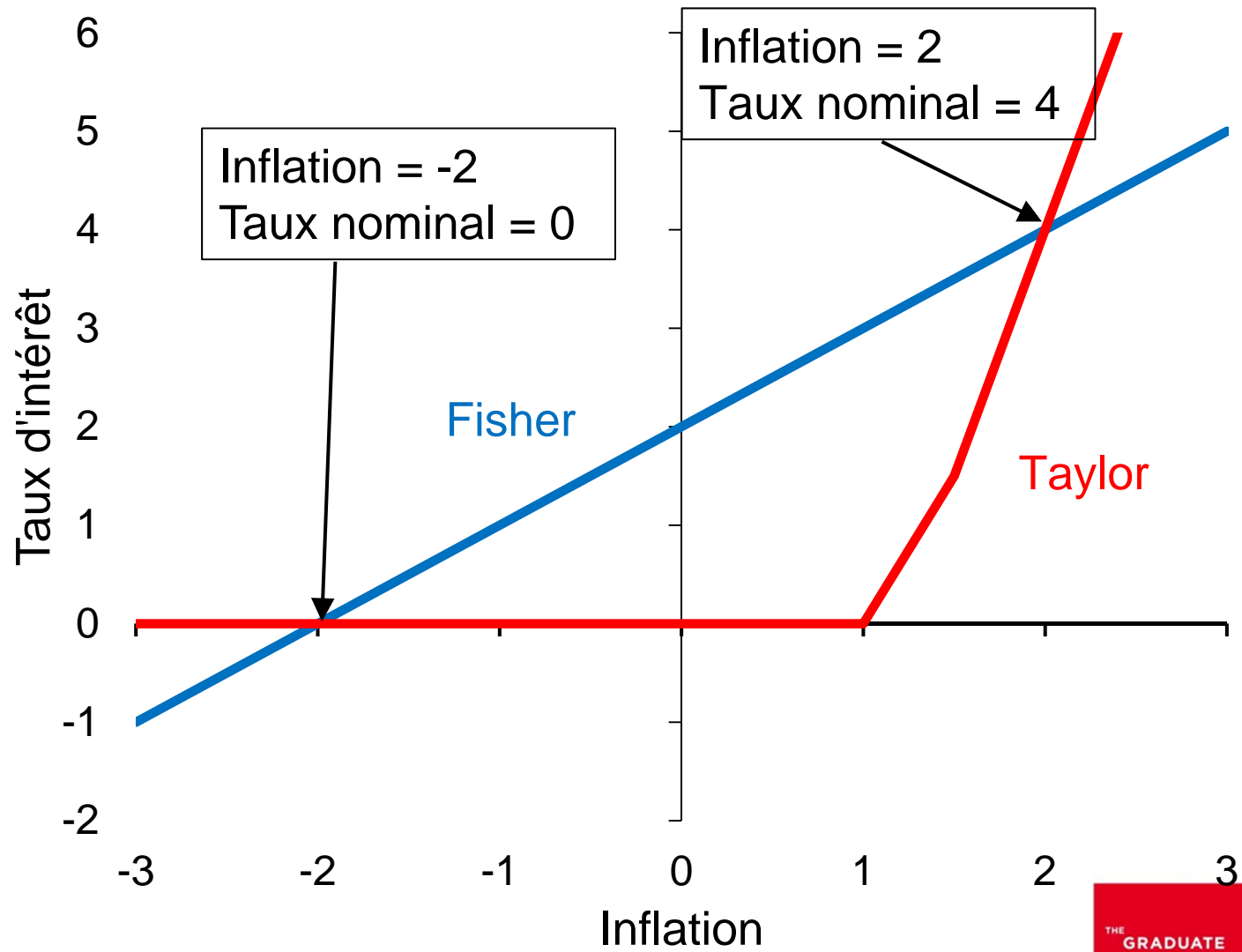
$$\text{taux d'intérêt nominal} = \text{constante} + a * \text{inflation}$$

OU

$$\text{taux d'intérêt nominal} = \text{zéro}$$

- Il y a deux points d'intersection entre ces relations, et l'un deux est un équilibre avec un taux d'intérêt égal à zéro.

Deux équilibres



Autres options de politique économique

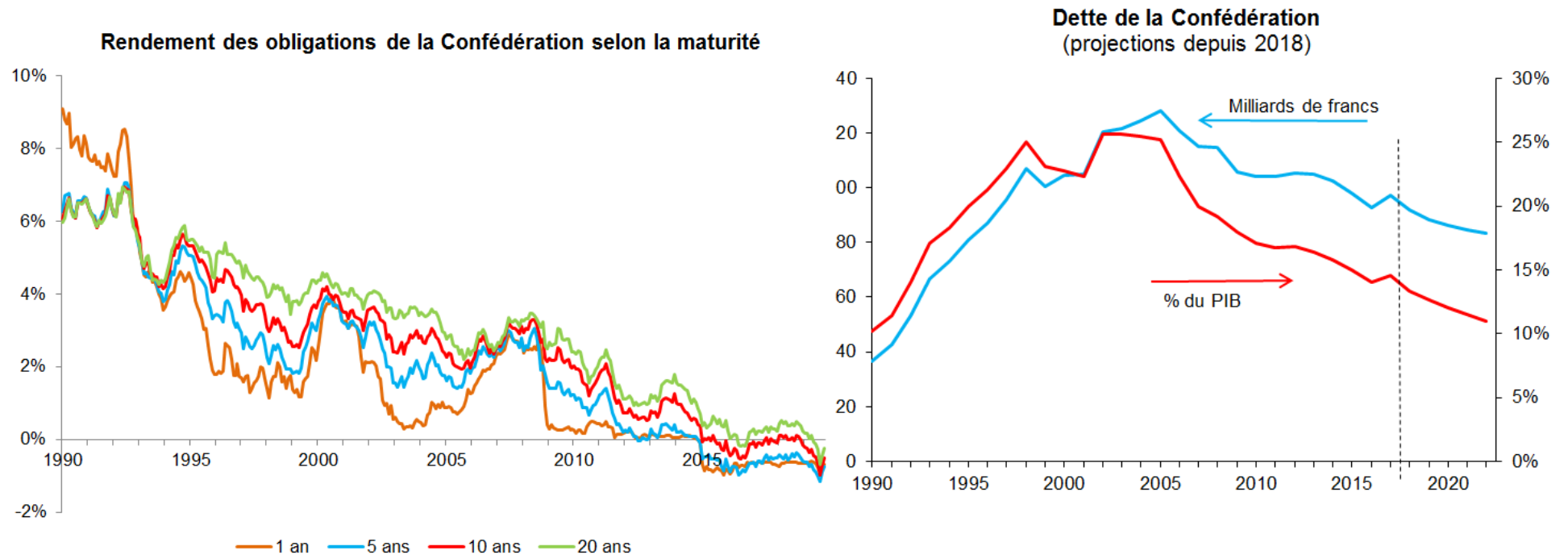
Retour de la politique budgétaire

21

- Les dépenses publiques stimulent directement la demande.
- Cette option a été peu utilisée jusqu'à 2008.
 - La gestion du cycle conjoncturel était faite par la banque centrale, avec un processus de décision plus rapide.
- Il y a un regain d'intérêt depuis la crise. La politique budgétaire est particulièrement efficace dans certains cas.
 - Transferts aux ménages avec propension à dépenser.
 - Expansion quand la banque centrale a baissé les taux au maximum.
 - Il y a un besoin de re-équilibre du mix de politique économique (rapport FMI sur la Suisse).
- Le coût de la dette est limité – voire nul.

Le cas suisse

- La Confédération a une faible dette (en baisse), et paie des taux d'intérêt bas.

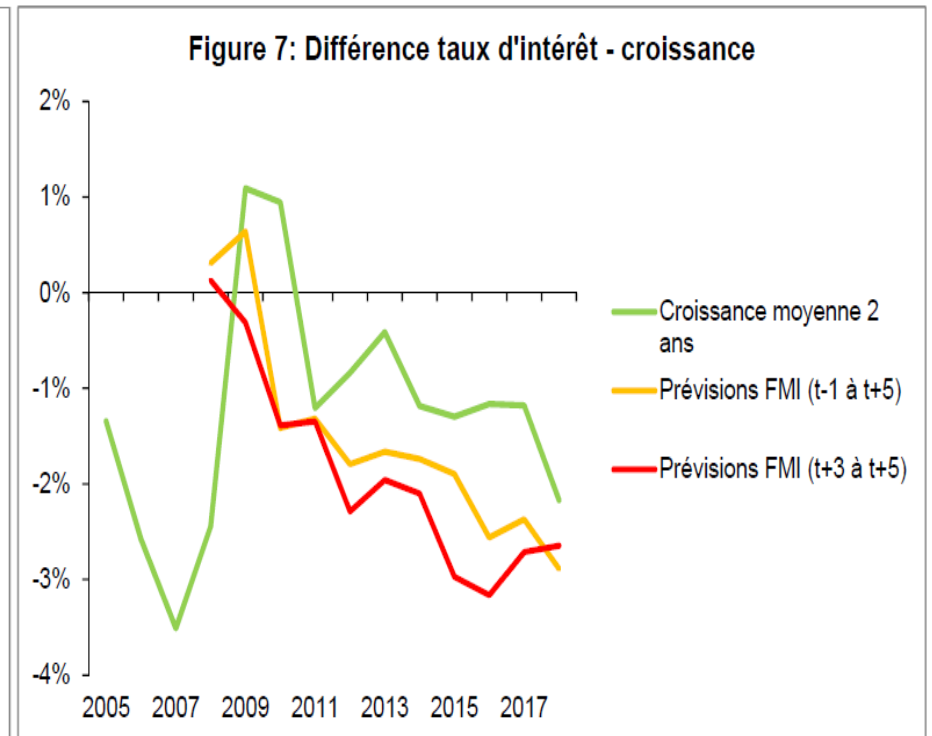
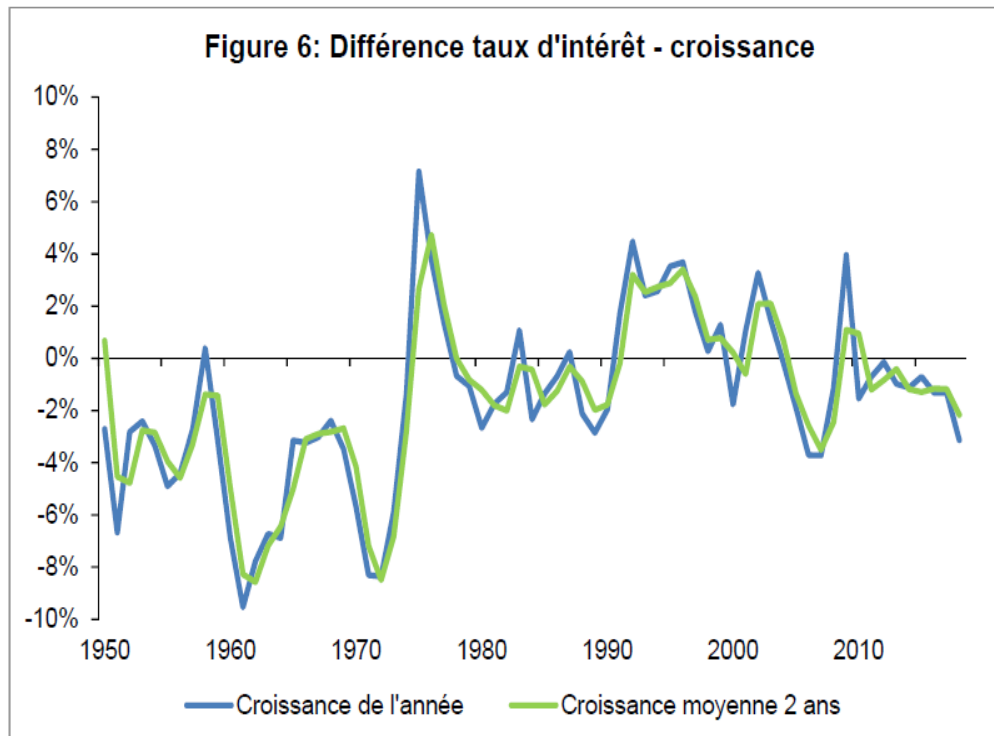


Taux d'intérêt et croissance

- Déficit primaire (d^p) qui stabilise la dette/PIB (b), en fonction du taux d'intérêt (i^G) et de croissance (μ):

$$d^p = -\frac{i^G - \mu}{1 + \mu} b$$

- Un surplus ($d^p < 0$) est nécessaire seulement si $\mu < i^G$.



Politique budgétaire en Suisse

24

- L'écart taux d'intérêt – croissance implique que la Suisse peut avoir un déficit d'environ 2.5 milliards, tout en gardant la dette à 14.% du PIB.
- Les taux faibles impliquent que les investissements (infrastructure, formation) sont particulièrement intéressants.
- Une option est un fonds souverain: émission de dette pour financer un portefeuille à long terme.
 - Fonds distinct de la BNS.
 - Divers scénarios de rendements indiquent un revenu de 0.7-2 milliards par an pour un fonds de 70 milliards (soit 10% du PIB).

Questions pour discussion

- Les taux resteront sans doute bas dans le futur.
 - Comment les fonds de pension peuvent-ils s'adapter?

- Les taux négatifs pourraient persister.
 - Où est la limite?
 - Quel est l'impact sur les intermédiaires financiers?

- Il ne faut pas tout attendre des banques centrales.
 - Comment le cadre de politique économique doit-il être ajusté?