

# Un regard d'économiste sur les taux d'intérêt négatifs



**LAURENT QUIGNON**  
Responsable  
Économie bancaire

BNP Paribas

L'histoire économique est jalonnée de périodes de taux d'intérêt réels négatifs. Plus récemment, la pratique des banques centrales, inspirée par un renouveau théorique dont les origines remontent à la fin des années 1990, a montré que des taux nominaux négatifs étaient également possibles, dans certaines limites. Ainsi, les politiques monétaires non conventionnelles ont entraîné dans certains pays l'apparition de taux négatifs sur une gamme étendue de maturités. Mais les taux nominaux extrêmement bas, voire négatifs, ne sont pas exempts de risque pour la stabilité financière à long terme, dès lors qu'ils se prolongent.

L' introduction des nombres négatifs dans le langage mathématique ne s'est pas faite sans heurts. Si des quantités négatives (qui n'avaient pas encore le statut de « nombre ») étaient utilisées par les Chinois au II<sup>e</sup> siècle avant notre ère, au début du XIX<sup>e</sup> siècle, leur usage n'était pas encore pour autant universellement accepté<sup>1</sup>. De même, la théorie économique a longtemps considéré que la diminution des taux d'intérêt nominaux en dessous de zéro se heurterait inévitablement à la préférence des agents économiques pour la monnaie fiduciaire. Dans la lignée de Keynes, Maurice Allais (1947) voyait dans l'incapacité du taux nominal à prendre des valeurs négatives une cause du blocage de l'économie<sup>2</sup>.

La pratique des banques centrales, inspirée par un renouveau théorique dont les origines remontent à la fin des années 1990, montre toutefois que des taux nominaux négatifs sont possibles dans certaines limites. Les évolutions récentes de l'environnement économique et financier suggèrent que les taux bas voire négatifs produisent des effets économiques favorables à court terme, lesquels ont d'ailleurs motivé leur mise en œuvre. Ils ne sont toutefois pas exempts de risques pour la stabilité financière à plus long terme.

## I. LES JUSTIFICATIONS THÉORIQUES DES TAUX NÉGATIFS

Si l'histoire économique a été ponctuée d'épisodes de taux d'intérêt réels négatifs, les taux nominaux négatifs sont, quant à eux, bien nouveaux. Leur apparition découle de la baisse du taux d'intérêt naturel et de la nécessité, pour les banques centrales, de maintenir les taux d'intérêt de marché à des niveaux inférieurs à celui-ci afin de préserver le caractère accommodant des politiques moné-

taires dans la période qui a suivi la crise financière de 2007-2008. L'existence de limites presque physiques à la baisse des taux d'intérêt de marché a conduit à l'introduction de mesures non conventionnelles de politique monétaire, les secondes visant à contourner les premières.

### Taux nominal ou taux réel ?

Pour mémoire, le taux réel est égal au taux d'intérêt nominal diminué de l'inflation anticipée (ou « déflaté »). À l'exception de quelques rares économistes tels Thornton, Marshall et Fisher, les auteurs classiques et néoclassiques ne distinguaient pas le taux d'intérêt nominal du taux d'intérêt réel. En revanche, le canal de taux d'intérêt sur lequel repose le modèle IS-LM de Hicks (1937)<sup>3</sup>, considéré comme une formalisation de l'analyse keynésienne, place l'accent sur le taux d'intérêt réel plutôt que nominal.

Les périodes de taux d'intérêt réels négatifs ne sont pas rares tant pour

1. Selon le mathématicien Lazare Carnot, considéré comme l'un des créateurs de la géométrie moderne, « L'usage des nombres négatifs conduit à des conclusions erronées. » (*Géométrie de la position*, 1803).

2. « Le taux d'intérêt nominal reste par la force des choses maintenu à une valeur beaucoup trop haute ; l'épargne garde une valeur trop grande, bien supérieure à celle de l'investissement et, l'excédent d'épargne s'immobilisant sous forme de monnaie thésaurisée, cette thésaurisation entraîne à son tour le blocage progressif de l'économie. » (*Économie et intérêt*, p. 411).

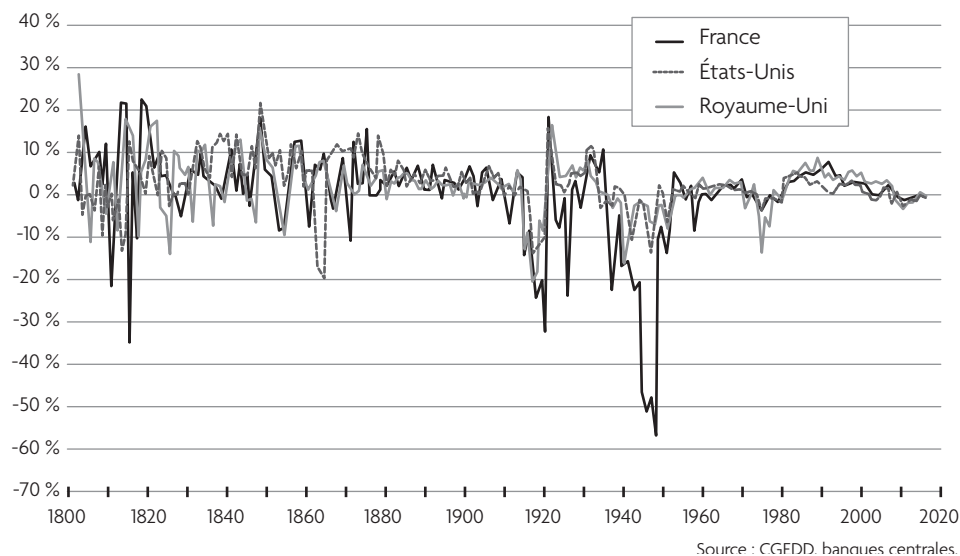
3. Hicks J.R. (1937), « Mr. Keynes and the "Classics" ; A Suggested Interpretation », *Econometrica*, vol. 5, n° 2 (Avril), pp. 147-159.

les taux à court terme qu'à long terme (voir Graphiques 1 et 2). Elles procèdent d'une inflation importante et mal anticipée. Une telle situation a, par exemple, été rencontrée au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, ce qui a autorisé le financement de la reconstruction à moindre coût. Les chocs pétroliers des années 1970 et les résurgences temporaires d'inflation en 2011 et 2012, provoquées par la hausse des prix des matières premières dans un contexte de taux nominaux historiquement bas, en fournissent des illustrations plus récentes (voir Graphiques 3 et 4). L'inflation est, depuis, retombée bien en deçà de la cible des banques centrales (2 %, par exemple, pour la Banque centrale européenne (BCE) dans la zone euro et pour le Federal Open Market Committee (FOMC), qui conduit la politique monétaire de la Fed, aux États-Unis) et la persistance de taux réels à trois mois négatifs dans la zone euro résulte de l'avènement de taux nominaux négatifs depuis mai 2015.

### Les banques centrales face à la baisse du taux d'intérêt « naturel »

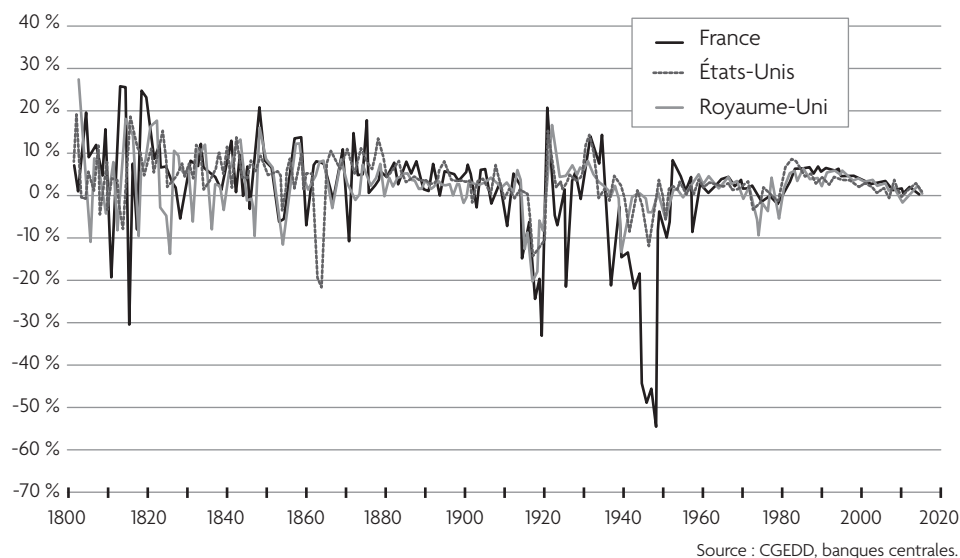
L'une des principales missions d'une banque centrale est d'assurer le refinancement du système bancaire à un taux qu'elle définit, dans l'objectif de réguler la masse monétaire et d'influencer les taux d'intérêt de marché à moyen terme pour atteindre les objectifs économiques relatifs à l'inflation, au chômage, au taux de change, à la balance des paiements. L'influence de la banque centrale ne s'arrête donc pas à la fixation des taux directeurs et aux opérations d'open market visant à réguler les évolutions du taux du marché interbancaire. Selon la théorie traditionnelle du canal du taux d'intérêt, la transmission du taux nominal à court terme – fixé par la banque centrale à l'ensemble des taux de maturité plus longue – trouve d'abord son origine dans la rigidité des prix à court terme : en abaissant le taux nominal, la banque centrale abaisse également le taux réel. L'hypothèse de la structure par terme des taux, selon laquelle le taux d'intérêt à long terme correspond à la chronique des taux à court terme anticipés jusqu'à un horizon égal à

## 1. TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À COURT TERME



Source : CGFDD, banques centrales.

## 2. TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À LONG TERME

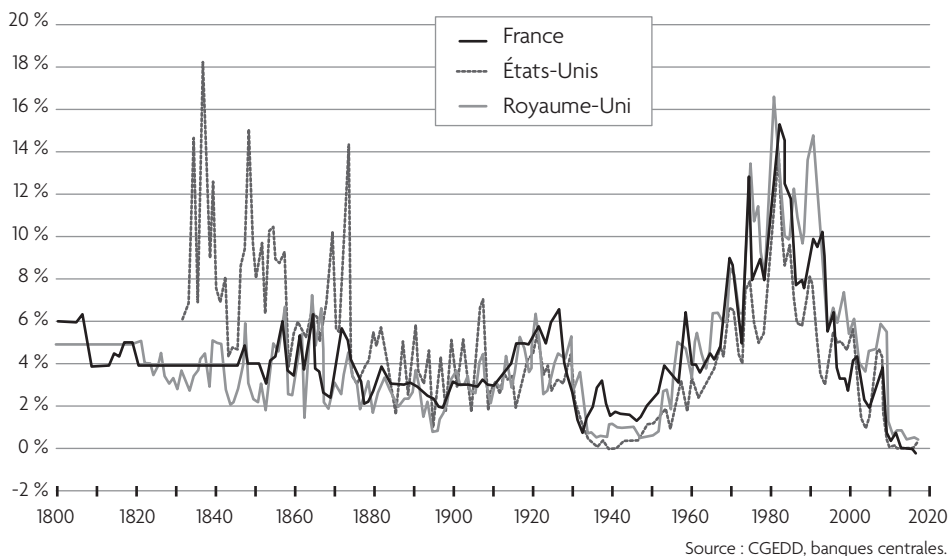


Source : CGEDD, banques centrales.

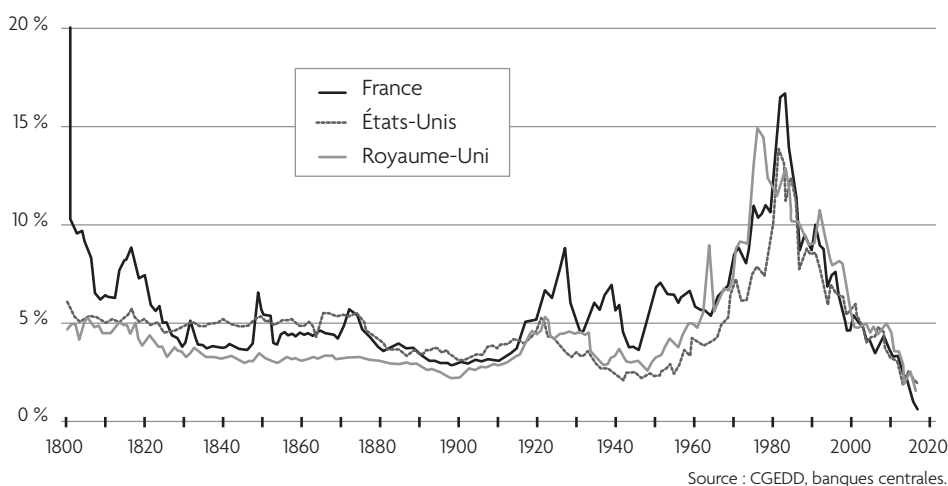
la maturité du taux considéré, augmentée d'une « prime de terme », permet d'expliquer que la baisse du taux réel à court terme entraîne celle du taux à long terme. La visibilité donnée par la banque centrale aux niveaux ultérieurs des taux d'intérêt à court terme (la fameuse « *forward guidance* »), compte tenu de sa cible d'inflation (2 % pour la BCE), y contribue également. Cette diminution des taux d'intérêt à long terme soutient l'investissement des ménages et des entreprises, les dépenses de consommation en biens durables, la formation des stocks et aboutit, in fine, à une hausse de la production globale.

Depuis la crise financière, les transformations de l'environnement économique ont toutefois révolutionné la conduite des politiques monétaires. L'un des principaux défis a été la diminution du « taux d'intérêt naturel » jusqu'à des niveaux historiquement bas, désormais proches de zéro. Le taux d'intérêt naturel peut être défini comme le taux d'intérêt réel de court terme neutre au-delà duquel la politique monétaire est restrictive et en deçà duquel elle est accommodante. Le taux d'intérêt naturel échappe à l'influence de la banque centrale et dépend de l'environnement économique : l'offre et la demande globales de capitaux, elles-mêmes influencées

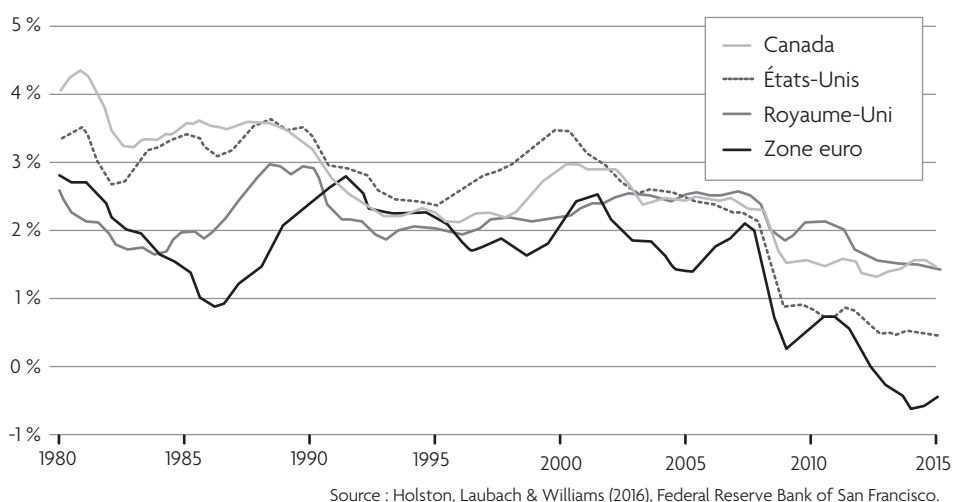
### 3. TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX À COURT TERME



### 4. TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX À LONG TERME



### 5. TAUX NATUREL RÉEL ESTIMÉ



par les évolutions démographiques, les ralentissements tendanciels de la productivité et de la croissance économique, la recherche par les pays émergents d'actifs sûrs pour placer leurs abondantes réserves et, plus généralement, un excès d'épargne mondiale. Ainsi, Holston, Laubach et Williams (2016)<sup>4</sup> suggèrent que les taux d'intérêt neutres auraient diminué, pour les États-Unis, le Canada, la zone euro et le Royaume-Uni dans une fourchette comprise entre 2,5 % et 3,5 % en 2007 à environ 1,5 % pour le Canada et le Royaume-Uni, 0 % pour les États-Unis et qu'ils seraient devenus négatifs dans la zone euro (voir Graphique 5).

La diminution du taux d'intérêt naturel neutre rétrécit la marge de manœuvre dont jouissent les banques centrales pour stimuler l'économie, du fait de l'existence d'un niveau plancher en deçà duquel les taux d'intérêt de marché ne sauraient diminuer.

#### Le piège à liquidité keynésien (*liquidity trap*) et le « *zero lower bound* »

Le concept de piège à liquidité (*liquidity trap*) est né de l'interprétation par John Hicks, en 1937, des travaux de Keynes, eux-mêmes inspirés de ceux de Gesell (1911). Il a été remis au goût du jour par Paul Krugman<sup>5</sup> en 1998 dans une analyse relative à l'économie japonaise. Il désigne la situation dans laquelle les taux d'intérêt de marché sont tombés à zéro et ne peuvent plus être diminués davantage par l'augmentation de l'offre de monnaie. Ce processus, décrit par Keynes, entrave l'action de la banque centrale visant à abaisser le taux d'intérêt nominal de marché en dessous de zéro. La limite du taux nominal nul a longtemps été supposée infranchissable, d'après l'hypothèse selon laquelle l'investisseur préfère placer en monnaie fiduciaire (pièces et billets, ou *cash*) plutôt que de prêter à une entreprise en souscrivant des obligations à taux négatif. Le

4. Holston K., Laubach T. et Williams John C. (2016), « Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants », Working paper 2016-11 (August), Federal Reserve Bank of San Francisco : <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2016-11.pdf>.  
5. Krugman P.R. (1998), « It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap », *Brookings Paper on Economic Activity* 2: 137-87.

modèle IS-LM de Hicks – dans lequel la courbe LM représente l'ensemble des combinaisons de taux d'intérêt et de revenu qui assurent l'équilibre sur le marché monétaire ; la courbe IS, celles qui garantissent l'équilibre du marché des biens – offre un cadre d'analyse relativement simple (voir Schéma). Dans des conditions normales, l'accroissement de l'offre de monnaie entraîne un mouvement de la courbe LM vers la droite qui provoque une baisse du taux d'intérêt. Celle-ci entraîne un accroissement de l'investissement qui conduit à son tour à une hausse du produit global. En revanche, à partir d'une situation initiale de « piège à liquidité », implique bien le déplacement vers la droite de la courbe LM (de  $LM_1$  à  $LM_2$  dans le schéma 6), mais ne permet pas d'abaisser le taux d'intérêt réel et d'atteindre un nouvel équilibre. En pratique, cette limite est légèrement inférieure à zéro : la monnaie fiduciaire présente en effet des coûts de détention d'autant plus importants que les montants sont élevés (sécurité, stockage, transport), ce qui explique que des taux d'intérêt nominaux légèrement négatifs soient possibles.

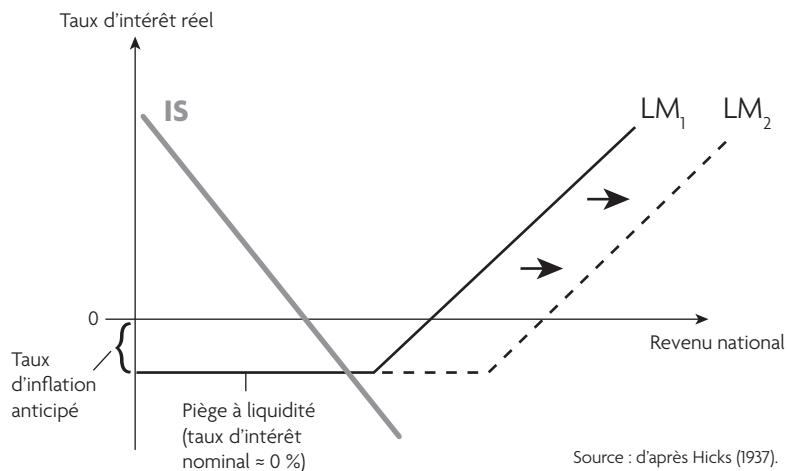
### Le renouvellement des politiques monétaires

Confrontées au rapprochement du taux d'intérêt naturel de zéro et à l'existence d'une limite à l'efficacité d'un taux nominal sensiblement inférieur à zéro, les banques centrales ont cherché à reconstituer leur marge de manœuvre en recourant à des mesures dites « non conventionnelles » de politique monétaire. Ces dernières ont consisté, pour la banque centrale, à fixer des taux directeurs négatifs sur les facilités accordées aux banques commerciales ou sur leurs réserves en monnaie centrale (la BCE a retenu la deuxième option mais pas la première) d'une part, et à acheter des titres obligataires visant à abaisser les taux de marché à plus long terme, d'autre part.

### Les taux négatifs sur les facilités ou les réserves

Dans le cadre de la politique monétaire conventionnelle, la BCE fixe directement le niveau de trois taux directeurs. Le taux de refinancement,

## LE PIÈGE À LIQUIDITÉ DANS LE MODÈLE IS-LM



qui symbolise la politique monétaire, détermine le coût auquel une banque commerciale emprunte la monnaie centrale à l'échéance d'une semaine. Ce taux de refinancement est encadré par un taux plafond, le taux de la facilité de prêt marginal, qui permet à une banque d'obtenir de manière exceptionnelle de la liquidité supplémentaire au jour le jour, et par un taux plancher, le taux de la facilité de dépôt qui est celui auquel la BCE rémunère la monnaie centrale que les banques détiennent sur leur compte auprès de l'Eurosystème. Ces deux taux délimitent le « corridor » à l'intérieur duquel fluctue le taux du marché interbancaire au jour le jour (*Euro OverNight Index Average* ou *eonia*). En effet, aucune banque n'a intérêt à emprunter auprès d'une autre banque commerciale à un taux supérieur à celui auquel elle peut emprunter auprès de l'Eurosystème, ni à lui prêter à un taux supérieur à celui auquel elle peut déposer auprès de l'Eurosystème. Après avoir inscrit le taux de la facilité de dépôt en territoire négatif en juin 2014, dans le sillage d'autres banques centrales (celles de Suède en 2009, du Danemark en 2012, de Suisse en 2014), la BCE l'a abaissé jusqu'à -0,40 % le 16 mars 2016. Si les taux de refinancement et de facilité de prêt marginal ont été abaissés dans le même temps (à 0 % et 0,25 % respectivement), ils demeurent quant à eux positifs.

En mars 2016, la BCE a également annoncé le lancement d'une série de quatre nouvelles opérations ciblées

de refinancement à plus long terme (juin, septembre, décembre 2016 et mars 2017), dont les taux pourront potentiellement descendre jusqu'à 0,40 % si les encours de prêts à la clientèle (hors habitat) de la banque emprunteuse de liquidité centrale augmentent suffisamment.

### Les achats d'obligations par la banque centrale ou *quantitative easing*

Une solution préconisée par Krugman pour la Banque du Japon était qu'elle accepte une inflation sensiblement supérieure à la cible durant quinze ans, de manière à relancer les anticipations d'inflation, et à autoriser un taux réel négatif à long terme. Peu amènes à l'égard d'une recommandation aussi peu orthodoxe pour un banquier central, certains auteurs (monétaristes<sup>6</sup>) ont défendu l'idée selon laquelle le « piège à liquidité », s'il constituait bien une limite à l'efficacité de la politique monétaire conventionnelle, pouvait en revanche être contourné par des achats de titres sur les marchés obligataires. À l'image d'autres banques centrales, la BCE a initié un « programme d'achats de dette du secteur public » en mars 2015 (relevé de 60 à 80 milliards d'euros mensuels en mars 2016 et élargi aux obligations du secteur privé)

6. Friedman M. et Schwartz A.J. (1963), « Money and Business Cycles », Supplément, *Review of Economics and Statistics* 45 (1): 32-64

dans le cadre duquel l'Eurosystème détenait un portefeuille de 1 477 milliards en novembre 2016 (dont 1 204 milliards d'obligations d'État). Ces achats ont encouragé la baisse de l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt dans la zone euro. Les marchés des obligations d'État présentent actuellement<sup>7</sup> des rendements négatifs jusqu'à des maturités de sept ans pour l'Allemagne et la Belgique, cinq ans pour la France (voir Graphique).

## II. LES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES DES TAUX BAS

Les taux bas, voire négatifs, ont largement contribué à améliorer les conditions de financement et encouragé la reprise de l'activité, même si cette dernière demeure modeste. La prolongation de la situation de taux bas constitue néanmoins une menace pour la rentabilité des banques. Pas-

sés les premiers effets favorables de la baisse massive des taux d'intérêt directs (de 4,25 % en juillet 2008 à 1 % en mai 2009) sur les marges d'intérêt, et plus récemment, ceux de la baisse des taux obligataires sur la valorisation des portefeuilles de titres de marché, ces dernières commencent à pâtir d'une érosion des marges bancaires, un phénomène renforcé par la combinaison de taux négatifs sur les réserves et du *quantitative easing*.

### Une incidence favorable sur les conditions de financement et le crédit

Les évolutions relatives des taux des prêts et de rémunérations des dépôts bancaires dans la zone euro illustrent que la diminution des taux des nouveaux prêts accordés a été plus rapide que celle des taux de dépôts, initialement plus proches de zéro (voir Graphique). À l'issue d'un recul continu depuis juin 2012, les encours de crédit bancaire aux agents non financiers (ménages et sociétés non financières) ont renoué avec des évolutions posi-

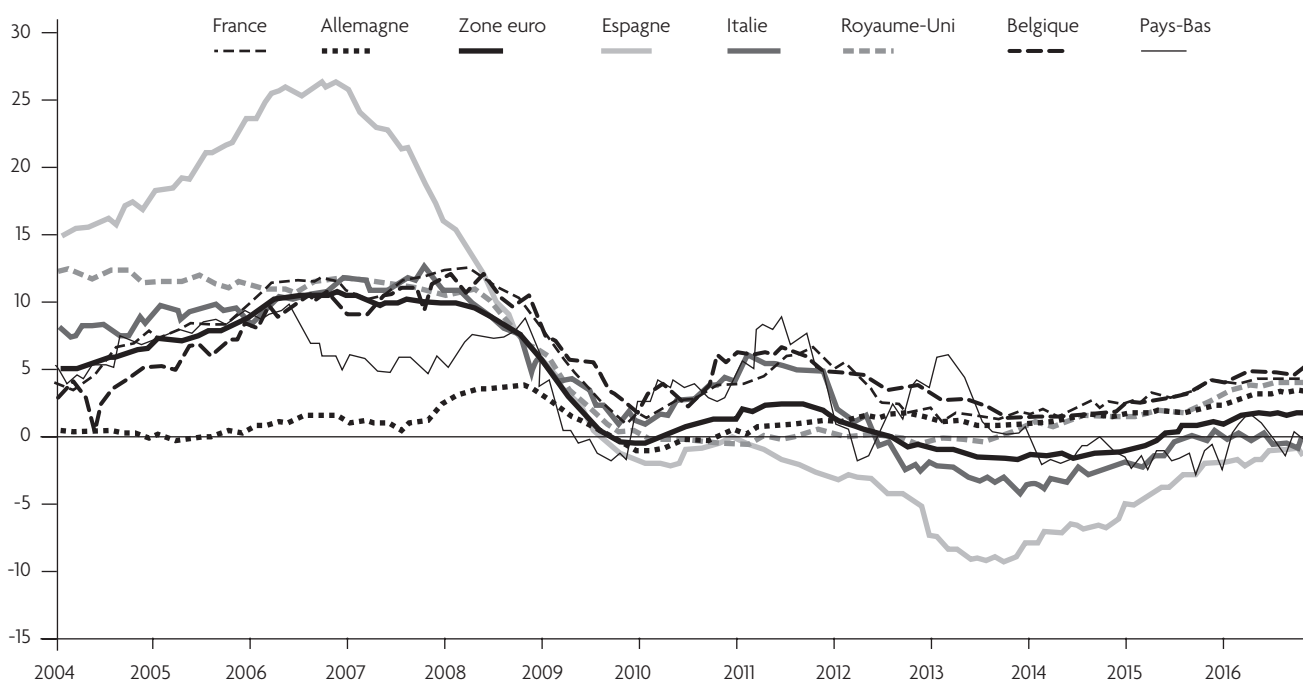
tives à partir de mai 2015 (+1,8 % en octobre 2016, voir graphique 7).

Les statistiques de la BCE suggèrent également que la répercussion de la baisse des taux du marché monétaire a été légèrement plus sensible pour les sociétés non financières que pour les ménages. Cette différenciation est susceptible de s'expliquer par les taux négatifs appliqués par certaines banques commerciales aux dépôts de grandes entreprises, lesquelles supportent un coût de détention de la monnaie fiduciaire plus élevé en raison de montants plus importants. Les rendements négatifs, en moyenne, des OPCVM monétaires sur lesquels les entreprises placent leurs disponibilités en constituent une autre raison. À l'inverse, l'arbitrage plus aisé des ménages en faveur de la monnaie fiduciaire et l'existence de produits d'épargne liquides à taux administrés dans certains pays (la France en constitue un exemple avec le Livret A) limitent la capacité des banques à répercuter les taux négatifs sur les dépôts des particuliers. Nonobstant ces considérations, l'introduction

7. Le 6 décembre 2016.

## 6. LE CRÉDIT BANCAIRE AU SECTEUR NON FINANCIER SE REDRESSE

Taux de croissance annuel de l'encours, %\*

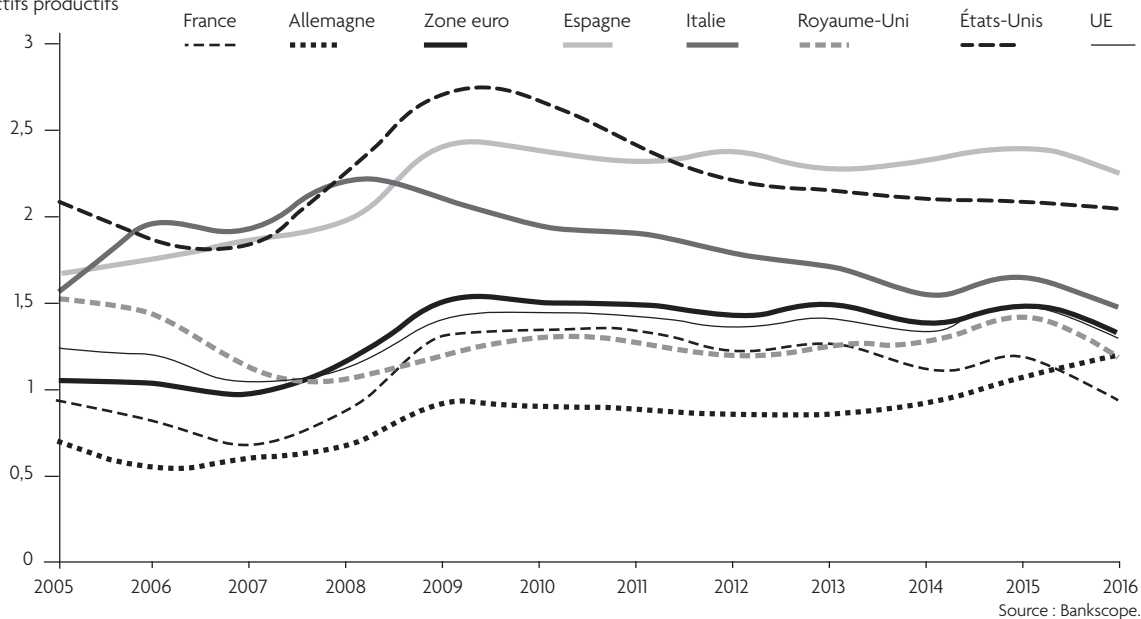


\* Taux de croissance calculés à partir des flux annuels selon la méthodologie des statistiques monétaires. Belgique, France et Royaume-Uni : encours et flux de crédits aux résidents nationaux corrigés des titrisations et autres ajustements (changement de périmètre, reclassement, etc.). Zone euro, Allemagne, Italie, Espagne et Pays-Bas : encours de crédits aux résidents de la zone euro incluant la seule partie des crédits titrisés qui demeure à l'actifs des IFM en vertu des normes comptables en vigueur (IAS 39 et mise à jour de l'IFRS 9) et concernant en pratique une proportion modeste de l'encours titrisé. Pour simplifier, on peut considérer les séries BCE comme étant « hors titrisations ».

Sources : BCE, Banque de France, BoE et BNB.

## 7. DES MARGES D'INTÉRÊTS SOUS PRESSION

Intérêts nets / actifs productifs



Source : Bankscope.

des taux négatifs en juin ne semble pas avoir affecté significativement l'évolution des dépôts bancaires au sein de la zone euro. Les taux de croissance des encours de dépôts des ménages et des sociétés non financières ont ainsi augmenté entre décembre 2014 et octobre 2016, de 2,3 % à 3,5 % pour les premiers, de 4,0 % à 4,7 % pour les secondes.

### Les banques bénéficient d'abord de la baisse des taux, puis pâtissent de leur faible niveau

Au-delà de la diffusion des effets de la politique monétaire sur les marchés monétaires et obligataires via le canal des taux d'intérêt (voir supra), les banques commerciales en constituent un rouage de transmission essentiel, notamment dans la zone euro où elles assurent environ les deux tiers du financement de l'économie. Les effets des taux bas sur leur rentabilité peuvent être à la fois appréhendés comme la cause et la conséquence de la manière dont elles répercutent ces derniers sur les taux appliqués à la clientèle. Si les effets des taux bas sur chaque banque dépendent étroitement de la structure de son bilan et de sa stratégie de couverture, il est néanmoins possible de dégager quelques tendances générales.

### Effets immédiats positifs sur la valorisation des portefeuilles de titres

La baisse des taux d'intérêt nominaux, notamment à long terme, s'est traduite mécaniquement par une hausse de la valorisation des portefeuilles de titres à taux fixe (obligations), dont le rendement à l'émission est devenu sensiblement supérieur aux taux constatés sur le marché. Selon nos calculs fondés sur les comptes de résultat agrégés des quinze premières banques de la zone euro, les plus-values latentes et réalisées ont évolué dans une fourchette de 35 à 36 milliards d'euros annualisés entre 2014 et le premier semestre 2016, contre 21 milliards en moyenne entre 2008 et 2013.

### Des taux bas d'autant plus pénalisants sur les marges bancaires qu'ils durent

Les marges d'intérêt bancaires sont constituées de la différence entre les intérêts reçus par la banque diminués des intérêts versés, rapportée aux actifs (voir Graphique 7). Compte tenu de la transformation des maturités effectuées par les banques, la maturité des ressources est sensiblement inférieure à celle des actifs. Ainsi, la baisse des taux d'intérêt est, dans un premier temps, favorable aux marges bancaires car elle diminue le coût moyen des ressources. Cela étant,

lorsque les taux nominaux se rapprochent de zéro ou qu'ils sont, a fortiori, négatifs, l'élasticité du coût des ressources au taux de marché diminue en raison de la rigidité à la baisse des ressources collectées auprès de la clientèle. Par ailleurs, à mesure que le stock d'actifs à taux fixe se renouvelle (ou est renégocié), des actifs de moindre rendement se substituent à des actifs qui procuraient un rendement plus élevé, contribuant à l'érosion du rendement moyen du portefeuille et à l'écrasement progressif de la marge d'intérêt. L'un des facteurs contribuant à amoindrir l'incidence négative sur les marges bancaires est la mise en place de stratégies de couverture (contrats de swaps de taux d'intérêt) qui permettent de « figer » des taux variables (*i. e.* de les transformer en taux fixes) de manière, par exemple, à limiter les conséquences de la baisse du marché monétaire sur le rendement des actifs. Ces stratégies, efficaces pour limiter la baisse du rendement des actifs et la contraction de la marge d'intérêt susceptibles de découler d'une baisse des taux d'intérêt, perdent cette vertu dans un contexte de taux durablement bas.

### Des réserves excédentaires qui n'en sont plus tout à fait

Un canal de répercussion plus direct, quoique limité, des taux

négatifs aux comptes de résultat bancaires procède de la combinaison de la politique d'achats d'actifs par la banque centrale et de taux négatifs sur les réserves excédentaires. Le coût d'opportunité associé à un taux négatif peut être théoriquement neutralisé par sa transmission aux ressources bancaires mais, comme nous l'avons mentionné, les obstacles sont, en pratique, multiples. Une partie de ce coût est absorbée par les banques (érosion des marges d'intérêts), l'autre est répercutée (hausse des taux des prêts, des commissions).

Théoriquement, lorsque la hausse des réserves excédentaires relève de comportements de précaution, l'écartement du *spread* entre le taux de refinancement et le taux de dépôts est de nature à stimuler le marché interbancaire. Au cours des dernières années, l'accumulation de réserves a eu des origines bien différentes. La première découle de la nécessité pour les banques de se conformer au *Liquidity Coverage Ratio* (le seuil réglementaire est de 70 % en 2016, mais le niveau moyen de l'ordre de 127 % au 31 décembre 2015<sup>8</sup> selon l'EBA suggère des exigences implicites de marché plus élevées). Une partie des réserves excédentaires au sens de la politique monétaire sont donc, sinon obligatoires (puisque d'autres actifs sont éligibles), constitutives d'actifs hautement liquides exigés par le régulateur. La deuxième cause réside dans les achats d'actifs de la BCE qui gonflent les réserves auprès de celle-ci au-delà de la liquidité que les banques lui empruntent. De fait, une fraction croissante des réserves n'a plus pour contrepartie des lignes de refinancement auprès de la BCE et ce phénomène, amplifié par l'élargissement temporaire des achats mensuels de la BCE de 60 à 80 milliards d'euros entre avril 2016 et mars 2017, sera encore renforcé par l'extension du programme d'achats de titres jusqu'en décembre 2017<sup>9</sup>.

La neutralisation du coût d'opportunité par les nouvelles opérations de refinancement TLTRO II (dont le taux pourra potentiellement descendre à -0,4 %, identique à celui sur les réserves), entre juin 2016 et juin 2017, demeure donc partielle.

### Des effets bénéfiques sur le coût du risque

Enfin, l'assouplissement des conditions monétaires, en améliorant les conditions de financement, a contribué à soutenir le redémarrage de la croissance économique dans la zone euro. Bien qu'encore modeste, la croissance y est sans conteste plus élevée aujourd'hui qu'elle ne le serait sans les mesures non conventionnelles de politique monétaire adoptées par la BCE. Aux dires de son président, Mario Draghi, le *quantitative easing* permettrait « d'accroître la croissance de la zone euro de 0,6 % sur la période 2016-2018 et contribué à accroître l'inflation de 0,4 % »<sup>10</sup>. Ces évolutions ont autorisé une baisse du coût du risque, passé, en moyenne pour notre échantillon des quinze premières banques de la zone euro, de 66,3 milliards d'euros entre 2008 et 2013 à 41,9 milliards entre 2014 et le premier semestre 2016 (chiffres annualisés). Cette amélioration générale dissimule toutefois des situations très contrastées entre les pays de la zone euro.

## III. CONCLUSION

L'histoire économique est jalonnée de périodes de taux d'intérêt réels négatifs, ce qui en a grandement facilité l'acceptation conceptuelle. Tel ne fut pas le cas pour les taux nominaux dont la diminution jusqu'à des valeurs négatives se heurtait à l'existence d'une « *zero lower bound* ». De nouvelles réflexions ont suggéré que la limite basse des taux nominaux était légèrement inférieure à zéro, une fois pris en considération les coûts de détention de la monnaie

et/ou le fait que des achats d'actifs par les banques centrales permettaient de la contourner partiellement. La baisse des taux d'intérêt sur une gamme étendue de maturités, consécutive aux politiques monétaires non conventionnelles, l'a définitivement démontré. Au-delà de leurs effets globalement positifs sur les conditions de financement et l'activité économique, les taux nominaux extrêmement bas, voire négatifs, ne sont pas exempts de risque pour la stabilité financière à long terme dès lors qu'ils se prolongent. En particulier, l'apparition de rendements obligataires négatifs crée des distorsions de prix d'actifs et entraîne une allocation inefficace du capital, incite certains investisseurs à acquérir des actifs plus risqués (recherche du rendement par la prime de risque), et les États à différer les mesures d'ajustement budgétaire pourtant nécessaires.

L'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis, le 8 novembre 2016, et sa stratégie annoncée de relance budgétaire ont brutalement réveillé des taux à long terme, non seulement aux États-Unis, mais aussi dans la zone euro. Cette remontée des rendements obligataires doit toutefois être relativisée par l'importance de la baisse qui l'a précédée, de sorte que la faiblesse des taux d'intérêt demeure extrême dans une perspective historique. En outre, si ces évolutions sont de nature à rassurer les économistes les plus orthodoxes, inquiets des effets que pourraient avoir les politiques monétaires non conventionnelles sur la stabilité financière à long terme, elles contrarient l'action de la BCE visant à abaisser les taux des marchés obligataires. D'où son annonce, le 8 décembre dernier, d'une extension du programme d'achat d'actifs jusqu'en décembre 2017, moyennant néanmoins le ralentissement du rythme mensuel des achats 80 à 60 milliards d'euros. ■

8. European Banking Authority, 13 sept. 2016, « Report on the results CRDIV-CRR/ Basel III monitoring exercise as of 31 December 2015 » : <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1360107/CRDIV-CRR+Basel+III+Monitoring+Exercise+Report+-+1309.pdf/fd57198b-6aa6-442e-bfea-eabd7d3e13c1>

9. La BCE ayant annoncé une baisse de ses achats mensuels à 60 milliards d'euros à partir

d'avril 2017 et leur prolongation jusqu'en décembre 2017, lors de la conférence de presse du 8 décembre 2016.

10. Introductory Statement to the Press Conference, Mario Draghi, President of the ECB, Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, 8 sept. 2016 : <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160608.en.html>.