

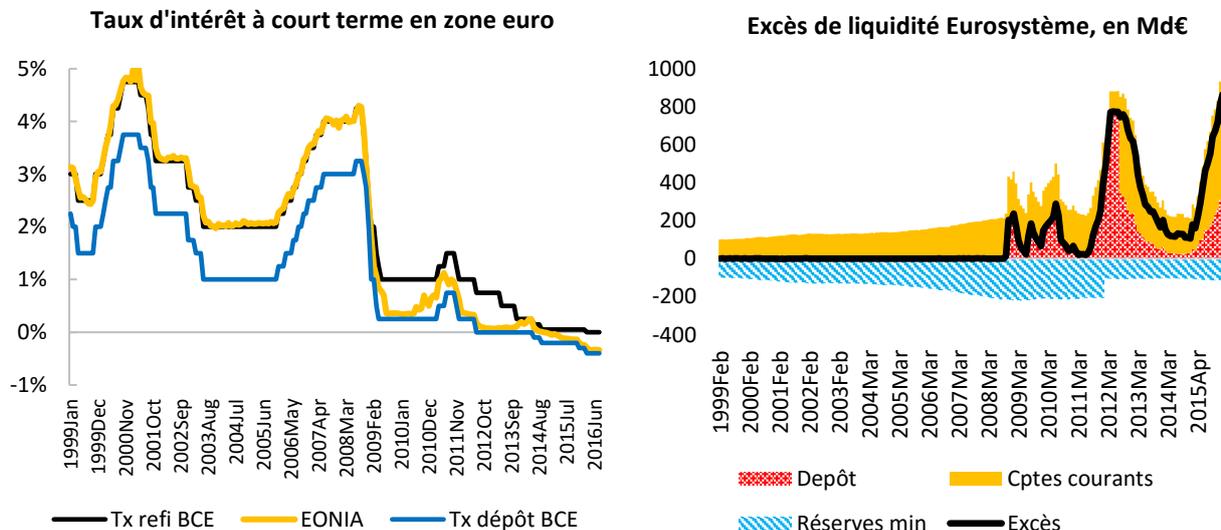
Taux négatifs : la nouvelle norme ?

Jeudi 8 septembre 2016

Dans un contexte de généralisation des taux négatifs, le présent flash fait le point sur cette question en revenant sur la chronologie des événements et en abordant certains aspects opérationnels.

1. Taux à court terme en zone euro : récit d'un glissement en territoire négatif

En zone euro, le taux d'intérêt à court terme est mesuré par l'**EONIA** (« Euro Overnight Index Average »), moyenne pondérée des opérations de prêt en blanc (i.e. sans remise de garanties) au jour le jour entre banques commerciales. En théorie, l'EONIA se situe à l'intérieur d'un « **corridor** » formé par les trois taux de référence de la BCE : le **taux de refinancement** (« directeur », borne centrale), le **taux de facilité de prêt** (borne supérieure) et le **taux de facilité de dépôt** (borne inférieure). En pratique, il s'est inscrit dans le sillage du taux directeur entre la création de la monnaie unique et la veille de la Grande récession. Toutefois, à partir de 2009, les deux taux ont suivi des évolutions divergentes, l'EONIA passant en dessous du taux de refinancement et se rapprochant de plus en plus du taux de facilité de dépôt. Pour Drumetz, Pfister et Sahuc¹, ce **glissement** s'explique par le **changement de procédure d'allocation de la liquidité** par la banque centrale : en octobre 2008, la BCE est en effet passée d'une procédure dite d'adjudication à taux variable (**allocation « par l'offre »**) à une procédure d'opérations à taux fixe où l'ensemble des soumissions est servi (« *fixed rate tender with full allotment* », **allocation « par la demande »**). L'accès illimité à la liquidité de la banque centrale, sous réserve de « collatéraux »² adéquats, a ainsi conduit le système bancaire à détenir un **excédent de liquidité**. Dans ce contexte, le taux de refinancement serait devenu un taux « plafond », le **taux de dépôt** devenant, *de facto*, le **taux directeur** de la BCE. Or le taux de dépôt est négatif depuis juin 2014, ce qui a entraîné l'EONIA dans son sillage à partir d'octobre 2014.



Source : calculs Afep à partir de BCE.

2. Les taux négatifs en pratique : des premiers résultats et des interrogations

Si elle a agi la première, la BCE n'a pas été la seule à porter l'un de ses taux de référence en territoire négatif : ainsi, la **Banque nationale du Danemark** (septembre 2014), la **Banque Nationale Suisse** (décembre 2014), la **Riksbank** suédoise (février 2015) et la **Banque du Japon** (janvier 2016) se sont chacune engagées dans cette voie, avec cependant des nuances en termes **d'instruments utilisés** et **d'objectifs poursuivis** (ancrage des anticipations d'inflation, lutte contre une appréciation excessive de la devise locale). Dans un article récent³, la Banque des règlements internationaux (BRI) indique que la mise en œuvre de cette politique s'est très largement faite à cadre institutionnel constant. En termes de

¹ Voir l'ouvrage « *Politique monétaire* », F. Drumetz, C. Pfister et J.-G. Sahuc, De Boeck, 2015.

² Garanties apportées à la banque centrale (obligations privées et publiques, obligations bancaires, autres actifs...).

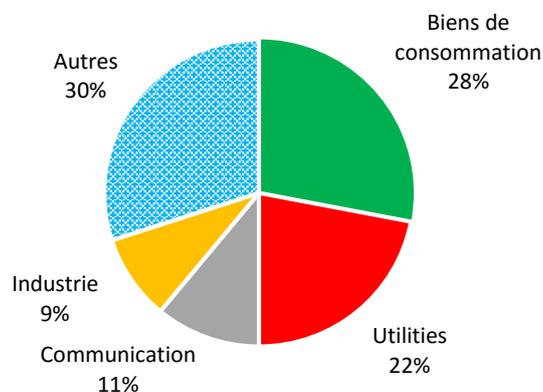
³ « *How have central banks implemented negative policy rates ?* », M. Bech & A. Malkhozov, BIS Quarterly Review, March 2016.

transmission, la BRI estime que les **faibles taux négatifs** des banques centrales **se sont propagés** sur les **marchés monétaires**, les taux à court terme « suivant le mouvement ». Elle se montre en revanche plus réservée quant à l'impact sur **l'économie réelle** dans la mesure où les institutions financières n'ont, jusqu'ici, pas répercuté les taux négatifs aux dépôts des particuliers⁴. Les ingrédients d'un **dilemme** sont réunis : soit la politique des taux négatifs se diffuse, ce qui pourra difficilement se faire sans impact pour les particuliers, avec un risque potentiel de retour au « bas de laine »⁵ ; soit elle reste partielle et, *de facto*, ne peut déployer ses pleins effets. A cet égard, **l'expérience suisse**, où des pratiques de « compensation » sur d'autres segments auraient été observées (hausse des taux sur les emprunts immobiliers), fait apparaître des contradictions qui perturbent la transmission de la politique monétaire.

3. Achats d'obligations d'entreprises : 20 % à taux négatif

Conformément à la décision prise lors de la réunion de politique monétaire de mars (voir flash éco du 10 mars 2016), l'Eurosystème a démarré **l'achat d'obligations émises par le secteur privé** non financier le 8 juin dernier. Partie intégrante du programme d'achat d'actifs, le « **CSPP** » (« *Corporate sector purchase programme* ») prévoit que les principales banques centrales de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne, Belgique, Finlande) procèdent à l'acquisition de titres libellés en euro de qualité « investissement ». Parmi les autres critères requis, une maturité restante comprise entre 6 mois et 30 ans au moment de l'achat. En outre, l'émetteur, qui ne peut être une institution de crédit, doit être établi au sein de la zone euro⁶. Selon la BCE, l'Eurosystème avait acquis au 15 juillet **10,4Md€** d'obligations *corporate* dont une très large majorité (93 %) sur le marché secondaire. En termes de montants, les échanges (458 obligations recouvrant 175 émetteurs) ont avant tout concerné les **transactions inférieures à 10M€** (58 %), celles comprises entre 10M€ et 50M€ constituant un tiers (34 %) et celles supérieures à 50M€ près de 10 %. La **distribution sectorielle** des achats fait elle apparaître la prééminence des biens de consommation et des « utilities », tandis que l'industrie n'aurait bénéficié que de moins de 10 % des achats. Enfin, dans le contexte des taux négatifs, il est intéressant de noter que **20 % des achats ont été effectués sur des rendements négatifs**, supérieurs au taux de la facilité de dépôt (- 0,4 %).

Distribution sectorielle des achats d'obligations d'entreprises par l'Eurosystème



Source : BCE (bulletin économique 5, chart B page 21). Au 15 juillet 2016.

Phénomène largement théorique il y a encore seulement quelques années, la généralisation des taux négatifs remet en cause l'existence d'un plancher à 0 (« zero lower bound ») pourtant longtemps considéré infranchissable. Quelle est donc la nouvelle borne inférieure ? Y-en-a-t-il d'ailleurs une ? Surtout, quel est l'impact micro et macro-économiques des taux négatifs ? Dans cette nouvelle « Terra incognita » où l'économie « apprend en marchant », de nombreuses questions sont posées, tant sur le plan positif que sur le plan normatif. Clairement porteuse de risques, l'efficacité de cette politique devra être jugée dans le temps en menant parallèlement, à chaque fois que cela est possible, une analyse contrefactuelle (i.e. quelle serait la situation sans cette politique).

⁴ Voir cependant la décision récente de la Raiffeisen Bank en Allemagne sur les dépôts > 100k€.

⁵ La rémunération des espèces est par définition nulle, d'où une possibilité d'arbitrage (cf. Flash éco du 3 juillet 2015).

⁶ Pour plus de détails, voir <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/cspp-ga.en.html>