

Encadré 1 :

## TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIF APPLIQUÉ SUR LA FACILITÉ DE DÉPÔT : QUELLES CONSÉQUENCES POUR LES TAUX D'INTÉRÊT BANCAIRES AU LUXEMBOURG ?

Dans le cadre d'un ensemble de mesures de politique monétaire non conventionnelles décidées par le Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (BCE), l'Eurosystème applique depuis juin 2014 un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt. Cet encadré vise à présenter les effets de cette mesure au Luxembourg et notamment sur les taux d'intérêt proposés par les banques aux ménages et aux sociétés non financières (SNF).

### 1. LES RAISONS DE L'APPLICATION D'UN TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIF SUR LA FACILITÉ DE DÉPÔT

Le taux d'intérêt sur la facilité de dépôt est le taux d'intérêt auquel sont rémunérés les dépôts des banques auprès des banques centrales nationales de la zone euro. Ce taux représente un plancher pour le marché interbancaire car aucune banque ne prêtera des fonds au jour le jour à une autre banque à un taux d'intérêt inférieur à celui qui lui est offert par l'Eurosystème.

Le Conseil des gouverneurs a décidé de diminuer le taux d'intérêt sur la facilité de dépôt à -0,10 % le 11 juin 2014, puis à -0,20 % le 10 septembre 2014. Ce taux a été abaissé de nouveau à -0,30 % le 9 décembre 2015. Enfin, ce taux s'établit à -0,40 % depuis le 16 mars 2016. L'instauration d'un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt s'inscrit dans un ensemble de mesures de politique monétaire ayant pour objectif de relever le taux d'inflation à un niveau proche, mais inférieur à 2 % à moyen terme.

Actuellement, plusieurs autres banques centrales pratiquent un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt, à savoir la Banque nationale du Danemark, la Banque de Suède, la Banque nationale suisse, la Banque du Japon et la Banque nationale de Hongrie. En Suisse et au Danemark, l'introduction des taux d'intérêt négatifs avait pour objectif de décourager l'afflux de capitaux et de limiter l'appréciation de leurs monnaies nationales. En Suède, au Japon et en Hongrie, des taux d'intérêt négatifs ont été instaurés dans un contexte de risques pesant sur la stabilité des prix.

PAYS	APPLICATION D'UN TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIF SUR LES DÉPÔTS AUPRÈS DE LA BANQUE CENTRALE	TAUX D'INTÉRÊT SUR CES DÉPÔTS EN MAI 2016
Danemark	entre juillet 2012 et avril 2014 ; depuis septembre 2014	-0,65 %
Suède	entre juillet 2009 et septembre 2010 ; depuis juillet 2014	-1,25 %
Zone euro	depuis juin 2014	-0,40 %
Suisse	depuis décembre 2014	-0,75 %
Japon	depuis janvier 2016	-0,10 %
Hongrie	depuis mars 2016	-0,05 %

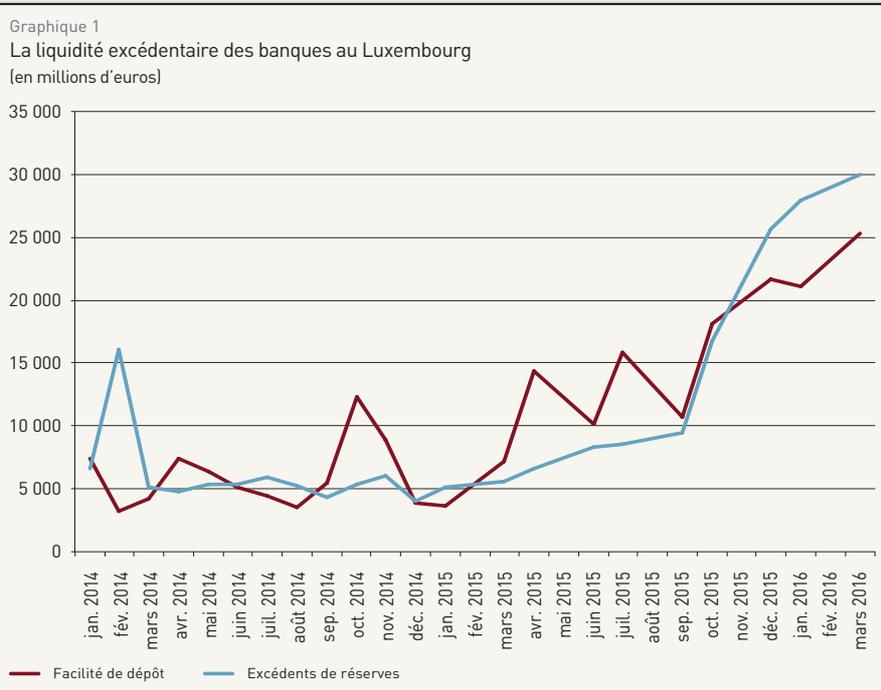
Les taux d'intérêt négatifs se transmettent à l'économie réelle à travers plusieurs canaux. Selon le *canal du taux d'intérêt*, un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt devrait décourager la constitution de l'épargne et favoriser l'endettement à travers une baisse du coût d'emprunt. Une évolution qui devrait accroître la consommation et les dépenses d'investissement, ce qui se traduirait par une augmentation de la production domestique.

En vertu du *canal de recomposition du portefeuille*, un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt entraîne la baisse des taux d'intérêt de marché, ce qui incite les agents en quête d'un meilleur rendement à rechercher des actifs plus risqués, comme les obligations d'entreprises au détriment des actifs peu risqués, tels que les obligations d'État. Cela devrait augmenter les prix et donc diminuer les taux d'intérêt des actifs plus risqués, favorisant la consommation à travers les effets de richesse ainsi que l'investissement des entreprises, *in fine*, accroissant la demande agrégée.

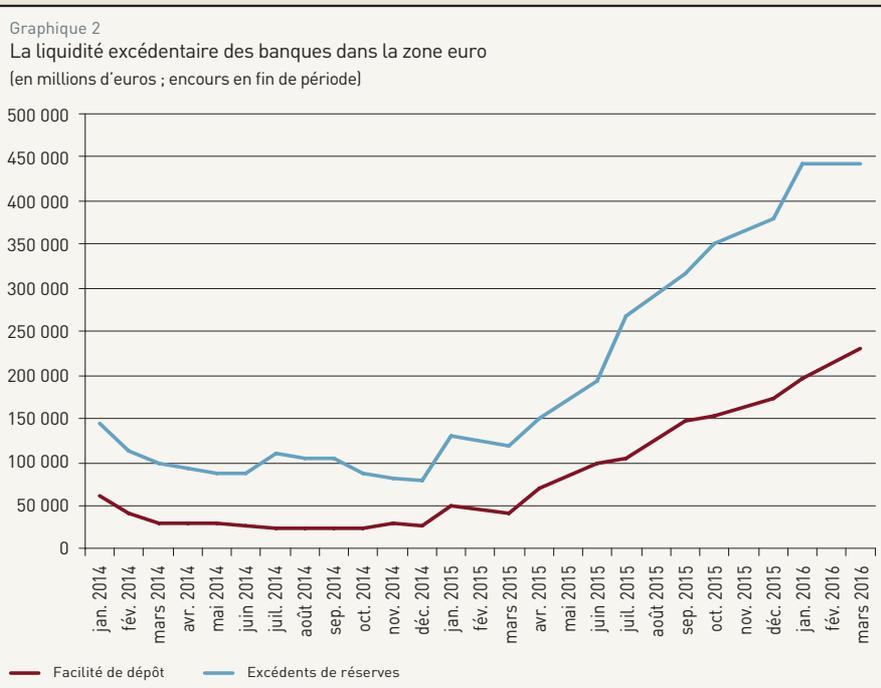
Conformément au *canal du taux de change*, le taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt, en affectant négativement les taux d'intérêt de marché, devrait conduire à de moindres entrées et/ou à des sorties de capitaux suivies d'une dépréciation de la

monnaie nationale. Cet enchaînement a pour effet de rendre plus attractifs les produits exportés et d'enchérir les produits importés, avec un impact positif sur la production domestique et le niveau des prix.

Malgré la descente en territoire négatif du taux d'intérêt sur la facilité de dépôt, les avoirs sur la facilité de dépôt et les réserves excédentaires ont augmenté depuis début 2015. Les réserves excédentaires sont calculées par la soustraction des réserves obligatoires aux avoirs détenus par les banques en compte courant auprès de la banque centrale. La somme des avoirs en compte courant, déduction faite des réserves obligatoires, et des avoirs sur la facilité de dépôt constitue la liquidité excédentaire des banques. Selon les graphiques 1 et 2, l'augmentation de la liquidité excédentaire est observée tant au Luxembourg que dans la zone euro. Elle peut être liée à la mise en place du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème et à la conduite des opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Elle pourrait aussi être motivée par le choix de certaines banques de maintenir des niveaux de liquidité plus élevés auprès de la banque centrale suite à l'introduction du ratio de liquidité à court terme<sup>17</sup>. Cependant, l'accroissement des avoirs des banques auprès de la banque centrale ne signifie pas que l'application d'un taux négatif sur la facilité de dépôt n'a pas eu



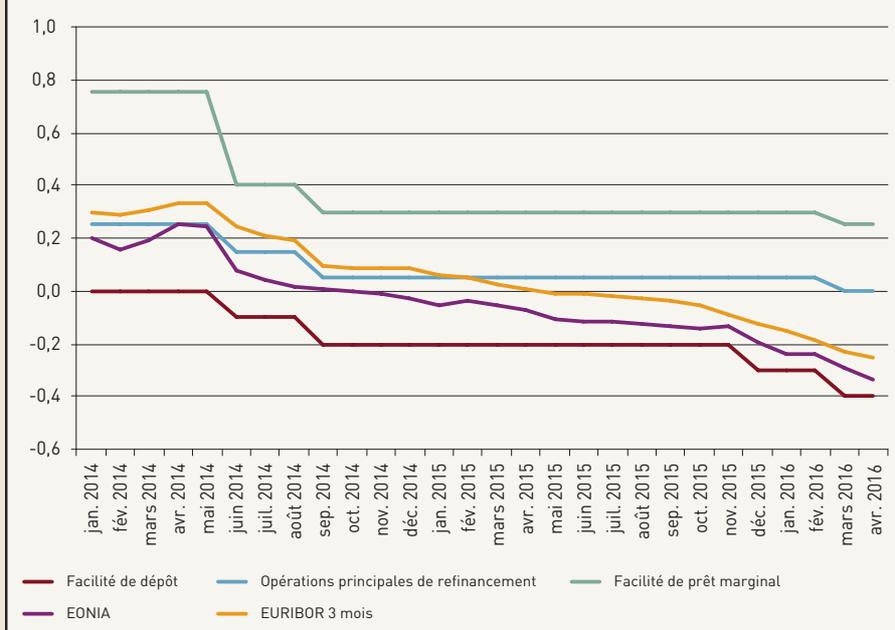
Note : Les données relatives aux excédents de réserves représentent des moyennes sur la période des positions quotidiennes tandis que les avoirs sur la facilité de dépôt sont des encours en fin de période.  
Source : BCL



Source : BCE, Statistical Data Warehouse

17 Le ratio de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio*), introduit en octobre 2015, « impose aux banques de détenir suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour résister à une pénurie de financement de 30 jours, sur la base d'un scénario défini par les responsables prudentiels » (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire : les réformes de Bâle III).

Graphique 3  
Les taux d'intérêt directeurs et les taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone euro  
(en pourcentage)



Source : BCE

l'effet dissuasif escompté. En effet, la liquidité excédentaire des banques en l'absence de cette mesure aurait pu être supérieure à celle observée.

## 2. LES EFFETS SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DÉBITEURS

Les taux d'intérêt fixés par la banque centrale influencent les taux d'intérêt prévalant sur le marché interbancaire, tels que l'EONIA. La décision du Conseil des gouverneurs d'appliquer un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt, puis de le diminuer à trois reprises, accompagnée de mesures visant à maintenir une liquidité excédentaire dans le système bancaire, a entraîné les taux d'intérêt du marché monétaire en territoire négatif (voir graphique 3).

Les changements intervenus sur ces taux sont ensuite transmis par la courbe des taux vers l'ensemble des taux d'intérêt, en particulier les taux d'intérêt de marché de long terme. Ces taux d'intérêt de marché influencent aussi les coûts de refinancement des banques dans le cadre de leur activité d'intermédiation, ce qui affecte à son tour les taux d'intérêt débiteurs pratiqués par les banques. Ainsi, l'effet attendu de l'application d'un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt est une baisse des taux d'intérêt sur les prêts octroyés aux ménages et aux SNF.

### 2.1 Les crédits aux sociétés non financières

Le graphique 4 présente l'évolution des taux d'intérêt variables sur les nouveaux crédits accordés aux SNF de la zone euro par les banques au Luxembourg sur la base des données collectées auprès de 54 établissements de crédit. Selon ce graphique, entre janvier 2014 et mars 2016, les taux d'intérêt variables (ou dont la durée de fixation initiale est inférieure ou égale à un an) ont baissé tant sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros (de 32 points de base) que sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros (de 69 points de base).

Dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les réponses des banques au Luxembourg<sup>18</sup> indiquent que le taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt n'a que peu contribué à baisser les taux d'intérêt sur les crédits aux SNF entre octobre 2015 et mars 2016. Cependant, la période couverte par la question est limitée et ne permet pas de tirer de conclusions sur l'efficacité de cette mesure depuis sa mise en œuvre. D'autres facteurs, tels que le programme d'achats d'actifs, peuvent être également à l'origine de la baisse des taux d'intérêt reflétée dans le graphique 4.

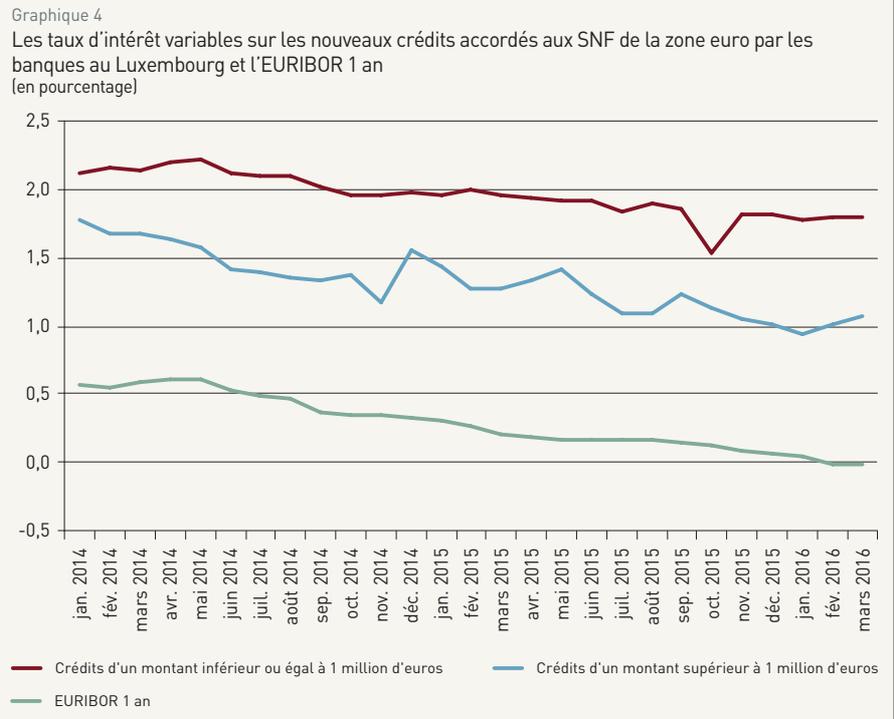
18 Au Luxembourg, sept banques participent à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. L'édition d'avril 2016 de cette enquête introduit une question ad hoc sur l'impact du taux négatif de la facilité de dépôt.

Le graphique 4 se réfère aux taux d'intérêt appliqués sur les flux de nouveaux crédits ; or ce flux ne représente qu'un volume limité par rapport au stock de crédits existants. Le taux synthétique représentant les taux d'intérêt appliqués par les banques au Luxembourg sur les encours de crédits aux SNF a ainsi diminué de 71 points de base depuis janvier 2014 pour s'établir à 1,64 % en mars 2016.

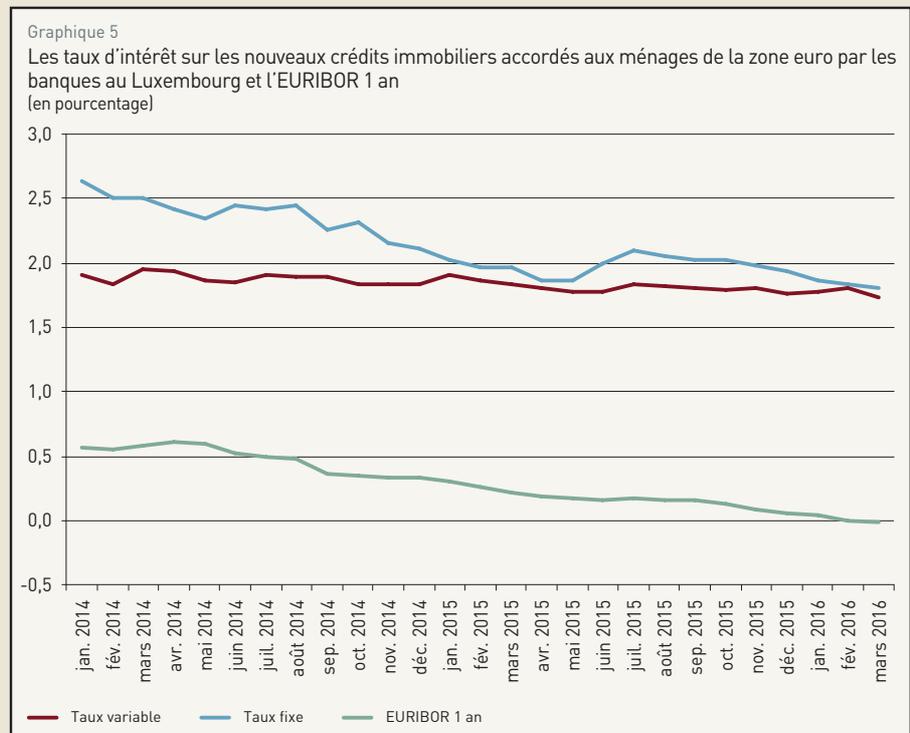
## 2.2 Les crédits à l'habitat accordés aux ménages

Le graphique 5 présente l'évolution des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits immobiliers accordés aux ménages au Luxembourg entre janvier 2014 et mars 2016. Les taux d'intérêt fixes ont davantage baissé que les taux d'intérêt variables (ou dont la durée de fixation initiale est inférieure ou égale à 1 an). En effet, les taux d'intérêt fixes ont diminué de 84 points de base tandis que les taux d'intérêt variables ont décré de 18 points de base sur cette période.

Dans le cadre de l'enquête au Luxembourg sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont déclaré que l'application d'un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt n'a globalement pas eu d'incidence sur les taux d'intérêt des crédits à l'habitat entre octobre 2015 et mars 2016. En comparaison, pour la zone euro dans son ensemble, les banques ont mentionné que cette mesure a contribué à la baisse des taux d'intérêt sur les crédits aux ménages et aux SNF.



Source : BCL



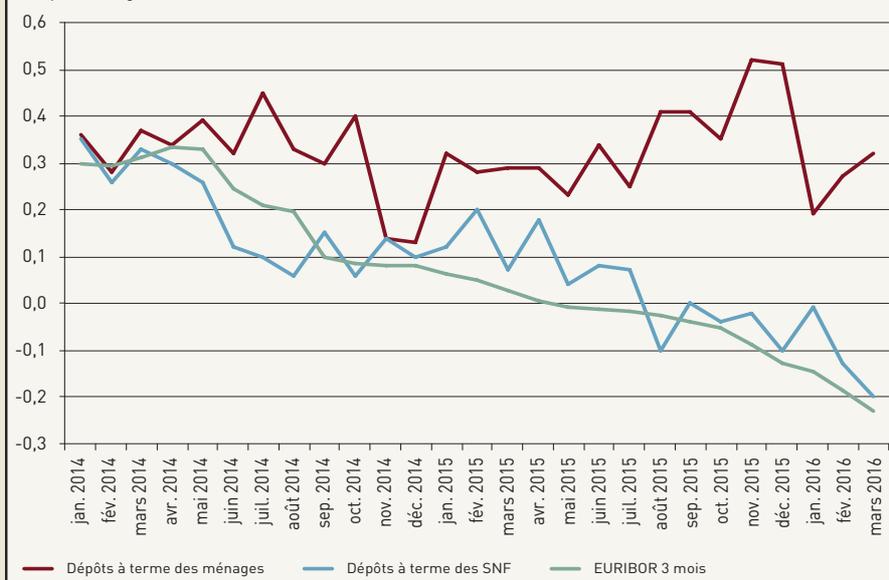
Source : BCL

Graphique 6  
Les taux d'intérêt sur les nouveaux dépôts à terme des SNF (échéance initiale inférieure ou égale à un an) dans des pays de la zone euro (en pourcentage)



Source : BCE, Statistical Data Warehouse

Graphique 7  
Les taux d'intérêt sur les nouveaux dépôts à terme appliqués par les banques au Luxembourg et l'EURIBOR 3 mois (en pourcentage)



Source : BCL

Toutefois, il convient de nouveau de noter que la période à laquelle fait référence le questionnaire n'est pas suffisante pour évaluer l'efficacité de cette mesure depuis sa mise en œuvre.

Concernant les encours des crédits immobiliers avec une échéance initiale supérieure à 5 ans (segment le plus important en volume<sup>19</sup>), le taux d'intérêt moyen pondéré appliqué à l'encours des crédits a baissé de 16 points de base depuis janvier 2014 pour s'établir à 2,02 % en mars 2016.

L'enquête au Luxembourg sur la distribution du crédit bancaire informe également de l'incidence des taux négatifs de la facilité de dépôt sur le volume des crédits. Cette incidence aurait été positive sur le volume des crédits à l'habitat accordés aux ménages et, dans une moindre mesure, sur le volume des prêts offerts aux entreprises entre octobre 2015 et mars 2016. Dans la zone euro, les banques ont indiqué un effet positif sur le volume de prêts accordés aux ménages, mais pas d'effet sur le volume de crédits octroyés aux entreprises au cours des six derniers mois.

### 3. LES EFFETS SUR LES TAUX D'INTÉRÊT CRÉDITEURS

Le taux d'intérêt négatif appliqué à la facilité de dépôt se répercute a priori aussi sur les taux d'intérêt créditeurs pratiqués par les banques. C'est le cas en Allemagne, aux Pays-Bas

19 Voir le tableau 11.7 disponible à l'adresse suivante : [http://wcmprd.office.bcl.lu/fr/statistiques/series\\_statistiques\\_luxembourg/11\\_etablissements\\_credit/index.html](http://wcmprd.office.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/11_etablissements_credit/index.html).

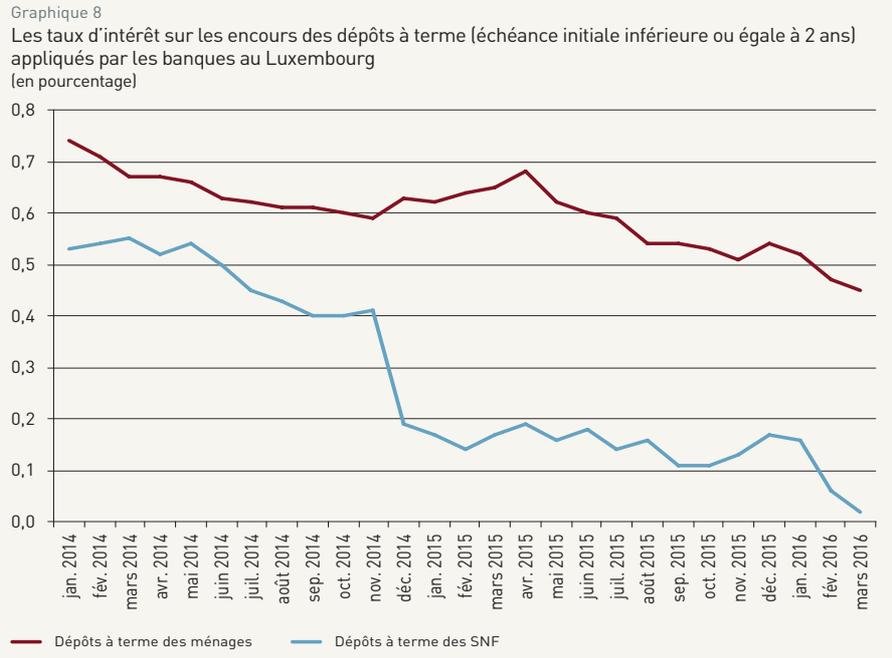
et au Luxembourg, où des taux d'intérêt négatifs sur les nouveaux dépôts à terme des SNF avec une échéance initiale inférieure ou égale à un an ont été constatés (voir graphique 6).

Plusieurs raisons peuvent expliquer la pratique des taux d'intérêt négatifs uniquement sur les dépôts à terme des SNF. Premièrement, les SNF étant aussi confrontées à des taux négatifs sur le marché monétaire, elles n'ont guère d'incitation à substituer les dépôts bancaires par des placements sur le marché monétaire. Deuxièmement, les SNF sont moins enclines à convertir les dépôts bancaires en espèces en raison des coûts de stockage et de transport y relatifs ainsi que des difficultés associées aux gros paiements en espèces à travers le monde.

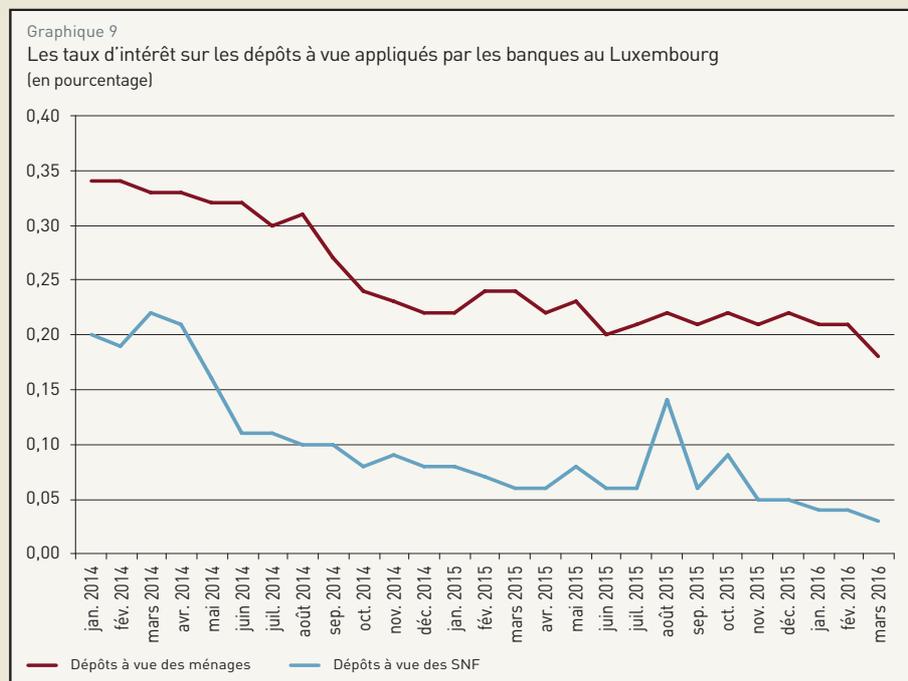
### 3.1 Les dépôts à terme

Au Luxembourg, le taux d'intérêt agrégé des nouveaux dépôts à terme des SNF avec une échéance initiale inférieure ou égale à un an évolue en territoire négatif depuis août 2015. Ce taux a diminué de 55 points de base par rapport à janvier 2014 et s'établit à -0,2 % en mars 2016. Il représente la moyenne pondérée des taux rapportés par 54 établissements de crédit au Luxembourg, ce qui ne signifie donc pas qu'un taux d'intérêt négatif est offert sur tout nouveau dépôt à terme aux SNF au Luxembourg.

Quant aux nouveaux dépôts à terme des ménages et des institutions sans but lucratif au service des ménages, le taux d'intérêt agrégé a connu d'importantes variations, dont les raisons ont déjà été commentées auparavant. Il a déçu de 4 points de base entre janvier 2014 et mars 2016 (voir graphique 7).



Source : BCL



Source : BCL

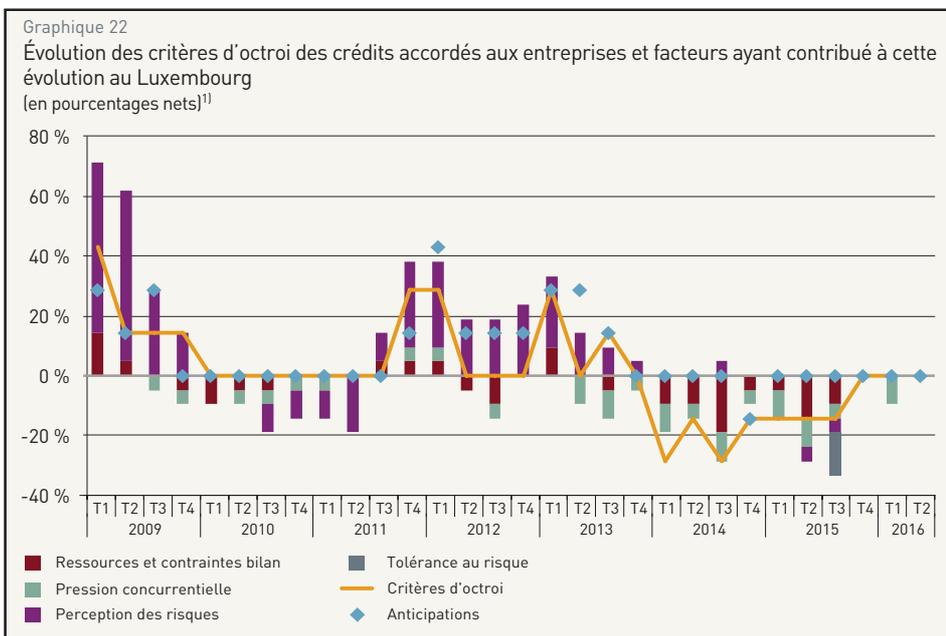
Concernant les encours des dépôts à terme, le graphique 8 montre que l'écart entre le taux d'intérêt<sup>20</sup> appliqué aux ménages et celui aux SNF s'est creusé de 22 points de base entre janvier 2014 et mars 2016. Pour les ménages, la baisse a été de 29 points de base tandis que pour les SNF, elle a été de 51 points de base.

### 3.2 Les dépôts à vue

Les encours de dépôts à vue des SNF au Luxembourg ont vu leur taux d'intérêt agrégé diminuer de 17 points de base par rapport à janvier 2014 pour se fixer à 0,03 % en mars 2016. Pour les ménages, le taux d'intérêt sur leurs dépôts à vue a baissé de 16 points de base pour se fixer à 0,18 % en fin de période (voir graphique 9).

En conclusion, l'application d'un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt a entraîné les taux d'intérêt de marché en territoire négatif, dans un contexte de mesures visant à maintenir une liquidité excédentaire dans le système bancaire notamment par la réalisation des opérations principales de refinancement par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe et à service total des soumissions, par l'octroi de prêts à long terme aux banques et des programmes d'achats d'actifs. La baisse des taux d'intérêt de marché a été suivie par la diminution des taux d'intérêt tant débiteurs que crédateurs appliqués aux ménages et aux SNF. La pratique de taux d'intérêt créditeurs négatifs est cependant limitée aux nouveaux dépôts à terme des SNF.

20 Il s'agit du taux d'intérêt moyen pondéré qui se définit comme étant la somme des taux contractuels annualisés multipliés par les encours correspondants et divisée par le montant total des encours.



<sup>1)</sup> Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque peu assouplis » et « sensiblement assouplis ». Quant aux facteurs affectant les critères d'octroi, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à un durcissement et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à un assouplissement.

Note : « Coût des ressources et contraintes d'équilibre du bilan » est la moyenne non pondérée des éléments « Coûts liés au montant des fonds propres », « Capacité d'accès aux financements de marché » et « Position de liquidité ». « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques », « Concurrence d'institutions non bancaires » et « Concurrence des financements de marché ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Situation et perspectives spécifiques du secteur ou des entreprises » et « Risques relatifs aux garanties requises ».

Source : BCL

### L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter, d'une part, des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques et, d'autre part, des informations sur les conditions de l'offre et de la demande de crédit<sup>21</sup>. Lors de l'édition d'avril 2016, 141 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont sept au Luxembourg.

21 Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls\\_questionnaire\\_201504.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201504.pdf)