

Le comment et le pourquoi d'un taux négatif pour la facilité de dépôt

M. Kasongo Kashama^(*)

Introduction

Durant l'été de 2014, l'Eurosystème a abaissé ses projections d'inflation pour la zone euro jusqu'à 2016. En particulier, les projections de hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) sont tombées sous la barre de 1 % pour l'année 2014 et tablent désormais sur un retour très lent vers une inflation proche de 2 %, c'est-à-dire un niveau compatible avec la définition de la stabilité des prix adoptée par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE). Au cours du mois d'août, les marchés financiers ont également indiqué un déclin significatif des anticipations d'inflation à moyen terme. En outre, le recul de l'inflation courante et la baisse d'autres indicateurs conjoncturels, dont le PIB, ont montré que la reprise économique de la zone euro perdait de la vitesse. Face aux risques qu'une période prolongée de faible inflation pourrait faire peser sur le maintien de la stabilité des prix et, plus généralement, sur la relance de l'activité, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de ses réunions de juin et septembre 2014, de prendre une série conséquente de mesures. Ces dernières comprennent, entre autres, une double diminution des taux directeurs (à un niveau négatif pour l'un d'eux), les opérations ciblées de refinancement à plus long terme et les programmes d'achats fermes de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées⁽¹⁾.

De ce train de décisions, d'aucuns retiendront surtout que l'Eurosystème devient la première banque centrale d'une vaste zone monétaire à ramener son taux directeur plancher en territoire négatif⁽²⁾. Le taux de la facilité de dépôt, qui s'établissait à 0 % depuis juillet 2012, est ainsi passé à -0,1 % dès le 11 juin 2014 avant d'être réduit à -0,2 % à compter du 10 septembre 2014. En termes simples, ce

taux négatif signifie que les banques doivent payer pour pouvoir déposer leurs liquidités excédentaires auprès de l'Eurosystème. Cette incursion en terrain inconnu se révèle d'autant plus importante à appréhender que l'environnement financier actuel de la zone euro se caractérise par un surplus de liquidités sur le marché monétaire et par une fragmentation persistante du système bancaire.

Dans ce contexte, le présent article vise précisément à mettre en lumière, de manière synthétique, les tenants et les aboutissants de la décision de rémunérer les dépôts auprès de l'Eurosystème à un taux négatif. Pour ce faire, la première partie revient sur la portée exacte du taux négatif en vigueur depuis juin 2014 ainsi que sur le rôle joué par le taux de la facilité de dépôt dans la mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro. La deuxième partie examine ensuite les principales raisons qui ont motivé le choix de cette mesure d'assouplissement monétaire. À l'aune des nombreuses interrogations soulevées par la décision, les deux dernières parties s'intéressent pour leur part aux deux questions spécifiques suivantes : « Le taux négatif punit-il les épargnants ? » et « Le taux négatif impose-t-il un coût au secteur bancaire ? ».

^(*) L'auteur remercie L. Aucremanne, J. Boeckx, M. de Sola Perea, J. De Wit et M. Dossche pour leurs commentaires et suggestions à propos de l'article. La rédaction de cet article a été clôturée le 10 septembre 2014.

⁽¹⁾ Pour plus de détails sur l'ensemble des mesures adoptées en juin et en septembre 2014 par le Conseil des gouverneurs, cf. les communiqués de presse de la BCE.

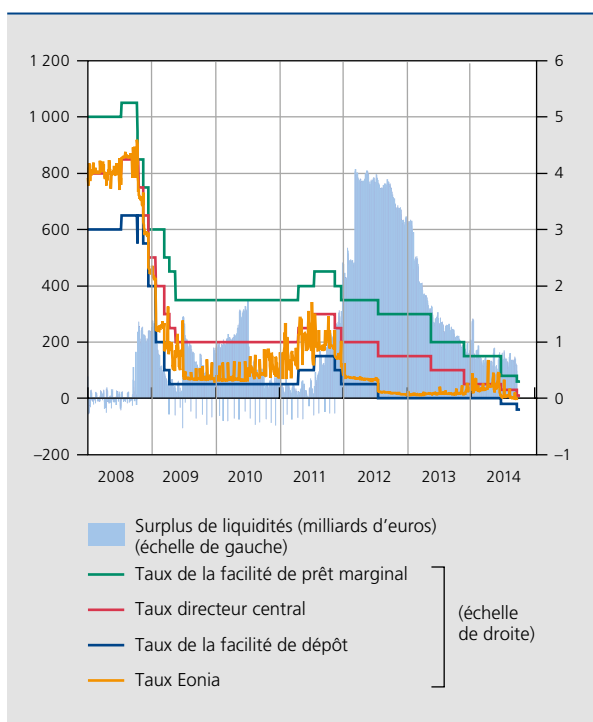
⁽²⁾ Il existe trois précédents à la politique de taux de dépôt négatif en Europe : en Suisse dans les années 1970, en Suède en 2009 et au Danemark de juillet 2012 à avril 2014.

1. Le rôle du taux de la facilité de dépôt

Le Conseil des gouverneurs a décidé de procéder à deux réductions des taux directeurs de l'Eurosystème durant l'été de 2014, respectivement en juin et en septembre. Tout d'abord, le taux des opérations principales de refinancement – les opérations hebdomadaires d'open market – a été ramené de 0,25 à 0,15 %, avant de passer à 0,05 % en septembre. Ce taux détermine également le coût des opérations (ciblées ou non) de refinancement à plus long terme. Ensuite, le taux de la facilité de prêt marginal, grâce à laquelle les banques peuvent emprunter des liquidités au jour le jour, est revenu de 0,75 à 0,4 %, puis a été fixé à 0,3 %. Enfin, le taux de rémunération de la facilité de dépôt, qui permet aux banques de placer leurs liquidités auprès de la banque centrale jusqu'au jour suivant, a été diminué de 0 à -0,1 %, avant de reculer à -0,2 %. Afin d'éviter les arbitrages, le taux négatif s'applique en pratique également aux avoirs détenus par les banques sur leur compte courant auprès de l'Eurosystème en sus de leurs réserves obligatoires. Considérant les deux composantes précitées, c'est donc le surplus de liquidités dans son ensemble qui donne lieu à un droit de garde.

GRAPHIQUE 1 TAUX DIRECTEURS, TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE ET SURPLUS DE LIQUIDITÉS DANS LA ZONE EURO

(données journalières, pourcentages annuels, sauf mention contraire)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

Le bilan consolidé de l'Eurosystème permet de mieux comprendre la source du surplus de liquidités. Comme nous venons de l'indiquer, ce dernier correspond aux liquidités détenues par les banques auprès de l'Eurosystème, soit sur la facilité de dépôt, soit sur leur compte courant en sus de leurs réserves obligatoires (cf. les postes du bilan encadrés en vert dans le graphique 2). Selon une optique alternative, le surplus de liquidités s'établit également comme la différence entre l'apport net de liquidités par l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire (cf. les postes du bilan encadrés en bleu dans le graphique 2) et le besoin consolidé de liquidités du secteur bancaire (cf. les postes du bilan encadrés en rouge dans le graphique 2)⁽¹⁾. Avant la crise financière (cf. 2007 dans le graphique 2), le surplus de liquidités était quasiment nul car les banques négociaient facilement leurs excédents et déficits entre elles et ne requéraient donc un refinancement auprès de l'Eurosystème qu'à hauteur de leur besoin consolidé. À la suite des turbulences financières, les banques sont toutefois devenues réticentes à se prêter entre elles. Dès lors, l'Eurosystème a considérablement augmenté son offre de liquidités, de sorte que les banques en déficit peuvent se refinancer à des conditions élargies⁽²⁾, tandis que celles en surplus peuvent placer leurs liquidités excédentaires sur la facilité de dépôt ou sur leur compte courant en sus de leurs réserves obligatoires. Ce faisant, le secteur bancaire dispose de plus de réserves de banque centrale que nécessaire lorsque le marché interbancaire fonctionne correctement (cf. septembre 2014 dans le graphique 2). Dans les circonstances actuelles, le surplus de liquidités peut donc s'appréhender comme un indicateur des frictions entre les banques et il constitue de facto le signe d'un besoin d'intermédiation par la voie du bilan de l'Eurosystème⁽³⁾. Témoignant de l'apaisement des tensions financières après l'apogée de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, le surplus de liquidités a d'ailleurs fortement diminué depuis la mi-2012. Cette tendance s'explique plus particulièrement par le volume des remboursements anticipés des montants empruntés par le biais des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans.

- (1) Le besoin consolidé de liquidités naît du fait que les facteurs autonomes de ponction de liquidités sont plus élevés que les facteurs autonomes d'apport de liquidités. Il est en outre accentué par l'existence des réserves obligatoires. Pour de plus amples précisions, cf. Boeckx et Ide (2012).
- (2) Ces conditions élargies s'entendent sur les plans de la quantité, du prix et de la maturité, mais aussi des garanties. Cf. notamment les derniers rapports annuels de la Banque pour plus de détails concernant les mesures prises par l'Eurosystème pendant la crise.
- (3) Cette interprétation vaut seulement lorsque l'évolution du surplus de liquidités est déterminée par la demande mais ne s'applique plus dans le cas où la banque centrale contrôle le niveau des liquidités excédentaires, par exemple, par le biais d'achats massifs d'actifs.

GRAPHIQUE 2 BILAN CONSOLIDÉ ET SIMPLIFIÉ DE L'EUROSYSTÈME

(milliards d'euros)

Actif			Passif		
	2007 ⁽¹⁾	5 sept. 2014		2007 ⁽¹⁾	5 sept. 2014
Facteurs autonomes d'apport de liquidités			Facteurs autonomes de ponction de liquidités		
Actifs externes nets	323,7	584,2	Billets en circulation	629,6	972,6
Autres facteurs autonomes (nets)	106,5	-8,8	Dépôts des administrations publiques	52,5	70,7
Instruments de politique monétaire			Compte courant		
Opérations principales de refinancement	263,6	111,2	Réserves obligatoires	187,4	105,2
Opérations de refinancement à plus long terme	183,3	381,4	Avoirs en compte courant détenus en sus des réserves obligatoires	1,9	88,5
Programmes d'achat d'obligations sécurisées et programme pour les marchés de titres	0,0	195,4	Instruments de politique monétaire		
Facilité de prêt marginal	0,2	0,1	Dépôts à terme	0,0	0,0
Total	877,3	1 263,6	Opérations de réglage fin (nettes)	5,4	0,0
			Facilité de dépôt	0,5	26,7
			Total	877,3	1 263,6

Source : BCE.

(1) Moyenne de 2007.

De manière intéressante, l'analyse qui précède nous permet de mettre en lumière la première fonction du taux de la facilité de dépôt. En effet, le bilan consolidé de l'Eurosystème montre que les banques de la zone euro ont en permanence la possibilité de déposer des liquidités auprès de la banque centrale. Par ailleurs, l'Eurosystème prête également pour l'heure des fonds aux banques afin qu'elles financent, à tout le moins, leur besoin consolidé de liquidités. Partant, le taux de la facilité de dépôt, combiné aux taux auxquels les banques empruntent à la banque centrale, détermine la marge d'intermédiation de l'Eurosystème, analogue à la marge d'intermédiation des banques commerciales. En pratique, il est à noter que l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt se révèle être la mesure la plus pertinente de la marge d'intermédiation de l'Eurosystème. Cela est d'autant plus vrai dans un régime d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions. L'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux directeur central demeure toutefois un facteur déterminant de la volatilité des taux du marché monétaire. En outre, c'est précisément pour peser sur la variabilité du taux Eonia, c'est-à-dire le taux interbancaire au jour le jour dans la zone euro, que le Conseil des gouverneurs a ramené en juin le taux de la facilité de prêt marginal de 0,75 à 0,4 %,

réduisant depuis lors l'écart avec le taux des opérations principales de refinancement de 50 à 25 points de base.

Outre son rôle au niveau de la marge d'intermédiation de l'Eurosystème, le taux de la facilité de dépôt revêt une deuxième fonction importante en ce qu'il constitue la limite inférieure de la variation du taux Eonia, et ce parce qu'aucune banque ne va accepter de prêter au jour le jour à une autre banque à un taux moins élevé que celui qu'elle obtiendrait auprès de l'Eurosystème. Non sans importance, cette limite devient la référence pour les taux du marché monétaire dans un environnement caractérisé par un surplus de liquidités significatif. Dans une telle configuration, le taux Eonia chute en effet d'un niveau proche du taux directeur central, assuré par les conditions de liquidité équilibrées prévalant en temps normal⁽¹⁾, à un niveau proche du taux directeur plancher.

En bref, le taux de la facilité de dépôt constitue un levier de poids dans la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème, notamment en temps de crise.

(1) Cf. Aucremanne, Boeckx et Vergote (2007).

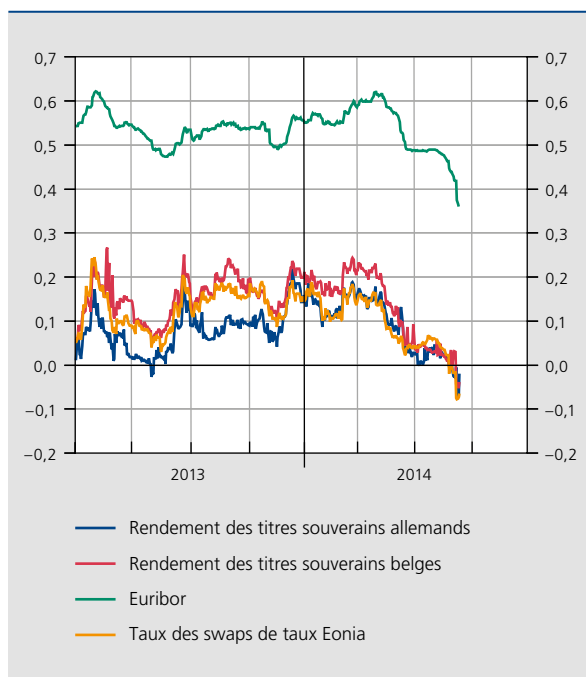
Il convient cependant de remarquer que la fixation de ce taux est bornée inférieurement. En effet, la détention de liquidités sous la forme de billets de banque – toujours « rémunérée » à 0 % – représente l'ultime alternative au recours à la facilité de dépôt pour les banques. Un taux négatif pour cette facilité est donc possible car la détention d'espèces n'est pas dénuée de coûts ni de risques. Comme n'importe quel bien de valeur, les billets de banque peuvent être perdus, volés ou détruits. Des coûts sont par ailleurs associés à leur transport et à leur stockage, en particulier à l'aune des montants en jeu dans le système bancaire de la zone euro. Toutefois, plus le taux de la facilité de dépôt diminue, plus l'arbitrage vers les espèces devient intéressant pour les banques, rendant des réductions supplémentaires du taux directeur plancher potentiellement inutiles. Dans les faits, il s'avère difficile de déterminer avec précision le taux auquel la substitution au profit des billets de banque commence à jouer. Cependant, le Président Draghi a précisé, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, que la limite inférieure en termes de taux d'intérêt était atteinte et qu'aucun ajustement technique supplémentaire n'était désormais envisageable. Autrement dit, 20 points de base sous zéro correspondent, pour le Conseil des gouverneurs, à la limite inférieure effective du taux directeur plancher.

2. Les raisons de la mise en œuvre d'un taux négatif

En diminuant le taux de la facilité de dépôt, le premier but du Conseil des gouverneurs est de rendre l'orientation de la politique monétaire encore plus accommodante. Comme expliqué précédemment, le taux de la facilité de dépôt est le taux de référence du marché monétaire dans le contexte de liquidités excédentaires prévalant depuis la crise financière. En le réduisant, l'Eurosystème a donc pesé directement sur le taux Eonia, ce qui constitue le point de départ du mécanisme de transmission monétaire. Le taux interbancaire au jour le jour s'est ainsi élevé en moyenne à 0,04 % entre le début de juin et la mi-septembre 2014, contre 0,21 % entre février et mai de la même année. A la fin d'août et au début de septembre, il est passé légèrement sous zéro pour la première fois de son histoire. Parallèlement, les taux à plus long terme du marché monétaire se sont inscrits en recul, et ce depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mai (après laquelle la possibilité de mesures additionnelles a été suggérée). De plus, ils sont tombés en territoire négatif dès la fin d'août, en anticipation des nouvelles mesures de soutien monétaire de septembre. Ainsi, au début de septembre, le taux des swaps de taux Eonia à un an s'établissait aux environs de 6 points de base sous zéro. En outre, certains

GRAPHIQUE 3 TAUX À UN AN SUR LES MARCHÉS FINANCIERS DE LA ZONE EURO

(données journalières, pourcentages annuels)



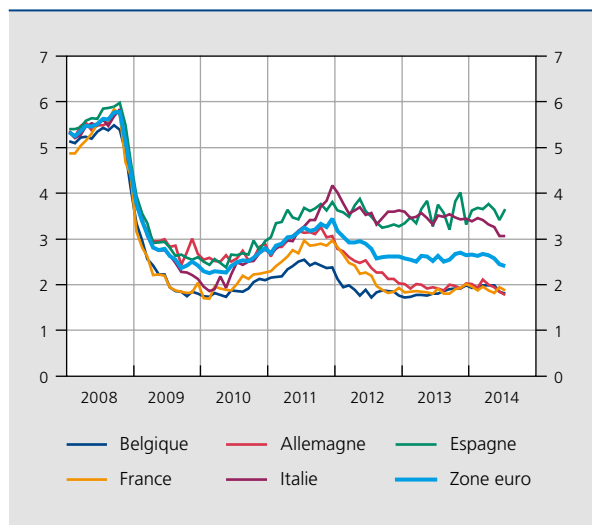
Source : Thomson Reuters Datastream.

taux des titres souverains des pays du cœur de la zone euro sont eux aussi devenus négatifs, comme par exemple en Allemagne ou en Belgique.

Dans le schéma de la transmission de la politique monétaire à l'économie, l'impact du taux négatif sur les taux du marché monétaire n'est que le premier maillon d'un mécanisme composé de divers canaux. Dans le contexte présent, l'Eurosystème table sur une transmission de l'impulsion monétaire aux taux à moyen terme, boostée par les orientations prospectives qui garantissent le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel durant une période prolongée. En outre, dans un système économique tel que celui de la zone euro, où les entreprises et les ménages se financent principalement par l'intermédiaire des banques, les nouvelles conditions sur les marchés financiers devraient également exercer une pression à la baisse sur les taux débiteurs bancaires. En particulier, les autres mesures annoncées en juin et en septembre, y compris les opérations ciblées de refinancement à plus long terme, sont destinées à assurer une transmission appropriée au niveau du système bancaire. Dans ce contexte, il est encourageant de constater depuis mai une certaine réduction des taux débiteurs bancaires pour les sociétés non financières, et ce après des mois de quasi-stabilité. In fine, la diminution générale des taux, tant sur les marchés

GRAPHIQUE 4 TAUX DÉBITEURS BANCAIRES DANS PLUSIEURS PAYS DE LA ZONE EURO

(indicateur du coût d'emprunt à court terme pour les sociétés non financières⁽¹⁾, données mensuelles, pourcentages annuels)



Source : BCE.

(1) Calculé comme une moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les prêts jusqu'à un an (en ce compris les prêts à long terme émis à taux variable avec une période initiale de fixation du taux inférieure à un an) et sur les découverts consentis par les banques aux sociétés non financières (cf. BCE, 2013).

financiers qu'au niveau bancaire, devrait, toutes choses égales par ailleurs, encourager l'investissement des entreprises et les dépenses des ménages, supportant, à terme, un taux d'inflation plus élevé.

En outre, il est important de noter que la décision de rendre négatif le taux de la facilité de dépôt envoie un signal potentiellement puissant aux opérateurs de marché. La mesure souligne en effet que le Conseil des gouverneurs est prêt à prendre toutes les dispositions nécessaires – en ce compris l'adoption de mesures non conventionnelles – pour lutter contre le risque d'une période prolongée de faible inflation, voire de déflation. Ce signal est de nature à maintenir la crédibilité de la banque centrale, favorisant ainsi un meilleur ancrage des anticipations d'inflation à moyen terme.

Bien que le taux de change ne soit en tant que tel pas un objectif de la politique monétaire de l'Eurosystème, les bénéfices d'une transmission du taux négatif au travers de la valeur relative de l'euro ont eux aussi largement été mis en avant. Dans cette optique, la diminution générale des taux sur les marchés financiers est susceptible de décourager les investisseurs domestiques et étrangers de placer leurs liquidités dans la zone euro. Toutes choses égales par ailleurs, la fuite subséquente des capitaux de la zone euro vers des économies offrant des rendements plus élevés

favorisera une dépréciation du taux de change et, partant, un retour plus rapide de l'inflation vers un niveau proche de 2 %. Bien que l'euro se soit déprécié de quelque 7 % vis-à-vis du dollar des États-Unis et d'environ 4 % en termes effectifs entre le début de mai et le 10 septembre 2014, il est difficile d'estimer la contribution exacte de l'introduction du taux négatif dans cette tendance car d'autres mesures de politique monétaire ont été annoncées en juin et septembre, comme par exemple les opérations ciblées de refinancement à plus long terme et les programmes d'achat de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées. En outre, étant donné la forte appréciation de l'euro par rapport aux autres monnaies depuis la mi-2012, le taux de change reste un sujet de préoccupation important et légitime dans le contexte actuel de faible inflation.

Outre un assouplissement monétaire, le passage du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif a aussi permis, comme nous l'expliquons ci-après, de préserver le bon fonctionnement du marché interbancaire après les abaissements du taux directeur central.

Depuis novembre 2013, l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et celui de la facilité de dépôt s'établit à 25 points de base. Comme évoqué précédemment, cet écart est une mesure de la marge d'intermédiation de l'Eurosystème. En temps normal, l'exercice d'une certaine intermédiation par la banque centrale constitue une sorte de sous-produit de la mise en œuvre de la politique monétaire. Mais, en temps de crise financière, et en particulier en phase de grande incertitude sur le marché interbancaire, elle devient une partie intégrante de cette mise en œuvre, contribuant, en outre, à la stabilité financière d'une manière potentiellement décisive. Toutefois, si l'institution monétaire joue trop l'intermédiaire, elle atténue également les incitants à une intermédiation par le biais du secteur privé et à une reconstruction du marché interbancaire.

Pour être plus clair, la situation peut être appréhendée du point de vue de deux banques représentatives, soit une banque A, en surplus de liquidités, et une banque B, en déficit. Dans ce cadre simplifié, la banque A a le choix entre déposer ses liquidités excédentaires auprès de l'Eurosystème ou les prêter sur le marché interbancaire à la banque B. La banque B dispose quant à elle également de l'option de participer aux opérations de refinancement de l'Eurosystème pour obtenir les fonds qui lui manquent (à condition de disposer des garanties nécessaires). Ainsi, il existe un lien entre le taux auquel la banque B peut emprunter des liquidités auprès de la banque centrale et le taux qu'elle est disposée à payer à la banque A pour les obtenir. La différence entre ce dernier taux et celui de la facilité de dépôt détermine en revanche la décision de la banque A de prendre part ou

non à la transaction interbancaire. Partant, plus le corridor formé par les taux directeurs central et plancher est étroit, plus le coût relatif de l'intermédiation de l'Eurosystème se réduit et, toutes choses égales par ailleurs, plus le nombre de transactions interbancaires effectuées diminue⁽¹⁾.

Suivant ces considérations, la double réduction du taux de la facilité de dépôt (et son passage en territoire négatif) durant l'été de 2014 se justifiait dès lors que l'Eurosystème souhaitait alléger le coût de refinancement en son sein et doper la demande des banques pour les opérations ciblées de refinancement à plus long terme, sans pour autant comprimer sa marge d'intermédiation. Autrement dit, le taux directeur plancher a aussi été réduit car un corridor inférieur à 25 points de base, résultant de la diminution du seul taux directeur central, a été jugé susceptible d'avoir un impact trop dévastateur sur les échanges interbancaires.

Non sans importance, l'analyse qui précède suggère que l'abaissement du taux de la facilité de dépôt à un niveau négatif, en tant que tel, n'augmente pas l'activité sur le marché interbancaire. Cela résulte directement du fait que le coût relatif de l'intermédiation de l'Eurosystème pour le secteur bancaire est resté inchangé depuis juin. En outre, les banques en surplus de liquidités ne sont pas davantage incitées à se débarrasser de leurs liquidités excédentaires (par exemple, par des prêts interbancaires) dans la mesure où les nouvelles conditions monétaires se transmettent, en principe, à l'ensemble des classes d'actifs et de passifs. Vu la réalité économique et financière, cette analyse mérite toutefois d'être nuancée. Dans les faits, une certaine volonté d'échapper au droit de garde instauré par l'Eurosystème peut en effet s'expliquer par plusieurs raisons. Certaines institutions peuvent ainsi devoir tenir compte de contraintes de régulation interne leur interdisant de détenir des actifs présentant un taux négatif, ce qui les oblige expressément à trouver des alternatives au dépôt auprès de l'Eurosystème. De plus, il est possible que les établissements de crédit rechignent à répercuter le taux négatif sur les taux rémunérant les dépôts de leurs clients. Dans une telle configuration, la différence de rendement entre leurs actifs et leurs passifs les encourage à se débarrasser de leurs liquidités excédentaires. En outre, on ne peut exclure une certaine non-linéarité du comportement des opérateurs de marché face à la négativité du taux directeur plancher. In fine, il est donc possible que le taux de dépôt négatif stimule le volume des échanges interbancaires. Dans le contexte actuel, cela s'avère toutefois complexe

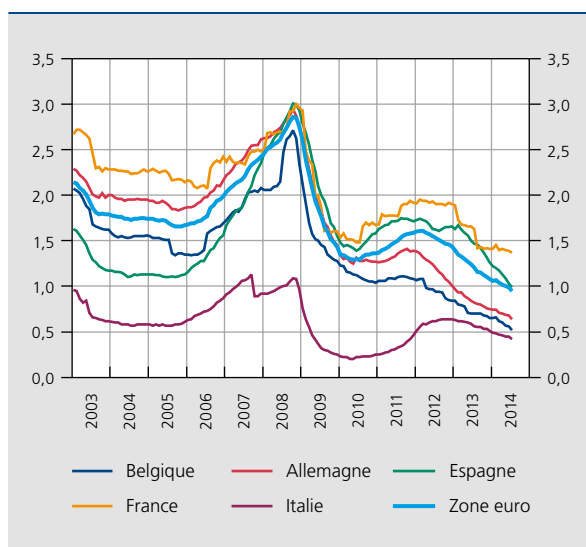
à évaluer dans la mesure où d'autres décisions prises par le Conseil des gouverneurs durant l'été sont elles aussi de nature à influencer la gestion de la liquidité des banques.

Un taux négatif pour la facilité de dépôt demeure une incursion en terrain inconnu et il soulève dès lors de nombreuses questions. Comme le dernier paragraphe l'illustre, son impact sur le volume des échanges interbancaires est en théorie neutre, bien que certains observateurs avancent qu'il s'agit d'un effet majeur. Dans les deux parties suivantes, nous examinons deux autres questions liées aux effets de la décision de ramener le taux directeur plancher sous zéro : « Le taux négatif punit-il les épargnants ? » et « Le taux négatif impose-t-il un coût au secteur bancaire ? ».

3. Le taux négatif punit-il les épargnants ?

Pour évaluer la situation des épargnants dans la zone euro, un point de départ naturel est l'analyse de l'évolution de la rémunération de leurs dépôts auprès des institutions financières. À l'instar des autres taux sur les marchés monétaire et financiers, les taux rémunérant les dépôts bancaires des ménages se sont très largement repliés dans la plupart des pays de la zone euro, tombant à des niveaux historiquement bas à l'heure actuelle⁽²⁾.

GRAPHIQUE 5 TAUX DE RÉMUNÉRATION DES ENCOURS DE DÉPÔTS BANCAIRES DES MÉNAGES⁽¹⁾ DANS PLUSIEURS PAYS DE LA ZONE EURO
(données mensuelles, pourcentages annuels)



Sources : BCE, BNB.

(1) Taux synthétiques basés sur les moyennes pondérées des taux de rémunération des encours de dépôts à vue, de dépôts remboursables avec préavis et de dépôts à terme.

(1) Cf. Mercier et Papadia (2011).

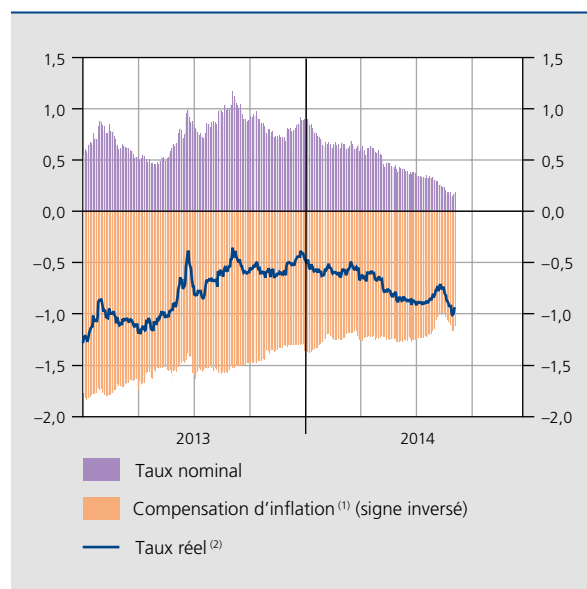
(2) Les taux présentés sont issus de l'enquête harmonisée sur les taux d'intérêt des institutions financières monétaires de la zone euro (MFI Interest Rates – MIR). Il convient de noter que les différences entre pays en matière de niveau des taux synthétiques reflètent dans une certaine mesure les préférences en termes de maturité ainsi que les diverses modalités institutionnelles sur le plan national. Elles doivent dès lors être interprétées avec une certaine prudence.

Plus précisément, on peut constater que les amples mouvements de baisse des taux de dépôt des ménages amorcés à l'automne de 2008 et au début de 2012 sont conformes à ceux des taux directeurs de l'Eurosystème. De plus, les mois de juin et juillet 2014 ont enregistré un nouveau recul du taux moyen rémunérant l'épargne des ménages dans la zone euro. En bref, ces développements indiquent que les décisions en matière de taux prises par l'Eurosystème à la suite de la crise, en ce compris le taux négatif pour la facilité de dépôt, exercent de véritables pressions à la baisse sur le rendement de l'épargne. Pour la banque centrale, cela constitue une bonne nouvelle, puisque l'objectif en soi de l'assouplissement de la politique monétaire est de rendre l'épargne moins attrayante (et le crédit plus intéressant) pour les agents économiques. Ainsi, en diminuant les taux d'intérêt, l'Eurosystème ne cherche pas tant à pénaliser les épargnants qu'à inciter les ménages et les entreprises à dépenser leur argent ou à investir aujourd'hui plutôt que demain ; le diagnostic étant que l'épargne courante est trop importante pour permettre une relance économique et une remontée plus rapide des prix.

Dans le cadre de ces considérations, il est important de rappeler que, tandis que l'Eurosystème dispose d'un levier direct sur les taux nominaux, ce sont en principe les taux réels qui sont pertinents pour les décisions de consommation et d'investissement. Le taux d'intérêt réel correspond au taux d'intérêt nominal, diminué de la compensation pour l'inflation attendue. Dès lors, il se peut qu'une réduction des taux nominaux (éventuellement sous zéro), confrontée à une baisse générale des anticipations d'inflation, laisse les taux réels inchangés, voire supérieurs à leur niveau initial. Dans les faits, on observe d'ailleurs que, depuis avril 2013, les taux réels ont subi certaines pressions à la hausse en raison du recul marqué des attentes d'inflation, et ce malgré plusieurs diminutions des taux directeurs au cours de la période. Plus précisément, pendant le printemps et l'été de 2013, l'augmentation du taux réel s'expliquait par un relèvement du taux nominal et par une certaine dégradation des anticipations d'inflation. Entre novembre 2013 et avril 2014, une quasi-stabilité du taux réel a été observée, les réductions du taux nominal ayant été compensées par un repli des anticipations d'inflation sur le même horizon. Si on s'en tient au principe de Taylor – qui établit qu'une banque centrale confrontée à un recul/une remontée des attentes d'inflation doit mettre en œuvre une baisse/hausse plus que proportionnelle du taux nominal afin de faire varier les taux réels dans la direction appropriée et de rétablir la stabilité économique⁽¹⁾ –, ce constat justifie à lui seul le paquet de mesures annoncé en juin et renforcé en septembre, qui a, en effet, entraîné une contraction du taux réel.

GRAPHIQUE 6 DÉCOMPOSITION DU TAUX RÉEL DES SWAPS DE TAUX EONIA À CINQ ANS

(données journalières, pourcentages annuels)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

(1) Mesurée sur la base de contrats de swap couvrant le risque d'inflation dans la zone euro pour une période de cinq ans.

(2) Calculé comme la différence entre le taux nominal et la compensation d'inflation.

En résumé, d'un point de vue macroéconomique général, la réduction des taux d'intérêt se justifie par les conditions favorables à la reprise de l'activité et de l'inflation qu'elle induit. Autrement dit, la faible rémunération de l'épargne aujourd'hui facilite un rebond de l'économie à moyen terme et, in fine, elle favorise des taux d'intérêt plus élevés⁽²⁾. Dans cette mesure, et dans une perspective de long terme, le moindre taux de la facilité de dépôt ne semble pas justifier les préoccupations ou craintes actuelles des épargnants.

4. Le taux négatif impose-t-il un coût au secteur bancaire ?

Si certaines banques peuvent, pour l'une ou l'autre raison, manifester la volonté d'échapper au taux négatif appliqué à la facilité de dépôt (cf. supra), au niveau du système bancaire dans son ensemble – qui constitue un circuit fermé – le surplus de liquidités doit, d'une manière ou d'une autre, toujours revenir dans le giron de l'Eurosystème. Autrement dit, pour un niveau de liquidités excédentaires donné, le système ne peut éviter la « taxe » induite par un

(1) Pour de plus amples précisions sur ce principe, cf., notamment, Taylor (1999).

(2) Pour de plus amples précisions sur les causes et conséquences de la faiblesse des taux d'intérêt, cf. Boeckx, Cordemans et Dossche (2013).

taux de dépôt négatif auprès de l'Eurosystème. Dans cette partie de l'article, nous nous attachons à examiner plus en détail dans quelle mesure le paiement du droit de garde peut constituer un coût pour le secteur bancaire.

Comme expliqué précédemment, l'Eurosystème joue en quelque sorte le rôle d'une banque auprès des établissements de crédit: ces derniers y déposent des liquidités mais y empruntent également constamment des fonds. Partant, et dans le souci de prendre en compte la position globale du secteur bancaire, le coût que le passage sous zéro du taux directeur *créditeur* (facilité de dépôt) génère est indissociable du gain que la diminution simultanée des taux directeurs *débiteurs* (opérations de refinancement et facilité de prêt marginal) provoque. Si on se place dans le cadre du bilan consolidé de l'Eurosystème présenté dans la première partie de l'article, on constate d'emblée que le secteur bancaire occupe une position d'emprunteur net face à l'Eurosystème. En d'autres termes, le montant qu'il emprunte au travers des opérations de refinancement et du recours à la facilité de prêt marginal est supérieur au surplus de liquidités placé en dépôt. Cette situation se vérifie en permanence – et donc pas seulement en temps de crise – dans la mesure où il existe un déficit consolidé de liquidités, qui ne peut être comblé que par des emprunts auprès de l'Eurosystème (cf. supra). Dans un tel contexte, la réduction du corridor des taux directeurs (en ce compris le passage en territoire négatif du taux directeur plancher) se fait au profit du secteur bancaire dans son ensemble. À titre d'exemple et en utilisant les chiffres du bilan consolidé de l'Eurosystème du 5 septembre 2014, la combinaison de taux directeurs prévalant depuis la mi-septembre (-0,2 %, 0,05 % et 0,3 %) implique, sur une base annuelle, un coût net de refinancement des banques auprès de l'Eurosystème de 0,42 milliard d'euros, contre 0,97 milliard d'euros avec le corridor en vigueur au début de juin (0 %, 0,25 % et 0,75 %)⁽¹⁾.

Bien entendu, cette analyse comptable s'inscrit dans un schéma simplifié de la réalité. Deux nuances peuvent ainsi être apportées à ce raisonnement.

Premièrement, l'analyse présente une vision globale de la situation du secteur bancaire. Aussi, il se peut que l'impact du changement de corridor diffère d'une banque à l'autre, selon que l'établissement est en surplus ou en déficit de liquidités. De telles considérations dépassent néanmoins le cadre de l'article. Cela dit, il convient de souligner que le seul fait que l'Eurosystème offre la possibilité d'agir comme intermédiaire bénéficie à l'ensemble des banques. Cela vaut tout particulièrement pour les banques les plus fragiles, mais également pour les établissements solides et riches de liquidités. Ces derniers ont en effet profité du placement refuge constitué par la

facilité de dépôt de l'Eurosystème, et ce, notamment, au plus fort de la crise. En outre, il est à noter qu'ils tirent largement parti du retour à la stabilité sur les marchés financiers favorisé, entre autres, par le refinancement massif opéré par la banque centrale auprès des banques les plus vulnérables.

Deuxièmement, l'analyse fondée sur le bilan consolidé est purement statique. Dans une optique plus dynamique, l'impact du taux négatif est plus difficile à estimer. Comme nous l'avons déjà brièvement évoqué dans la deuxième partie de l'article, cet impact potentiel sur le profit des banques naît du fait que, lorsque les taux sont faibles, les banques peuvent préférer ne pas répercuter les nouvelles détentes de taux sur leurs taux de dépôt afin de ne pas menacer leurs bases de dépôts. Si, dans le même temps, les taux débiteurs bancaires et les rendements des autres actifs s'ajustent à la baisse, la marge des banques commerciales se retrouve alors sous pression. Bien entendu, l'intensité de cette éventuelle compression de marge est fonction des modalités institutionnelles des différents secteurs bancaires nationaux, en ce compris la prévalence des prêts accordés à taux variables ou encore l'ampleur de la marge disponible pour réduire davantage les taux de dépôt. Alternativement, on peut également imaginer que les banques contrebalancent la pression sur la marge en augmentant les taux qu'elles exigent sur les nouveaux prêts. Toutefois, ni les chiffres récents sur les taux débiteurs bancaires dans la zone euro ni l'expérience danoise du taux de dépôt négatif⁽²⁾ ne semblent confirmer une telle distorsion dans les faits.

Dans une perspective d'équilibre général, il reste également à noter que le stimulus économique induit par un taux négatif pour la facilité de dépôt (*l'assouplissement monétaire*) favorise aussi la croissance du profit des banques. Ainsi, on peut souligner que le niveau très modéré des taux est de nature à stimuler la demande de prêts des ménages et des entreprises. Dès lors, il est possible que l'accroissement du volume de crédit vienne plus que compenser la baisse des taux débiteurs bancaires. Grâce aux taux moindres, on peut aussi s'attendre à ce que le nombre de ménages et entreprises en défaut de remboursement diminue sensiblement par rapport à une situation sans accommodation monétaire. Ultimement, il est intéressant de constater qu'un effet favorable plus prononcé de l'assouplissement monétaire sur les profits des banques par les canaux évoqués

(1) Ce calcul tient compte du fait que les réserves obligatoires sont rémunérées au taux directeur central. Il suppose aussi que le taux applicable aux opérations de refinancement à plus long terme est le taux des opérations principales de refinancement.

(2) Cf. <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1339-negative-deposit-rates-the-danish-experience/>.

ci-avant peut être attendu dès lors que les facteurs institutionnels encourageant un possible effet néfaste du taux négatif sur la marge bancaire (par exemple, une grande proportion de prêts accordés à taux variables) sont au rendez-vous.

Conclusion

Dans le cadre des mesures annoncées durant l'été de 2014, le Conseil des gouverneurs de la BCE a fait une incursion en terrain inconnu en rémunérant les dépôts des banques commerciales auprès de l'Eurosystème en sus de leurs réserves obligatoires à un taux négatif.

Étant donné sa double fonction dans la mise en œuvre de la politique monétaire, l'abaissement du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif est synonyme d'orientation plus accommodante de la politique monétaire, et il permet de préserver les incitants à prendre part aux transactions interbancaires tout en allégeant le coût de refinancement des banques auprès de l'Eurosystème.

Bien qu'un taux négatif pour la facilité de dépôt implique des rendements plus bas pour les épargnants,

une réduction du taux réel est jugée nécessaire afin de soutenir l'activité économique et, partant, l'inflation. De plus, cela permet un retour vers des taux d'intérêt plus élevés dans le futur. L'analyse montre également que les coûts nets de refinancement auprès de l'Eurosystème pour le système bancaire se sont affaiblis depuis le début de juin, et ce même si l'impact dynamique du taux négatif sur la profitabilité des banques est plus difficile à estimer.

Enfin, il convient de noter que l'efficacité de la diminution du taux de la facilité de dépôt sous zéro doit s'évaluer en temps réel en tenant compte des effets d'interaction avec l'ensemble des autres mesures de politique monétaire annoncées en juin et en septembre. En particulier, les opérations ciblées de refinancement à plus long terme démarrant en septembre 2014 sont de nature à favoriser une bonne transmission du taux négatif à l'économie réelle. En outre, combinées aux programmes d'achat de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées démarrant en octobre, elles sont susceptibles d'augmenter considérablement le surplus de liquidités sur le marché monétaire, et ce conformément à la volonté, exprimée par le Président Draghi, de ramener le bilan de l'Eurosystème aux niveaux du début de 2012.

Bibliographie

Aucremanne L., J. Boeckx et O. Vergote (2007), « La gestion de la liquidité de l'Eurosystème pendant la période de turbulences sur les marchés financiers », BNB, *Revue économique*, décembre, 29–45.

BCE (2013), « Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière », *Bulletin mensuel*, août, 79–95.

BCE (2014), *Pour quelles raisons la BCE a-t-elle instauré un taux d'intérêt négatif?* (<https://www.ecb.europa.eu/home/html/faqinterestrates.fr.html>).

Bindseil U. et J. Jablecki (2011a), *A structural model of central bank operations and bank intermediation*, ECB, Working Paper 1312.

Bindseil U. et J. Jablecki (2011b), *The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management*, ECB, Working Paper 1350.

BNB (2014), *Rapport annuel 2013*.

Boeckx J., N. Cordemans et M. Dossche (2013), « Causes et implications de la faiblesse des taux d'intérêt sans risque », BNB, *Revue économique*, septembre, 67–94.

Boeckx J. et S. Ide (2012), « Ce que le recours à la facilité de dépôt peut nous apprendre, et ce qu'il ne nous apprend pas », BNB, *Revue économique*, juin, 31–38.

Cordemans N. et M. de Sola Perea (2011), « Taux directeurs, taux de marché et taux bancaires de détail en zone euro dans le contexte de la récente crise économique et financière », BNB, *Revue économique*, juin, 29–54.

Draghi M. (2014), *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Frankfurt, Germany, 4 September.

Mercier P. et Papadia F. (2011), « The Concrete Euro: Implementing Monetary Policy in the Euro Area », Oxford University Press, 1st edition.

Taylor J.B. (1999), *An Historical Analysis of Monetary Policy Rules*, NBER, Working Paper 6768.

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d’entreprise : 0203.201.340
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be

Éditeur responsable

Jan Smets

Directeur

Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be