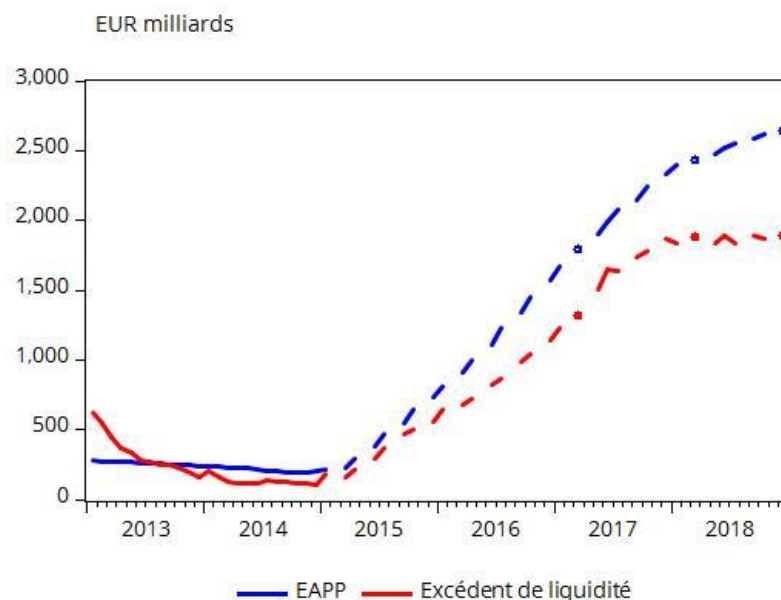


# Quel impact de la demande autonome de liquidité sur la normalisation de la politique monétaire ?

Par Pierre Guerin, [Adrian Penalver](#) et Pierre-François Weber

*L'excédent de liquidité dans la zone euro a augmenté moins vite que les injections liées à la politique monétaire non conventionnelle. Une partie de la liquidité a été absorbée par les dépôts non monétaires ouverts dans les banques centrales nationales. Le rythme avec lequel la liquidité se raréfiera à mesure de la normalisation monétaire – entraînant à terme une dérive des taux interbancaires au-dessus du taux de la facilité de dépôt – dépendra aussi de l'évolution et du niveau de la demande autonome de liquidité.*

**Graphique 1 : Excédent de liquidité exceptionnellement élevé en raison de la politique monétaire non conventionnelle**



*Source : Entrepôt de données statistiques de la BCE. Les ruptures de lignes correspondent à la période pendant laquelle l'Eurosystème est passé de 12 à 8 périodes de maintenance par an.*

*EAPP : Programme élargi d'achat d'actifs.*

En pratique, la politique monétaire consiste à gérer la quantité et le prix des liquidités que les banques échangent entre elles. Pour cela, la banque centrale inonde ou rationne les liquidités disponibles en gérant son propre bilan. Pourtant, certaines parties de son bilan - les facteurs dits autonomes comme, notamment, les billets, les dépôts des administrations publiques, les avoirs extérieurs nets ou les dépôts non monétaires - ne sont pas entièrement sous son contrôle. Ces facteurs autonomes devront être surveillés pour garantir une sortie en douceur de la politique monétaire non conventionnelle et éviter la volatilité des taux d'intérêt à court terme.

### **Les engagements de l'Eurosystème ont triplé depuis 2007...**

En janvier 2007, les engagements consolidés de l'Eurosystème avoisinaient 1200 milliards d'euros, dont un peu plus de la moitié étaient des billets de banque. Les facteurs autonomes, tels les comptes détenus par les administrations publiques (45 milliards) et les engagements en euros envers les non-résidents (17 milliards), étaient faibles. Les banques déposaient 175 milliards d'euros en comptes courants en banque centrale pour couvrir leurs réserves obligatoires de 174 milliards, de sorte que les réserves excédentaires étaient très faibles.

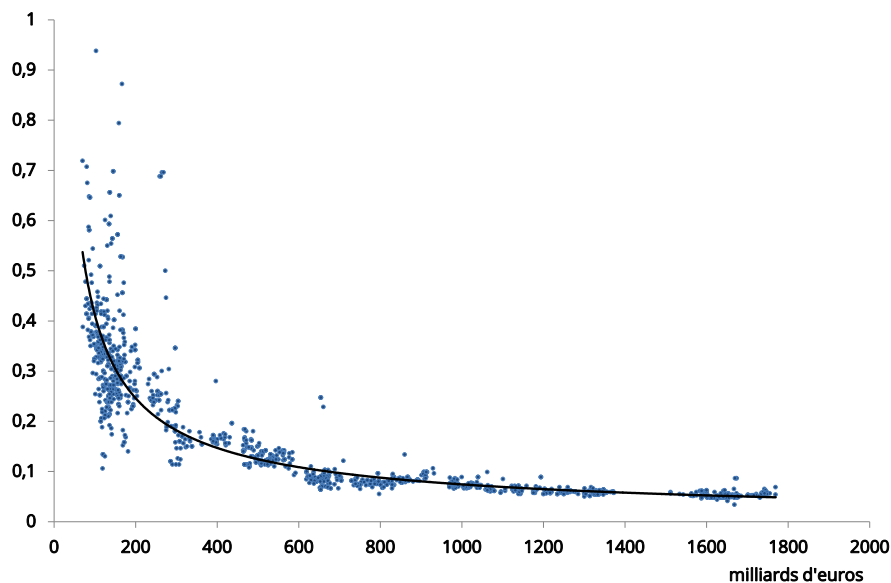
En clair, les banques disposaient de liquidités tout juste suffisantes pour leur besoins et prêtaient ou empruntaient leurs excédents ou déficits de trésorerie quotidiens sur un marché interbancaire actif. Le recours aux facilités de dépôt et de prêt marginal de la banque centrale était négligeable. Le taux d'intérêt interbancaire au jour le jour (Eonia) oscillait entre ces deux taux et coïncidait généralement avec le taux de l'opération principale de refinancement. Les banques centrales prévoyaient la demande de liquidité « autonome », afin de la satisfaire par des opérations de refinancement. Au total, les conditions de liquidité bancaire étaient « équilibrées » et les taux interbancaires à court terme proches du niveau ciblé par le Conseil des gouverneurs.

Avance rapide jusqu'en décembre 2018 : le passif de l'Eurosystème a triplé, à 4 700 milliards d'euros, résultat de la politique monétaire non conventionnelle, notamment le programme élargi d'achat d'actifs (EAPP) (environ 2 600 milliards) et les opérations ciblées de refinancement à long terme (environ 730 milliards).

En conséquence, l'excédent de liquidité est passé d'un peu plus d'un milliard d'euros en janvier 2007 à environ 1900 milliards en décembre 2018 (voir graphique 1).

### **...afin de maintenir les taux interbancaires proches du taux de la facilité de dépôt**

Cet excédent de liquidité est plus que suffisant pour maintenir les taux interbancaires très proches du taux de la facilité de dépôt. De mi-2015 à décembre 2018, l'écart entre l'Eonia et ce taux de dépôt était d'environ 10 points de base - voir aussi graphique 2.

**Graphique 2 : Un excès de liquidité très important pousse l'Eonia vers le DFR**

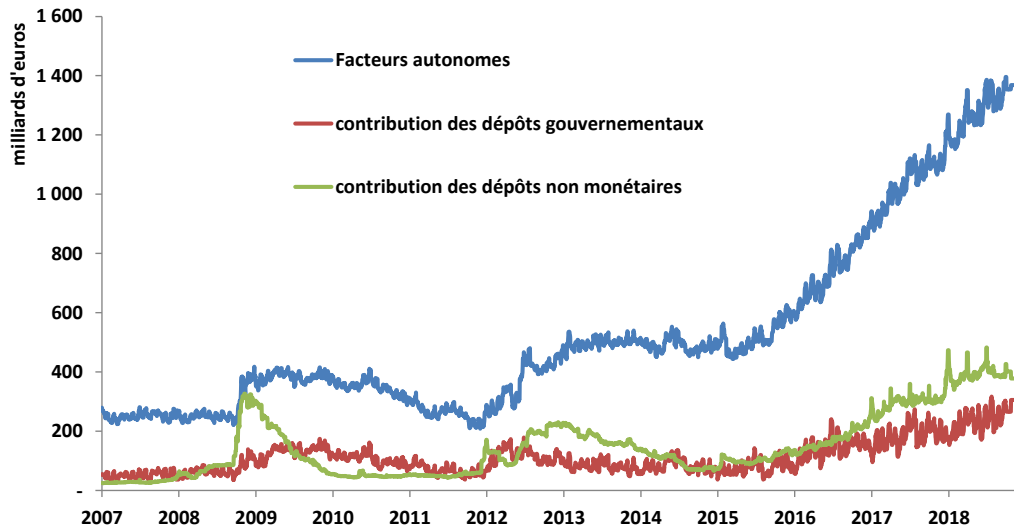
*Source : Banque de France. Écart normalisé entre les taux de l'Eonia et de la facilité de dépôt (axe des ordonnées), niveau de liquidité excédentaire (axe des abscisses). Point final : Nov 2013 - Sept 2017 ; données hebdomadaires.*

## Quand les taux interbancaires peuvent-ils s'écarter du taux de la facilité de dépôt ?

Une étude récente [du FMI](#) estime que l'Eonia s'ancre à 10 points de base au-dessus du taux de la facilité de dépôt quand l'excédent de liquidité dépasse 400 milliards. Compte tenu de ce constat et du fait que l'excédent de liquidité dépassera encore largement ce seuil une fois les opérations de long terme ciblées (TLTRO) remboursées entre 2020 et 2021, il devrait y avoir peu de pression pour que les taux interbancaires s'éloignent du taux de la facilité de dépôt.

Après la fin des TLTRO, à quel moment de la normalisation du bilan (lorsque [le Conseil des gouverneurs décidera d'arrêter le réinvestissement intégral](#) des actifs acquis au titre de l'EAPP) l'excédent de liquidité descendra-t-il sous le seuil de 400 milliards et les taux interbancaires commenceront-ils à s'écarter du taux de la facilité de dépôt ? [Peter Praet](#) a évoqué récemment divers scénarios.

Cela dépendra notamment du comportement des facteurs autonomes, lesquels ont connu une croissance rapide (en termes nets), passant de 277 à 1 519 milliards d'euros entre 2007 et décembre 2018 (voir graphique 3). Les dépôts de l'administration centrale sont passés à 216 milliards et les engagements en euro envers les non-résidents de la zone euro (autres banques centrales et des institutions financières internationales pour l'essentiel) à 459 milliards. Ces deux facteurs autonomes ont donc ainsi représenté environ 10 mois de liquidités injectées par l'EAPP, soit 60 milliards par mois.

*Graphique 3 : Les facteurs autonomes ont quintuplé entre 2007 et 2018*

Source : Banque de France.

### **Cela dépend aussi de l'autonomie réelle des facteurs autonomes.**

La croissance de ces deux facteurs autonomes se ralentira-t-elle avec la normalisation de la politique monétaire ou bien la vigueur de la demande autonome de liquidités est-elle désormais permanente ? Ces facteurs autonomes sont-ils encore réellement autonomes ou réagiront-ils également aux taux d'intérêt ?

Il n'y a pas de réponse claire. Simplement, leur augmentation rapide, à partir du début de 2015, suggère qu'une partie de la liquidité injectée par l'EAPP est revenue aux bilans des banques centrales sous forme de dépôts non monétaires, alors que l'Eurosysteme rémunère ces dépôts à des taux non compétitifs. Il semble que les contreparties non monétaires aient un avantage à placer leurs réserves les plus liquides sous forme de dépôts de banque centrale plutôt qu'auprès des banques commerciales ou en titres souverains.

Lorsque les taux interbancaires commenceront à dépasser le taux de la facilité de dépôt, ces facteurs autonomes diminueront probablement à mesure que les taux de marché redeviendront plus attractifs par rapport aux taux des dépôts non monétaires de l'Eurosysteme. Ce retour de la liquidité sur le marché pourrait même se produire plus tôt, car les principales alternatives pour les contreparties non monétaires peu enclines à prendre des risques sont les bons du Trésor à court terme et les prises en pension contre des titres souverains sûrs. Or, les taux des prises en pension pourraient commencer à augmenter dès que la décrue de l'EAPP réduira la rareté des obligations souveraines sûres libellées en euros. Dans ces conditions, une partie de la liquidité absorbée par les facteurs autonomes devrait recirculer entre banques, atténuant ainsi la hausse des taux d'intérêt de court terme.

En tout état de cause, l'Eurosystème dispose d'instruments adaptés pour gérer la liquidité bancaire et, partant, piloter le niveau des taux d'intérêt de court terme. Ces instruments garantissent que les conditions monétaires dans la zone euro sont compatibles avec l'orientation de la politique monétaire définie par le Conseil des gouverneurs.