



Zone euro

A quoi servent les taux négatifs ?

- La Banque centrale européenne a rouvert le débat sur le plancher effectif de sa politique de taux.
- La politique de taux négatif vise à assouplir les conditions monétaires et financières essentiellement à travers la dépréciation du change.
- Les effets sur le crédit et les taux longs sont plus contrastés. Dans un cas comme dans l'autre, les instruments non conventionnels, notamment l'assouplissement quantitatif, sont déterminants.

Lors de la dernière conférence de presse de la Banque centrale européenne (BCE), M. Draghi a ouvert la porte à une baisse supplémentaire du taux de la facilité de dépôt en mars. « Nous nous attendons à ce que ces taux restent à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée » indiquait la déclaration introductive.

Il est possible de détenir ses avoirs sous forme monétaire (non rémunérée) ou sous forme de titres (rémunérés) et, dans cet arbitrage, le taux d'intérêt représente la compensation exigée par le prêteur pour qu'il renonce à la liquidité. En théorie donc, le taux d'intérêt ne peut être négatif. En pratique, cependant, la détention de monnaie ne vient pas sans coût. Ces derniers sont liés, notamment, au stockage et au transport des encaisses monétaires. S'il existe bien une limite basse en deçà de laquelle le taux d'intérêt perd son sens, cette limite se situe en réalité sous zéro. Cinq banques centrales opèrent aujourd'hui avec des taux négatifs, parmi lesquelles la Banque centrale européenne¹. Cette politique est appliquée via le taux de la facilité de dépôt, négatif depuis juin 2014 et aujourd'hui établi à -0,30%. Concrètement cela signifie que les banques commerciales s'acquittent d'une pénalité de 0,30% sur le montant des réserves excédentaires déposées auprès de la BCE.

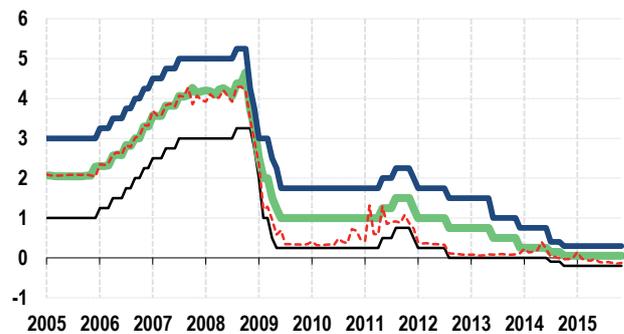
La politique monétaire de la BCE prend la forme d'un corridor de trois taux d'intérêt : un taux de refinancement principal (taux *refi*) et deux taux appliqués aux facilités permanentes- la facilité de dépôt et la facilité de prêt marginale- qui constituent respectivement les bornes inférieure et supérieure du corridor. En déterminant ses taux directeurs, la banque centrale influence sur le taux du marché interbancaire au jour le jour (Eonia), qui fluctue dans la bande ainsi définie.

Jusqu'en octobre 2008, les opérations de refinancement auprès de la banque centrale étaient réalisées par le biais d'appels d'offre à taux variables, la BCE fixant le taux minimum (le taux *refi*) et le montant total des sommes à allouer. Les banques étaient servies par ordre décroissant en fonction du taux d'intérêt demandé. L'alternative étant de se financer sur le marché interbancaire, l'Eonia s'établissait naturellement à un niveau proche du taux *refi*.

¹ Les autres étant la Banque nationale suisse, la Banque nationale du Danemark la Banque de Suède et depuis fin janvier 2016, la Banque du Japon

Taux directeurs et Eonia

— Refi ; — Facilité de dépôt — Facilité de prêt — Eonia



Graphique 1 Source : BCE

Depuis octobre 2008 la BCE conduit ses opérations de refinancement à taux fixe (le taux *refi*), en servant la totalité des demandes. Ce changement s'est traduit par une forte augmentation de la fourniture de liquidité, encore exacerbée par le lancement d'opérations de refinancement à long terme (LTRO) et les achats directs d'actifs dans le cadre de l'assouplissement quantitatif (QE). Face à cette abondance de liquidité, l'Eonia s'est rapproché du taux de la rémunération de la facilité de dépôt, faisant de ce dernier le taux réellement « directeur » de la BCE. En conséquence, depuis septembre 2014, l'Eonia est négatif (voir graphique 1). L'activité sur le marché interbancaire ne s'est pas tarie pour autant. Ce qui importe n'est pas tant le niveau absolu des taux mais la différence entre le taux de la facilité de dépôt et le taux *refi* : une banque disposant de liquidités excédentaires acceptera de prêter des fonds sur le marché interbancaire à un taux supérieur à la facilité de dépôt. Une banque en besoin de liquidité recourra au marché interbancaire, si elle peut y obtenir des fonds à un taux inférieur au *refi*.

L'objectif de la BCE est de ramener l'inflation vers un niveau proche de 2% à moyen terme. Dans la situation actuelle, caractérisée par une demande insuffisante, le respect de cet objectif passe par une stimulation de l'activité suffisamment forte pour fermer l'écart de production et permettre une remontée tendancielle de l'inflation. Cela suppose que la BCE puisse assouplir les conditions financières et monétaires de telle sorte que le taux d'intérêt réel à moyen terme converge vers le niveau qui permettrait de restaurer le plein emploi, appelé le taux d'intérêt d'équilibre.

Le taux d'intérêt réel d'équilibre n'est ni observable ni constant dans le temps. Tout au plus peut-il être estimé, notamment à partir de la croissance tendancielle, ce qui suggère qu'il a baissé presque continuellement au cours des dernières décennies. La crise a ouvert une période prolongée de désendettement et, par conséquent, de hausse de l'épargne, ce qui, dans un contexte de plus grande aversion au risque, a probablement entraîné le taux réel d'équilibre en territoire négatif.

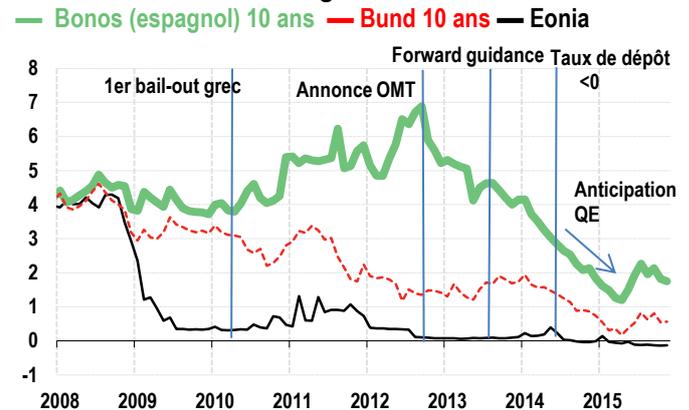


Compte tenu de l'absence d'inflation en zone euro, la BCE n'a d'autre choix que d'adopter une politique de taux nominaux négatifs pour obtenir des taux réels négatifs. Mais ce n'est pas la seule finalité. Bien que le taux de change ne soit pas un objectif de politique monétaire en soi, son évolution influe directement sur l'orientation des conditions financières et monétaires. Dans un discours particulièrement éclairant prononcé à Amsterdam en avril 2014² (c'est-à-dire avant le passage du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif), Mario Draghi précisait l'importance croissante du taux de change dans l'appréciation de l'évolution des prix en zone euro. Dans le même discours, il prenait soin d'expliquer la fonction de réaction de la BCE : un resserrement non désiré des conditions financières et monétaires (incluant une appréciation de l'euro donc) appelle une réponse de la Banque centrale par l'intermédiaire de la politique de taux. De fait, le discours d'Amsterdam annonçant le passage du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif, effectif en juin 2014, coïncide avec le début du repli de l'euro. Ce dernier s'est interrompu au printemps 2015, puis inversé, en particulier depuis cet automne : le cours effectif nominal de l'euro a gagné plus de 5,5% entre mi-novembre et fin janvier 2016. Rien d'étonnant, donc, à ce que, lors de la dernière conférence de presse, M. Draghi ait laissé ouverte la possibilité d'une nouvelle baisse du taux de la facilité de dépôt après avoir mentionné le renchérissement de l'euro comme facteur de tensions sur les conditions financières et monétaires. Rappelons qu'une dépréciation de l'euro soutient l'inflation, d'abord de façon directe mais transitoire, via le renchérissement des biens importés, puis, plus fondamentalement, en stimulant la demande externe et la croissance.

Les effets sur le crédit sont moins univoques. Si un taux de dépôt négatif constitue une incitation à faire circuler les réserves sur le marché interbancaire et permet d'en réduire la fragmentation, la transmission à l'économie réelle n'est pas automatique : le volume de crédit dépend en grande partie de l'existence d'une demande d'investissement ; or cette dernière reste encore limitée en zone euro. Par ailleurs, un taux de dépôt négatif implique un coût sur les réserves excédentaires des banques qui peut réduire leur rentabilité et induire des conditions de prêts moins favorables. Notons, du reste, que la génération de nouveaux prêts ne permet pas de réduire le montant des liquidités excédentaires du système bancaire pris dans son ensemble : la contrepartie de nouveaux prêts étant des nouveaux dépôts, les liquidités excédentaires sont simplement transférées d'une banque à l'autre. L'unique façon de faire refluer la liquidité excédentaire pour le secteur est de réduire son exposition à l'Eurosystème, ce qui n'est bien sûr pas le cas avec le QE, qui fait mécaniquement augmenter les avoirs des banques auprès de la BCE.

Les effets sur la courbe des taux dépendent grandement de l'anticipation de la politique monétaire future et, plus largement, des autres instruments de politique monétaire comme l'assouplissement quantitatif. Ce point est crucial. Si la Banque centrale européenne exerce une influence directe sur les taux courts, l'efficacité de sa politique dépend de la diffusion de l'impulsion monétaire le long de la courbe des taux. En effet, le taux d'intérêt significatif pour les décisions d'investissement n'est pas celui au jour le jour ni même

Taux courts - Taux longs



Graphique 2 Sources : Thomson Reuters, BCE

celui à un an, mais plutôt les taux allant de cinq ans à dix ans. En principe, les taux longs sont largement déterminés par les taux courts actuels et anticipés. En ce sens, la réduction des taux directs tend à exercer une pression à la baisse sur les taux longs.

Néanmoins, d'autres facteurs peuvent influencer sur la transmission. Par exemple, les primes de terme peuvent augmenter si la perception d'un risque de défaut s'accroît. Au voisinage du plancher effectif, la transmission dépend étroitement des anticipations. Si le marché anticipe que la limite basse a été touchée, les taux courts futurs ne pourront qu'augmenter, induisant des pressions à la hausse sur les taux longs. Dès lors, la communication devient fondamentale. En ouvrant le débat sur la limite inférieure de sa politique de taux, la BCE espère redonner du levier à sa politique conventionnelle.

Du reste, plus la politique monétaire opère à la frontière du plancher, plus les outils non conventionnels deviennent déterminants. Grâce aux achats de dettes souveraines dans le cadre du QE, la BCE exerce une influence directe sur les taux longs. L'autre effet attendu de l'assouplissement quantitatif est de relever les anticipations d'inflation. Les décisions d'investissement répondent aux conditions de financement non pas nominales mais réelles. Ces dernières peuvent se durcir lorsque les anticipations d'inflation fléchissent et que les taux sont au plancher. Le programme d'assouplissement quantitatif peut redonner des marges de manœuvre à la politique monétaire en élevant les anticipations d'inflation.

Les bénéfices d'une nouvelle baisse de taux sont d'abord et surtout à attendre sur le cours de l'euro. Les effets sur le crédit sont moins univoques, et l'amélioration attendue tiendra davantage aux mesures de soutien au crédit (les TLTRO qui lient la fourniture de liquidités centrales à l'évolution de l'encours de prêts) et à l'assouplissement quantitatif. Quant aux conditions financières, leur amélioration dépendra surtout des mesures non-conventionnelles : la *forward guidance* et le programme d'achats d'actifs. L'efficacité de la politique monétaire dépendra aussi crucialement de la capacité de la BCE à relever les anticipations d'inflation, un objectif encore à atteindre.

² Voir <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140424.en.html>.