

On a vu précédemment que la banque centrale, en tant que monopole d'émission de la monnaie banque centrale, permet aux banques de second rang de se refinancer et de fournir à ses clients les billets dont ils ont besoin. Elle permet donc aux banques de faire face aux fuites hors de leur circuit bancaire. Sans ces fuites, le pouvoir de création monétaire des banques serait illimité. La concurrence interbancaire rend indispensable l'usage de cette monnaie de rang supérieur, la monnaie banque centrale ou monnaie centrale qui permet de régler les dettes entre les banques, dettes inhérentes au fait que chaque banque de second rang (ou banque commerciale) émet une monnaie qui lui est propre. Le rôle joué par la monnaie centrale est donc essentiel : la quantité de cette monnaie supérieure disponible et le taux d'intérêt auquel il est possible de l'emprunter sur le marché interbancaire ou auprès de la banque centrale est donc un facteur au travers duquel il est possible pour la banque centrale de contrôler et de réguler la quantité de monnaie en circulation dans l'économie pour financer l'économie. Voyons comment.

Chaque jour, les banques de second rang sont créditrices ou débitrices sur le compte en monnaie centrale qu'elles détiennent à la banque centrale. Les banques créditrices vont offrir cette monnaie centrale sur le marché interbancaire tandis que les banques débitrices vont la demander. Par confrontation des offres et des demandes de monnaie centrale va s'établir un taux d'intérêt, le taux d'intérêt du marché interbancaire, appelé aussi taux de l'argent au jour le jour car il s'agit pour les banques d'échanger cette monnaie centrale pour des durées très courtes. Pour la zone euro, ce taux est appelé EONIA pour *Euro Over Night Index Average*.

Il ressort de cela qu'une banque a tout intérêt à étendre son circuit bancaire et à avoir la part de marché la plus grande possible : Plus une banque de second rang a une part de marché élevée, plus les fuites hors de son circuit bancaire se réduisent et les paiements en direction de sa clientèle en provenance de clients des autres banques de second rang s'accroissent. Cette banque peut donc récupérer de la monnaie centrale gratuitement de la part des banques concurrentes quand ces dernières se refinancent et valoriser ses excédents en monnaie centrale.

Comment la banque centrale peut-elle agir dans ce cadre ? En tant que monopole d'émission de la monnaie centrale, elle-même constituée de la monnaie fiduciaire (billets) et de la monnaie scripturale interbancaire, elle dispose, d'une certaine manière, du même statut qu'un monopole bancaire : La monnaie créée par cette banque a un statut de « liquidité ultime », ce qui revient à dire qu'elle ne subit aucune fuite hors de son circuit bancaire. De ce fait, son pouvoir de création monétaire est potentiellement illimité. Elle ne peut donc être une simple entreprise privée ayant pour seul objectif de maximiser son profit, ce qui conduirait inmanquablement à une création monétaire excessive ayant de fortes chances de générer de l'inflation. Son statut doit donc être différent des banques de second rang. C'est la raison pour laquelle elle doit remplir une « fonction politique » c'est-à-dire une mission d'intérêt général. Les objectifs des banques centrales sont généralement d'assurer la confiance des agents économiques dans la monnaie et de réguler les fluctuations économiques (favoriser les phases d'expansion économique et limiter les effets des récessions), ce qui prend la forme de mandats comme la stabilité des prix pour la BCE ou encore le plein-emploi et la limitation de l'inflation pour la *Federal Reserve*. Maintenir la valeur de la monnaie est donc essentiel dans ce cadre.

Pour remplir son mandat, donc atteindre les objectifs politiques qui lui ont été assignés, il faut d'abord cerner les mécanismes par lesquels les décisions monétaires prises se transmettent à l'économie, c'est-à-dire ce que l'on appelle les canaux de transmission de la politique monétaire. Le canal du crédit bancaire souligne qu'en augmentant (ou en diminuant) la quantité de monnaie centrale en circulation, la banque centrale facilite (ou rend plus difficile) le refinancement des banques de second rang. Plus le refinancement est facile, plus les banques de second rang sont incitées à octroyer des crédits à leurs clients ANF. Le canal du taux d'intérêt, quant à lui, met en évidence que la baisse du taux d'intérêt du marché interbancaire rend moins coûteux le refinancement des banques de second rang, ce qui les incite également à octroyer plus de crédits à leurs clients ANF. Les mécanismes inverses fonctionnent également. Un refinancement plus difficile ou plus coûteux est dissuasif pour les banques de second rang.

L'action des banques centrales avant la crise de 2008 se caractérisait par la priorité donnée au canal du crédit : les banques centrales cherchaient à agir sur le taux d'intérêt du marché interbancaire. C'est le principal levier par lequel elle cherchait à limiter le pouvoir de création monétaire des banques commerciales sans exclure pour autant les actions sur la quantité de liquidité en monnaie banque centrale. Plus précisément, les trois principaux instruments d'action des banques centrales avant la crise de 2008 étaient (1) les opérations d'*open market*, (2) les facilités permanentes et (3) les réserves obligatoires.

Dans le cadre des opérations d'*open market*, la banque centrale achète ou vend (selon qu'elle souhaite respectivement réduire ou augmenter la liquidité centrale), à titre définitif ou temporaire, des titres de créances détenus ou acquis par les banques de second rang quand celles-ci souhaitent se procurer de la monnaie centrale. Ces titres servent de garanties au prêt d'argent qui peut aller de 24 heures à quelques jours ou quelques mois. Ces achats ou ventes définitifs ou temporaires (on parle alors de « mise » ou de « prise en pension ») se font au **taux d'intérêt directeur principal de la banque centrale, dit taux « refi » ou taux de refinancement – taux des opérations principales de refinancement** – dont le niveau est décidé par la banque centrale.

La banque centrale fixe également deux autres taux directeurs : le taux du prêt marginal et le taux des dépôts. Ces taux directeurs s'inscrivent dans le cadre de l'action sur les facilités permanentes. Le taux de la facilité de prêt marginal est le taux auquel les banques de second rang sont assurées de pouvoir emprunter de la monnaie centrale à la banque centrale. De ce fait, ce taux d'intérêt directeur est considéré comme le taux plafond car aucune banque de second rang n'est prête à payer plus cher de la liquidité centrale que ce taux d'intérêt-là. Le taux de la facilité de dépôt, quant à lui, est le taux plancher : il concerne les banques qui disposent d'excédents de monnaie centrale et qui souhaitent les placer à très court terme. Ce taux directeur constitue un plancher dans la mesure où aucune de ces banques créditrices n'acceptera une rémunération inférieure à celle proposée sans condition par la banque centrale. C'est entre ces deux taux que doit s'établir le taux du marché interbancaire résultant de la confrontation des offres et des demandes de monnaie banque centrale : ceux-ci forment un corridor au sein duquel fluctue ce taux de marché. Le taux « refi » se situe également dans ce corridor.

Il est intéressant d'observer que toutes les banques centrales dans les économies mondialisées ont mis en œuvre des politiques de baisse radicale des taux directeurs juste après la crise des *subprimes*. L'allure des courbes du taux « refi » est différente en revanche dans les années qui suivent. En Europe, les taux directeurs s'effondrent au point de rendre le taux plancher négatif : Le taux de facilité de dépôt permet aux banques de second rang d'être rémunérées pour conserver une partie de leurs avoirs en monnaie banque centrale sur leur compte à la banque centrale. En rendant ce taux négatif – ce qui signifie qu'il est coûteux donc dissuasif pour les banques de second rang de conserver cette monnaie sur leur compte – la banque centrale cherche à inciter les banques commerciales à octroyer plus de crédits aux ANF pour favoriser l'activité économique.

Un dernier outil est utilisé par la banque centrale pour réguler la création monétaire : il s'agit du taux de réserves obligatoires : la BCE impose à chaque banque de second rang de la zone euro de conserver sur son compte à la banque centrale une somme en monnaie centrale proportionnelle aux crédits qu'elle a accordés à ses clients ANF. N'étant pas en mesure de créer la monnaie centrale, cette obligation de la banque centrale est coûteuse pour la banque de second rang. Donc plus le taux de réserves obligatoires est élevé, plus la création monétaire est freinée puisque les banques de second rang doivent se procurer plus de monnaie centrale quand ce taux s'élève. En revanche, le fait que le taux de réserves obligatoires ait été abaissé de 2% à 1% en 2012 est une mesure favorable à la création monétaire et donc à l'activité économique.

Au total, on voit que la banque centrale dispose de trois outils pour contrôler la création de monnaie scripturale des banques de second rang : les opérations d'*open market*, les facilités permanentes et les réserves obligatoires. Ces éléments constituent les principaux instruments de la politique monétaire conventionnelle. Cependant, compte tenu du caractère systémique de la crise des *subprimes* de 2008, ont dû être mis en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles.

A écouter pour aller plus loin :

Les taux d'intérêt bas sont-ils une menace pour l'économie ?

07/06/2019

<https://www.franceculture.fr/emissions/entendez-vous-leco/taux-dinteret-bas-une-bonne-nouvelle-pour-la-croissance-et-les-menages>

Présentation : Avec des taux d'intérêt des crédits immobiliers à 1,29%, emprunter pour acheter un bien n'a jamais été aussi peu cher. Les ménages, mais aussi les entreprises et les Etats profitent de cette baisse. Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils aussi bas et cela va-t-il durer ? Quels sont les risques ?

Alors que les taux d'intérêt des crédits immobiliers ont atteint un niveau historiquement bas, à 1,29% en moyenne, la Banque centrale européenne a annoncé hier qu'elle ne relèverait pas ses taux directeurs avant le milieu de l'année 2020. Une décision liée aux incertitudes qui continuent à peser sur l'économie de la zone euro. La BCE espère ainsi soutenir la croissance en favorisant les ménages et les entreprises et cela malgré les risques d'une telle politique pour les banques européennes.

Alors, la faiblesse des taux d'intérêt est-elle vraiment une bonne nouvelle pour l'économie européenne ? Quel a été l'impact de la politique monétaire menée par la BCE ? Et faut-il s'inquiéter de l'envol de la dette publique et privée, stimulée par ces taux d'intérêt historiquement bas ? Voilà les questions qui vont nous occuper aujourd'hui.

On peut être très inquiet de ces taux bas et de quelques comportements délétères que cela peut créer. Notamment des entreprises qui peuvent se perdre en dettes ou des ménages qui peuvent s'y perdre également. (Ludovic Subran) La mission de la BCE c'est de faire une politique contracyclique, c'est à dire de soutenir l'activité économique. Aujourd'hui les taux d'intérêt sont très bas donc on ne peut pas aller plus loin dans la baisse des taux, on a besoin d'autres instruments." (Natacha Valla)

Invités : Xavier Ragot : président de l'OFCE (Observatoire Français des Conjonctures Economiques), directeur de recherches au CNRS, professeur à Sciences-Po, auteur de « Civiliser le capitalisme », ed. Fayard ; Natacha Valla : directrice générale adjointe chargée de la politique monétaire à la Banque centrale européenne et Ludovic Subran : chef économiste à Allianz et à Euler Hermès