



## La BCE à l'avant-garde du changement en Europe : de *Jackson Hole* aux nouvelles mesures non-conventionnelles



L'été 2014 est sans doute pour la BCE l'un des temps forts qui contribuera à changer son image de banque centrale « conservatrice ». Face aux risques de déflation et de stagnation en zone euro, elle s'est montrée réactive et déterminée dans son action. Des nouvelles mesures non conventionnelles prises en juin à leur renforcement récent en septembre, en passant par le discours inédit de Mario Draghi à la conférence de Jackson Hole, la BCE aura beaucoup surpris. Dans ce numéro spécial, nous revenons sur ces récents changements. Amine Tazi, ex ECB Watcher, analyse le discours de Mario Draghi à Jackson Hole, revient sur les mesures de septembre tout en posant la question d'un QE pour la Zone Euro. Julien Pinter, enseignant-chercheur en économie monétaire, expose les mécanismes sous-jacents aux mesures décidées en juin et septembre (traitant notamment de la confusion autour du taux de dépôt négatif), revient en détails sur les effets attendus ainsi que sur les effets déjà observés de ces mesures.

### SOMMAIRE :

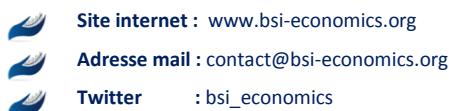
#### **BCE : nouvelle donne**

Par Amine Tazi.....Page 2

#### **Les nouvelles mesures non conventionnelles de la BCE : quels effets déjà observés, quels effets attendus ?**

Par Julien Pinter.....Page 7

Nous contacter :





Amine Tazi est conseiller dans un cabinet ministériel. Il a été économiste à la Direction Générale du Trésor pendant plusieurs années et économiste de banque auparavant.

A la conférence de Jackson Hole le 22 août dernier, Mario Draghi a été l'auteur d'un nouveau discours « fondateur ».

En définissant, ce qui devrait être selon lui la nouvelle politique économique en zone euro, Mario Draghi résume les changements nécessaires à l'échelle européenne afin de contrer les risques de stagnation et de déflation qui frappent l'union monétaire.

Selon lui, l'adaptation du *policy-mix* à la situation actuelle nécessite une politique monétaire dynamique et réactive, des politiques budgétaires plus favorables à la croissance et mieux coordonnées ainsi qu'une relance de l'investissement à l'échelle européenne.

De manière exemplaire, la BCE s'est montrée très réactive. Ses annonces du 4 septembre dernier (nouvelle baisse des taux directeurs à un niveau plancher et lancement de programmes d'achats de titres privés - ABS et *covered bonds*) constituent un signal fort et assoient sa crédibilité. Elles interviennent dans la continuité du discours de Jackson Hole, dont la tonalité plus « anxiogène » que d'habitude suggérait déjà une intervention imminente.

La BCE a ainsi « délivré » l'essentiel des mesures qui étaient attendues d'elle depuis plusieurs mois, avec notamment l'annonce des programmes d'achat de titres privés, en plus des TLTRO annoncés 3 mois auparavant. Désormais, pour compléter les mesures déjà adoptées, seul un programme de *Quantitative easing* (QE) basé sur l'achat de titres publics reste à sa disposition, en tant que solution de dernier recours.

Mario Draghi a récemment livré à Jackson Hole, conférence qui se tient chaque année aux Etats-Unis en présence des principaux banquiers centraux et qui est particulièrement suivie par les marchés, un discours assez inédit. Dans son allocution, il définit sa vision de la nouvelle politique économique dont devrait se doter de la zone euro, qui devrait s'adapter davantage au contexte actuel (déficit de demande, faiblesse de la croissance et l'inflation), notamment du point de vue budgétaire.

### Déficit de demande en Europe : besoin d'un policy-mix plus adapté

Dans son discours, M. Draghi part d'une analyse du niveau élevé du chômage et rappelle que la longueur de la récession en zone euro (crise financière mondiale dans un premier temps, suivie de la crise de la dette souveraine en Europe) - associée aux limites auxquelles font face les politiques menées jusque-là - en est la principale cause. En conséquence, il souligne la nécessité d'agir sur le plan conjoncturel avec une plus grande coordination des politiques monétaire et budgétaire, et à plus long terme en poursuivant la mise en œuvre des réformes structurelles.

En manifestant, plus qu'à son habitude, son inquiétude quant au contexte économique actuel (faiblesse prolongée de l'activité, de l'inflation et niveau élevé du chômage), M. Draghi suggère que la politique monétaire à elle seule ne peut résoudre le problème de la faiblesse de la demande et éloigner définitivement le risque de déflation. Surtout, le Président de la BCE admet pour la première fois, de manière nuancée, que ce dernier est bien présent avec le risque de désancrage des anticipations d'inflation, en soulignant le recul des taux de swaps d'inflation 5 ans dans 5 ans - mesure d'anticipations

d'inflation à moyen terme particulièrement suivie par la BCE - en dessus des 2 %.

Face à cette situation délicate, M. Draghi appelle ainsi à réévaluer les politiques budgétaires, qui ne jouent plus leur rôle de soutien à la demande. Il rappelle qu'en comparaison avec les Etats-Unis, où le chômage a baissé et où la reprise de l'activité est plus manifeste, l'orientation plus rapide des politiques budgétaires en Europe vers la consolidation a été une nécessité en réaction aux tensions souveraines. Cela a été d'autant plus nécessaire dans la mesure où la BCE – contrairement à ses homologues américaine ou britannique – ne peut pas agir entièrement comme « garant de la dette publique ». Ce rappel a été interprété par certains comme la revendication d'une extension du champ d'action de la BCE pour qu'elle puisse endosser, comme ses homologues (la Fed aux Etats-Unis ou la Banque d'Angleterre au Royaume Uni), le rôle de prêteur en dernier ressort aux gouvernements.

## Appel à une nouvelle politique économique pour la zone euro

M. Draghi admet ainsi la nécessité de réorienter les politiques européennes et énonce les actions qui apparaissent aujourd'hui nécessaires pour inverser la tendance. Le Président de la Banque centrale européenne a notamment appelé à :

- utiliser, tout en respectant les contraintes légales existantes, toutes les marges de flexibilité du Pacte de stabilité et de croissance afin de mieux s'adapter à la situation économique en zone euro et d'accompagner la politique monétaire et les réformes structurelles que les gouvernements mènent (et qui ont un coût) ;
- mieux coordonner des politiques budgétaires nationales pour aboutir à une politique budgétaire (« fiscal stance ») plus adaptée à l'échelle de la zone euro dans son ensemble;

- adapter la composition des efforts budgétaires pour qu'ils soient plus favorable à la croissance ;
- entreprendre une action supplémentaire à l'échelle européenne pour soutenir la demande agrégée, faisant ainsi référence au plan d'investissement du Président élu de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, qu'il soutient.

## Politique monétaire : la BCE a délivré l'essentiel

S'il admettait à Jackson Hole que la politique monétaire ne peut remédier à elle seule à la situation, Mario Draghi avait aussi rappelé la disposition de la BCE à agir et en faire davantage pour soutenir la demande, dont le besoin était de plus en plus pressant.

**De manière exemplaire, M. Draghi a appliqué ses propres préconisations : deux semaines après J. Hole, à l'issue du conseil des gouverneurs du 4 septembre, il a annoncé un nouveau paquet de mesures d'assouplissement monétaire de grande ampleur, qui s'ajoutent à celles adoptées en juin dernier** (notamment les opérations de refinancement des banques à très long terme (TLTRO) qui doivent être lancées le 18 septembre prochain, voir les explications détaillées dans la 2<sup>ème</sup> contribution de ce Focus).

**Celles-ci consistent notamment en :**

### **i) Une nouvelle baisse des taux d'intérêt directeurs :**

- Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement est abaissé de 10 points de base, à 0,05 %, atteignant ainsi sa borne inférieure ;
- Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est abaissé de 10 points de base, à - 0,2%
- Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal est réduit de 10 points de base, à 0,40 %.

**ii) Le lancement de deux programmes d'achats d'actifs privés à partir d'octobre 2014** (leurs modalités seront détaillées lors de la prochaine réunion du Conseil des Gouverneurs, le 2 octobre) :

- Un programme d'achat de titres ABS (*Asset Backed Securities*) sûrs et transparents, adossés à des crédits bancaires au secteur privé, afin d'encourager les banques à émettre davantage de prêts à l'économie ;
- Un programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bonds*) : il s'agit d'obligations garanties par des crédits hypothécaires ou des créances sur le secteur public (collectivités locales notamment).

Ce nouveau paquet de mesures non-conventionnelles intervient en réaction à la dégradation de la situation conjoncturelle pendant l'été et face au risque de déflation. Outre la stagnation de l'activité en zone euro au 2<sup>e</sup> trimestre (après plusieurs trimestres de modeste expansion), l'inflation s'est établie à un niveau très bas (0,3 % en août) et certaines mesures d'anticipations d'inflation sur les marchés financiers ont montré des signes de désancrage. Cela a amené la BCE à réviser à la baisse ses projections de croissance et d'inflation pour la zone euro en 2014 et 2015.

**Nouvelles prévisions de croissance et d'inflation de la BCE**

	Septembre 2014			Juin 2014		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB %	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8
Inflation %	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4

Les annonces ont été favorablement accueillies et ont notamment permis une nouvelle baisse de l'eurodollar, qui atteint désormais son plus bas niveau depuis l'été 2013 en s'établissant désormais en dessous de la barre des 1,30 (1,29 depuis la conférence de presse de la BCE). A titre de rappel, la baisse cumulée de l'euro depuis le mois de mai 2014 atteint désormais 8 %.

Il est utile également de rappeler que le paquet de mesures annoncé par la BCE en juin répondait déjà en grande partie aux attentes placées en elle : baisse du taux principal de refinancement et taux de dépôt négatif, nouvelles opérations de refinancement, arrêt de stérilisation du SMP, prolongement du *full allotment* (période d'octroi illimité de liquidité aux banques) jusqu'en 2016... La BCE avait complété en juillet avec l'annonce de l'espacement de ses réunions à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015, à laquelle s'ajoutera une publication de Minutes dans un souci de transparence. Avec les dernières mesures de septembre, il faut admettre que la BCE a délivré l'essentiel de ce qui était attendu d'elle.

Dans les prochains mois, les programmes d'achats de titres privés, de même que les TLTRO précédemment annoncés, devraient produire leurs effets. Associées à un découplage de plus en plus évident avec les politiques monétaires anticipées de la Fed et de la BOE, où les perspectives de remontée des taux et d'arrêt des mesures non-conventionnelles apparaissent plus proches, les nouvelles annonces vont probablement favoriser la poursuite de la tendance à la baisse de l'euro et des taux longs. Ces différents programmes devraient contribuer à largement soulager les banques en termes de liquidité, améliorer la transmission de la politique monétaire et à favoriser le financement de l'économie réelle.

**QE : la solution de dernier recours**

Après cette étape et en dernier recours, un programme de *quantitative easing* (QE) avec achat de titres publics (sur le marché secondaire) reste la seule action à mener. La question de sa conception / mise en œuvre reste certes complexe compte tenu des spécificités de la zone euro, notamment l'absence de dette « fédérale » et l'acceptabilité pour certains de nos partenaires (ex de l'Allemagne, avec la crainte de mutualisation des risques, d'aléa moral, voire de

« financement monétaire »), mais une trop forte dégradation de la situation conduirait fatalement à dépasser ces considérations.

Le QE apparaît bien comme la solution ultime pour revigorer la demande et faire face au risque de déflation (une baisse des rendements obligataires publics se transmet généralement facilement aux autres segments/classes d'actifs). Théoriquement, les effets attendus de l'achat d'actifs sur l'inflation passent par le soutien de la demande (via la baisse des taux d'intérêt et la hausse des prix des actifs), voire une reprise du crédit, et dans une moindre mesure via un effet haussier sur les anticipations d'inflation. De manière indirecte, l'effet baissier sur le change se traduirait également par davantage d'inflation.

Dans les conditions actuelles (taux d'intérêt à long terme très bas) et compte tenu des spécificités de la zone euro (économies très bancarisées, effets de richesses moindres qu'au Royaume-Uni ou aux États-Unis, persistance de la fragmentation financière et du *deleveraging* des banques), les effets potentiels d'un QE seraient probablement moindres qu'outre Atlantique et outre-manche. Le canal du change pourrait bien rester le plus efficace, dans la continuité de ce que l'on observe depuis quelques temps. Dans tous les cas, un tel programme n'interviendrait qu'en solution de dernier recours.

## Conclusion

Le discours de M. Draghi à Jackson Hole revêt une portée politique importante dans le contexte européen actuel. En remettant la politique budgétaire au premier plan – assez inédit pour un discours de banquier central –, M. Draghi plaide pour un changement d'orientation des politiques menées jusque-là. Le modèle actuel ne repose notamment pas sur la définition d'une politique budgétaire à l'échelle de la zone euro, ce à quoi il est temps de remédier.

Ses propos, auxquels s'ajoutent les appels similaires de nombreux dirigeants européens,

celui du président élu de la Commission JC. Juncker (en faveur d'un plan d'investissement à l'échelle européenne) ou encore celui de du FMI par la voix de C. Lagarde, abondent tous dans le même sens. Ils contribuent à la prise de conscience collective quant à la nécessité d'une adaptation de la politique budgétaire et d'une relance de la demande agrégée en Europe, face à l'urgence de la situation, faute de quoi le scénario d'une stagnation prolongée apparaît de plus en plus probable.

Le plaidoyer du Président de la BCE – tant sur la politique monétaire que budgétaire – peut être également perçu comme un appel à responsabilité, et à davantage d'intégration au niveau européen. La question de la croissance, du risque de déflation et du chômage ne se règlera que par la mise en œuvre d'une dynamique commune. De même, la lutte contre le risque de déflation appelle un traitement collectif, avec une politique monétaire qui devra potentiellement s'affranchir des contraintes qui pèsent dessus en zone euro. Le rappel de M. Draghi quant à l'impossibilité pour la Banque centrale européenne d'agir comme garant (« backstop ») au financement des États (référence aux contraintes européennes sur l'achat de titres souverains par la banque centrale) peut ainsi être vu comme une prise de position : il est nécessaire aujourd'hui pour l'Europe d'aller plus loin dans l'action et d'évoluer pour s'adapter et réagir à la situation actuelle et ne pas reproduire les erreurs de la crise.

Enfin, en termes de politique monétaire, la BCE s'est montrée très réactive. Ses annonces du 4 septembre dernier (nouvelle baisse des taux directeurs à un niveau plancher et lancement de programmes d'achats de titres privés – ABS et *covered bonds*) constituent un signal fort et assoient sa crédibilité. La BCE a ainsi « délivré » l'essentiel des mesures qui étaient attendues d'elle depuis plusieurs mois, avec l'annonce des programmes d'achat de titres privés, en plus des TLTRO annoncés 3 mois auparavant. Désormais, pour compléter les mesures déjà adoptées, seul un programme de *Quantitative easing* (QE) basé

sur l'achat de titres publics reste à sa disposition, en tant que solution de dernier recours. Une telle échéance n'est probablement pas imminente dans la mesure où le temps sera laissé aux mesures considérables adoptées cet été de produire leurs effets. Cette ultime action ne serait par ailleurs justifiée qu'en cas de forte dégradation de l'activité.

# Les nouvelles mesures non-conventionnelles de la BCE : quels effets déjà observés, quels effets attendus ?



Julien Pinter est chercheur à l'Université d'Amsterdam et à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne. Il est spécialisé dans les questions touchant aux banques centrales et aux politiques monétaires.

La BCE a pris des décisions inédites lors du Conseil des Gouverneurs du 6 juin 2014, renforcées le 4 septembre 2014.

Nous discutons tour à tour chacune de ces mesures : quelle mécanique sous-jacente, quels effets immédiats observés, quels effets à attendre ?

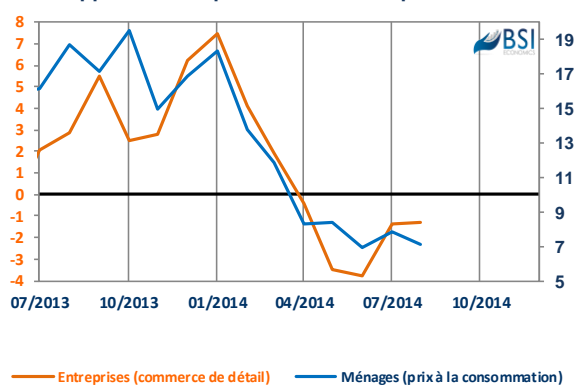
La mesure du taux de dépôts négatif (-0.20% depuis le 4 septembre) est réexpliquée avec une attention particulière au vue des confusions dont elle a été (et continue souvent d'être) le vecteur.

Sauf en cas de changements majeurs des règles relatives au taux d'intérêt négatif (nous évoquons brièvement ces changements potentiels), l'EONIA (le taux moyen auxquelles se prêtent les banques chaque jour) s'ancrera durement sur des niveaux négatifs suite aux achats d'ABS et de Covered Bonds en octobre et aux TLTRO du 18 septembre.

Le 6 juin 2014 restera sans doute gravé comme la date où la BCE a radicalement commencé à agir contre une potentielle mécanique déflationniste en zone euro. Si son président Mario Draghi continue habilement d'éviter le mot « déflation » lors de l'habituel rendu des décisions, il n'en va pas moins que le risque de mécanique déflationniste est craint par l'institution monétaire. Les mesures qu'elle a prises le 6 juin, dont certaines seront mises en place le 18

septembre prochain, ainsi que leur récent renforcement, en témoignent directement. Cette contribution se donne pour but d'expliquer ces mesures, en accordant une attention particulière à la mécanique sous-jacente des effets attendus.

Zone euro: perceptions d'inflation sur le développement des prix dans les 3/12 prochains mois



Sources: Macrobond, BSI Economics

## Taux négatif sur les dépôts

Le taux de rémunération des dépôts (voir notre éclairage [ici](#)) a été abaissé pour la première fois en territoire négatif le 6 juin 2014. Il a été fixé à -0,10% d'abord, puis à -0,20% le 4 septembre. Pour beaucoup, cette mesure inédite pour une grande banque centrale est avant tout un **signal** important : la BCE montre qu'elle est prête à agir en sortant réellement du cadre conservateur qu'on lui associe bien souvent. Cet effet signal peut être important pour les anticipations des marchés notamment. Pour d'autres commentateurs, cette mesure a été interprétée avec confusion (voir encadré 1). Revenons quelque peu sur les impacts mécaniques de cette mesure.

La BCE a fait en sorte via des aménagements techniques divers que toutes les réserves excédentaires des banques soient soumises à ce taux initialement de -0,10%, maintenant à -0,20% (voir [ce document](#) pour plus d'informations). Au

final, les banques qui ont des liquidités excédentaires<sup>1</sup> se retrouvent « taxées » par ce taux d'intérêt de 0,20%: elles doivent payer des intérêts à leur banque centrale nationale pour pouvoir laisser leurs liquidités sur leur compte. De quoi les inciter à faire autre chose de ces liquidités : (1) achats de titres (à court terme) ou (2) prêts de liquidités à d'autres banques qui ne sont pas en situation de réserves excédentaires. Ou bien encore de quoi les inciter à diminuer les taux d'intérêts auxquels elles rémunèrent leurs déposants (3).

Les achats de titres (1) correspondent dans ce cadre à une simple stratégie d'arbitrage entre « titres » et « réserves » (détenir des liquidités vs détenir un titre), et conduisent à une **baisse de la rémunération des titres**<sup>2</sup> jusqu'au point où les opportunités d'arbitrage n'existent plus. La baisse consécutive du rendement des titres en zone euro contribue à rendre moins attractif les placements en euro, ce qui au final a des **effets dépréciatifs sur le change**. Au final l'effet mécanique est le même que lors d'une baisse habituelle du taux de rémunération des dépôts en situation de réserves excédentaires.

La mesure des taux négatif pourrait aussi **raviver les prêts sur le marché interbancaire** (2), ce qui pourrait avoir un impact positif pour le crédit dans les pays de la périphérie. En effet la plupart des banques commerciales en situation de réserves excédentaires avant l'annonce de cette mesure étaient dans les pays « cœurs » de la zone euro (France, Allemagne), alors que les principales banques en besoin de liquidité se trouvent dans la périphérie (Espagne, Portugal, Italie). Le tableau 1 montre qu'une très large partie des liquidités se trouve dans les banques des pays « cœur » de la zone euro (plus de 80%

<sup>1</sup> C'est-à-dire des liquidités en plus des réserves obligatoires qu'elles doivent détenir sur leur compte en fonction du montant de leurs dépôts.

<sup>2</sup> En général, les premiers titres concernés sont les obligations d'Etat: ce sont des titres considérés comme très liquides, relativement peu risqués et bien considérés dans le cadre des normes prudentielles ; ils entrent comme un substitut idéal aux réserves lorsque celles-ci sont très excédentaires pour une banque.

des liquidités alors que ces pays ne concentrent que environ 65% des dépôts<sup>3</sup>). Pour échapper à la taxe sur leurs réserves, les banques des pays du cœur pourraient être incitées à prêter davantage à leurs consoeurs de la périphérie. Ce qui pourrait faire diminuer les coûts de financement de ces dernières. Les taux d'intérêts sur les prêts aux entreprises pratiqués dans les pays de la périphérie étant significativement supérieurs aux taux pratiqués dans les pays « cœurs » (voir graph 3), cette mesure pourrait être bénéfique au crédit dans la périphérie.

	mai	juillet
Italie	15,85	16,88
Espagne	17,18	12,87
Grèce	1,88	1,93
Irlande	2,54	4,74
Portugal	3,14	2,48
<b>Périphérie</b>	<b>40,59</b>	<b>38,9</b>
France	43,1	48
Allemagne	69,4	65,5
Pays-Bas	55,33	26,39
Belgique	7,56	6,31
Autriche	9,49	8,07
Finlande	13,89	16,37
<b>Cœur</b>	<b>190,67</b>	<b>170,64</b>

Chiffres: troncatures à 0,01. Montant pour les Pays-Bas et le Portugal ont été approximés par le chiffre disponible pour les dépôts des MFI (supérieur au chiffre réel). Le chiffre de mai inclut les montants sur la facilité de dépôts à 7 jours auparavant activée par la BCE pour ces pays. Approximation via chiffre de juin pour Allemagne.

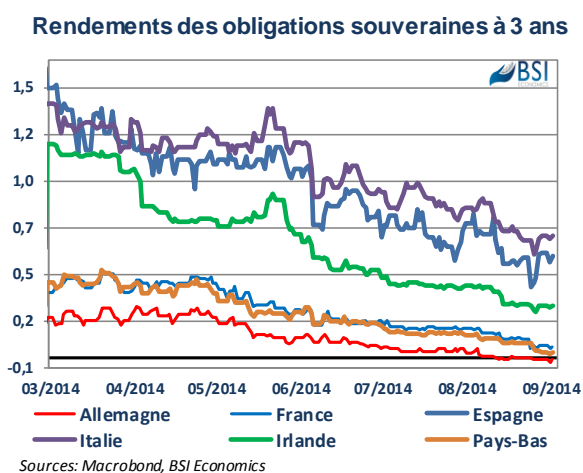
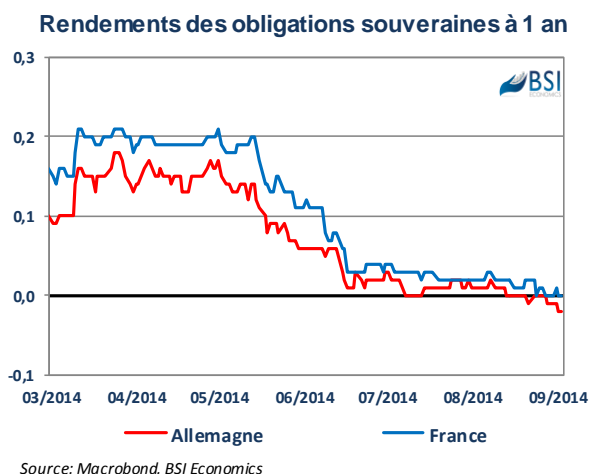
Enfin les banques des pays « cœurs » peuvent très bien en théorie répercuter sur leurs déposants les coûts supplémentaires engendrés par cette taxe sur leurs réserves excédentaires (3). Concrètement, cela signifie une baisse des taux d'intérêt sur les dépôts à vue rémunérés ou sur les comptes d'épargne. Ce qui devrait à son tour décourager l'épargne au profit de la consommation dans ces pays. Là encore, l'effet mécanique est le même que lors d'une baisse habituelle du taux de rémunération des dépôts en situation de réserves excédentaires.

Pour l'instant, on a observé une légère baisse des rendements des titres (1), alors que les données concernant les taux emprunteurs des entreprises non financières ne permettent pas de juger de l'effet sur les coûts de financement dans les pays de la périphérie. Il est important de noter que certaines banques ont réagi au taux négatif en remboursant de manière anticipée les emprunts LTRO qu'elles avaient contracté en Décembre 2011 et Mars 2012 pour une durée de 3 ans (voir

<sup>3</sup> Voir le lien [ici](#).



les détails sur [ce document de Natixis](#)<sup>4</sup>). Ce qui devrait atténuer les effets cités ci-dessus sur juillet – août. Notons aussi que l’instauration d’un taux de dépôt négatif a permis de faire se rapprocher l’EONIA du plancher symbolique zéro. Le 28 août dernier l’EONIA est passé pour la première fois en territoire négatif, s’établissant à -0,004%, ce qui a aussi son importance. La baisse de taux a également permis une baisse de l’euro face au dollar.



**Les effets du taux d’intérêt négatif devront être surveillés de près dans les prochains mois suite aux opérations TLTRO et aux achats d’ABS et de Covered Bonds de la BCE** (voir plus loin). En cas de gros volumes sur ces opérations, le système bancaire pourrait se retrouver avec un niveau très important de liquidités excédentaires, ce qui pourrait potentiellement rendre la mesure

<sup>44</sup> Notons que nos estimations basées sur [ce document de la BCE](#) font état de remboursement s’élevant à plus de 65 milliards sur juin-juillet-août (contre près de 79 milliards de janvier à juin d’après [Natixis](#)).

défavorable au crédit. Plus précisément, si les banques de la périphérie se retrouvent elles aussi avec une position importante de réserves excédentaires, elles devront payer cette taxe. Il est possible qu’elles répercutent alors cette taxe sur leurs taux emprunteurs. Cela s’est, d’après certains observateurs<sup>5</sup>, produit au Danemark. Plutôt qu’une remontée du taux négatif qui enverrait un mauvais signal, des aménagements futurs de la part de la BCE seraient probables dans ce cas concernant cette mesure (déclenchement du taux négatif après un certain seuil plafond sur le compte courant des banques par exemple). Tout dépendra des montants en jeu pour le TLTRO et les achats d’ABS et de Covered Bond.

**Encadré 1: ce que n’est pas le taux de rémunération des dépôts négatif**

Dès la sortie de cette mesure (et même encore récemment) on a pu entendre en boucle l’idée suivante « *En adoptant un taux d’intérêt sur les dépôts négatif, la BCE espère pousser les banques à prêter davantage aux entreprises et aux ménages dans la mesure où les banques vont être désormais contraintes de payer pour garder leur argent auprès de la BCE* ». Comme nous l’avions signalé dans un article publié dans le journal Le Monde (lien [ici](#) à consulter pour des explications plus détaillées), cette phrase et le message qu’elle véhicule n’ont pas de sens. **Les liquidités « stockées » par les banques ne sont pas transférées aux ménages ou aux entreprises lors d’une opération de prêt.** Un prêt bancaire est une simple opération comptable où la banque crédite le compte d’un de ses clients en échange d’une reconnaissance de dette. C’est seulement lorsque le client en question fera une opération avec une autre banque (ou l’Etat) que les liquidités quitteront le coffre de la banque (avant d’y revenir potentiellement...). Cette confusion a fait longtemps débat sur la toile anglo-saxonne

<sup>5</sup> Voir le document « The ‘known unknowns’ of a negative deposit rate » de la recherche économique de CA CIB (lien [ici](#)).

sous le nom de « [base money confusion](#) » (lien [ici](#)).

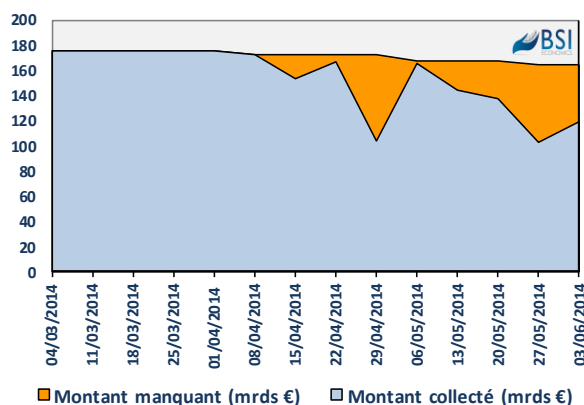
Notons aussi que **l'argument des réserves obligatoires** (une banque qui se débarrasserait des liquidités en faisant des prêts uniquement, car en faisant ainsi ses réserves excédentaires « taxées » passeront doucement en réserves « obligatoires » rémunérées) **ne fait pas sens non plus** dans le monde bancaire actuel, particulièrement en zone euro où le taux de réserves obligatoires s'élève environ à 1% des dépôts. Il est en effet difficile d'imaginer qu'une banque serait tout à coup incitée à faire davantage de crédit pour la simple raison que 1% du montant de son crédit ne sera plus sujet à une taxe de 0,1%... Il est plus correct de dire que ces considérations rentreront dans le calcul du taux emprunteur et affecteront de ce fait – marginalement- la demande de crédits. **Le cadre « scolaire » du multiplicateur de crédit, par ailleurs très critiqué** (voir cet article d'un professeur d'Oxford [ici](#), ou bien l'article plus détaillé de deux éminents économistes de la BIS [ici](#)), **n'est pas vraiment adapté pour discuter de l'impact d'une telle mesure**. Enfin notons que certains, comme l'ancien chef économiste du département Banques Centrales au FMI [ici](#), ne voient aucun effet directement bénéfique au crédit d'une telle mesure.

## Arrêt de la stérilisation du SMP

Le Security Market Program (SMP) de la BCE avait été lancé en 2012 pour faire baisser les taux longs sur certains pays de la périphérie. La BCE avait acheté pour quelques 214 milliards de titres (en juin il restait environ 160 milliards de titres à son bilan). Elle s'était engagée à stériliser ces achats, c'est-à-dire à retirer du système les liquidités ainsi injectées. Pour ce faire, chaque semaine elle offrait aux banques la possibilité de placer leurs liquidités dans un compte bloqué pour une semaine et rémunéré au maximum au niveau du taux refi (le principal taux directeur).

Or depuis début 2014 la BCE avait de plus en plus de mal à attirer les fonds des banques (voir [cet article du Financial Times AP](#) notamment, voir graph 5). Elles étaient de plus en plus nombreuses à préférer garder leurs liquidités non rémunérées plutôt que d'y renoncer pour une semaine malgré la rémunération associée. Signe que la liquidité excédentaire commençait peu à peu à s'égrainer sur le marché interbancaire. En stoppant la stérilisation du SMP, la BCE a donc d'abord fait en sorte d'éviter un regain de volatilité sur le marché interbancaire, néfaste pour la transmission de sa politique. Cela a également peut-être permis dans le même temps de rendre plus efficace la mesure des taux d'intérêt négatifs. La non stérilisation du SMP allait en effet presque de paire avec la mise en place du taux d'intérêt négatif, dont l'impact aurait été beaucoup plus discuté en cas de quasi absence de réserves excédentaires.

Les difficultés récentes dans la stérilisation du SMP



## Forward guidance : prolongement des taux bas et des opérations de liquidités à service illimité

Mario Draghi l'a répété encore une fois, en juin comme récemment en août « *le principal taux directeur va rester à des niveaux proches pour une période de temps étendue* ». La forward guidance (i.e. le guidage des anticipations) reste qualitative, basée sur les chiffres relatifs à l'inflation.

La BCE a également décidé de **prolonger son régime d'appels d'offres illimités de liquidité à taux fixe** (« Fixed-rate full allotment ») au moins jusqu'en décembre 2016 (voir article du Financial Times [ici](#) à ce sujet). Avec la promesse de **LTRO à 3 mois** (ces fameuses opérations de refinancement à long terme) également avec allocation de la totalité des soumissions (toutes les banques seront servies), la BCE indique clairement sa volonté de voir les conditions de liquidités rester accommodantes dans les mois à venir.

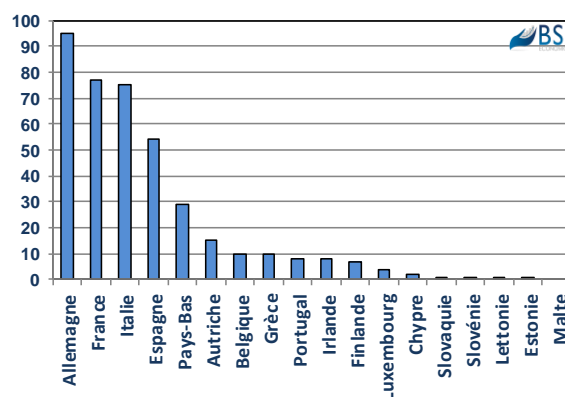
## TLTRO

Les opérations de **TLTRO** (Target Long Term Refinancing Operation) débuteront le 18 septembre prochain. Elles seront répétées de manière trimestrielle jusqu'à juin 2016. Les TLTRO seront des prêts à taux fixe (contre collatéral) ayant tous pour échéance septembre 2018. Le taux d'intérêt de ces TLTRO sera particulièrement attractif : lors de la première opération dans quelques jours les banques paieront un taux d'intérêt égal au taux refi (actuellement 0,05%) majoré de 10 points de base (pb), soit 0,15%, pour un prêt de 4 ans ! Etant donné que les taux devraient augmenter dans les prochaines années, **l'opération a de très forte chance de s'avérer particulièrement juteuse pour les banques**. La mécanique sera la même pour les prochains prêts (taux refi + 10pb).

Le montant des prêts auxquelles les banques peuvent prétendre est limité. Cette limite dépend du crédit qu'elles vont allouer. Lors des deux premières opérations de prêt (septembre et décembre), c'est le montant des encours de prêts au secteur privé (hors prêts immobilier aux ménages) au 30 avril 2014 qui délimitera le montant que les banques peuvent emprunter. Chaque banque pourra emprunter jusqu'à 7% de ce montant. Aucune incitation au crédit donc dans un premier temps. **L'effet attendu est donc certainement celui d'une injection de liquidité à grande échelle** : les taux d'intérêts des actifs à

long terme devraient diminuer davantage avec les arbitrages des banques et les coûts et conditions de financement des banques devraient être détendues de manière durable avec ce refinancement de long terme. Un effet qui dépendra principalement du montant alloué (CA CIB parlait en juin d'un montant total des deux premiers TLTRO plafonné à 400 milliards). A noter que si la BCE ne fait aucun aménagement avec le taux de rémunération des dépôts, **l'EONIA rentrera durablement en territoire clairement négatif** étant donné l'excès de liquidité résultant du TLTRO.

Allocations TLTRO initiales par pays en milliards d'euros



Source: BCE, Macrobond, BSI Economics

Lors des opérations de prêt en 2015 et 2016, le montant alloué pour chaque banque dans le cadre des TLTRO dépendra du montant des prêts nets de la banque en question jusqu'en 2016. De quoi là peut-être, développer davantage le crédit via un effet incitatif ? Cela n'est pas si sûr. La recherche économique de Natixis notait par exemple dans [un document récent](#) que le problème de crédit dans la périphérie de la zone euro est davantage dû à des problèmes de demande qu'à d'éventuelles contraintes du côté de l'offre de crédit. Une chose est sûre : **la BCE fait en sorte avec ces TLTRO de limiter de façon très importante l'arrivée d'éventuelles restrictions de crédits dues à des problèmes de liquidités du côté de l'offre dans les prochains mois**.

## Achats d'ABS et de Covered Bonds

Depuis plusieurs mois la BCE indiquait préparer d'éventuels achats d'ABS. Le 4 septembre, elle est passée à l'action, en annonçant des achats d'ABS et de Covered Bonds. Aucun montant n'a été précisé, même si certains analystes (Frederic Ducrozet de CA CIB notamment [ici](#)) parlent d'un montant total avoisinant les 500 milliards suite aux indices laissés par Draghi lors de sa récente conférence.

Le marché des ABS, ces fameux titres généralement rattachés à des créances et issus de la titrisation, a son importance en zone euro. Notamment car il œuvre au **financement des PME**, un financement mis à mal pendant la crise dans les pays de la périphérie en particulier. **En soutenant ce marché, la BCE œuvre à son développement par les acteurs privés, contribue à baisser les taux sur ces titres ce qui devrait se transmettre en un léger assouplissement des conditions de crédit supplémentaire** (au-delà de l'effet prix, un effet liquidité est à attendre qui pourrait se traduire par des banques moins réticentes à fournir des crédits dont elles peuvent se débarrasser plus facilement en cas de contraintes bilancielles). Suivant les montants concernés, le redéveloppement de ce marché offrirait une nouvelle véritable option de refinancement pour les banques, ce qui pourrait potentiellement leur permettre d'effectuer plus facilement des ajustements de bilan nécessaires dans le cadre de la réglementation prudentielle. Et relâcher d'éventuelles contraintes du niveau de l'offre donc.

Des effets similaires sont attendus pour le programme d'achats de Covered Bonds, ces obligations directement émises par les établissements de crédit et garantis par des actifs possédés par ces établissements. Ici le soutien aux banques est direct. L'amélioration des conditions de financement devra être *in fine* propice au développement du crédit.

## Conclusion

Les nouvelles mesures ont déjà eu des impacts importants. Les baisses de taux couplées aux annonces d'achats d'actifs et d'opérations de refinancement ont notamment permis en premier lieu de faire **baisser l'euro** de manière importante. Une dépréciation qui devrait permettre à son tour à la fois de favoriser la compétitivité à l'export des entreprises dans les pays de la périphérie notamment (favorable à la demande), et à la fois de faire rebondir quelque peu les chiffres de l'inflation via l'inflation importée (ce qui peut avoir son importance pour les anticipations d'inflation). Ces nouvelles mesures se sont également traduites par des baisses des taux sur les titres d'Etat, ce qui a son importance pour la transmission de la politique monétaire. Le déclenchement des opérations de TLTRO, suivant les montants concernés, devrait amplifier ces mouvements. Avec son programme d'achats d'ABS et de Covered Bonds, la BCE a mis en place une panoplie de mesure pour assouplir les conditions de crédit, notamment mises à mal dans les pays de la périphérie. A ce niveau, il est difficile de voir ce que la BCE pourrait faire de plus pour favoriser l'offre de crédit. L'attention sera certainement beaucoup plus portée sur la demande en zone euro dans les prochains mois. Et comme l'a fait remarquer Mario Draghi lors de son discours à Jackson Hole, sur ce sujet la BCE ne peut pas tout faire.

**BSI Economics, Numéro trimestriel n°2, achevé de rédiger le 8 septembre 2014.**

**Auteurs :** Amine Tazi, Julien Pinter.

**Coordinateurs :** Victor Lequillier, Arthur Jurus et Julien Pinter.

**Numéros précédents :**

- Samuel Delepierre, Julien Moussavi et Céline Colin, Avril 2014 : « Pays émergents : quelles perspectives pour 2014 ? »

Mentions :

BSI Economics est une association à but non lucratif qui regroupe docteurs, doctorants et actifs soucieux de partager leurs expertises et leurs analyses en matière économique et financière. Créée en octobre 2012, elle œuvre à la promotion des contributions de ses membres, au service d'une dynamique intellectuelle dans les débats publics et économiques. Le siège social de BSI Economics est situé 19 rue du Dragon 75006 PARIS. Site internet : [www.bsi-economics.org](http://www.bsi-economics.org). Messagerie : [contact@bsi-economics.org](mailto:contact@bsi-economics.org).

Avertissement :

Les publications reflètent les opinions personnelles des auteurs et sont publiées à titre purement informatif. BSI Economics ne garantit pas l'exactitude des analyses et l'exhaustivité des publications. Leur fiabilité et leur rigueur factuelle sont cependant garanties par la charte éditoriale de BSI Economics. BSI Economics est une association à but non lucratif, apolitique et visant à promouvoir l'analyse économique et financière par un réseau d'actifs professionnels ou universitaires. Les publications ne servent aucun intérêt privé. Ces opinions peuvent être modifiées à tout moment sans notification.