



Commission des affaires européennes

## LE PROGRAMME D'ASSOULPISSEMENT QUANTITATIF DE LA BCE

Le 22 janvier 2015, Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne (BCE), a annoncé le lancement d'un programme d'« assouplissement quantitatif » (*quantitative easing* en anglais) de 1 140 milliards d'euros. Il s'agit pour la Banque de racheter sur le marché secondaire des créances privées et des titres de dettes publiques. Ce faisant, elle poursuit deux objectifs : injecter des liquidités pour relancer le crédit bancaire et prévenir le risque de déflation au sein de la zone euro.

L'inflation s'y établissait en effet à -0,2 % en décembre 2014 et -0,6 % en janvier 2015. À cette inflation s'ajoute un taux de croissance relativement faible : 0,8 % en 2014, 1,3 %

attendu en 2015 (contre respectivement 1,3 % et 1,7 % au sein de l'Union européenne). Au terme de l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), l'objectif principal de la BCE est d'assurer la stabilité des prix et de maintenir une inflation sous les 2 %, tout en restant proche de ce seuil.

L'assouplissement quantitatif constitue une nouvelle étape dans les réactions de la BCE face à la crise économique et financière d'abord, puis face à la crise des dettes souveraines. Il a déjà été mis en œuvre par d'autres banquiers centraux, à l'instar des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni.

### ***La BCE face à la crise économique et financière***

La BCE joue un rôle essentiel depuis le début de la crise en 2007. Elle est rapidement intervenue en fournissant de la liquidité aux marchés interbancaires sous tension afin de restaurer la confiance des investisseurs et soutenir les établissements financiers. La BCE a abaissé substantiellement ses taux d'intérêt, étendu la gamme des titres acceptés en garantie et augmenté la durée des prêts accordés aux banques. Elle a également développé les achats fermes de certains actifs.

Deux opérations de refinancement des banques européennes (programme LTRO - *Long term refinancing operations*) ont été mises en œuvre en décembre 2011 puis février 2012. Elles prennent la forme de prêts au taux de 1 % d'une durée de trois ans accordés aux établissements financiers. L'objectif affiché était d'éviter un

effondrement du crédit. 1 000 milliards d'euros ont ainsi été prêtés aux banques.

En 2014, la BCE a mis en place trois nouveaux programmes. Lancé en juin 2014, le programme T-LTRO concerne de nouveau les *Long term refinancing operations*. D'une durée de quatre ans, il consiste en des prêts aux banques qui s'engagent à prêter ensuite aux entreprises. Une enveloppe de 400 milliards d'euros a été dégagée à cet effet. Les programmes ABS et CBPP3 ont, quant à eux, été mis en œuvre en novembre 2014. Le premier concerne les valeurs mobilières adossées à des actifs (*Assets Backed Security*) et le second les obligations sécurisées garanties par des crédits hypothécaires ou des créances sur le secteur public. Ils visent à faciliter l'octroi de crédit au sein de la zone euro. Ces programmes devraient s'étaler au minimum sur deux ans.

La BCE a également modifié les conditions d'accès au refinancement des banques (opérations hebdomadaires d'*Open market*). Les banques disposent d'un taux d'intérêt avantageux : 0,05 %. Elles doivent néanmoins apporter en contrepartie une garantie (*collateral*) d'un montant équivalent à leur demande de refinancement. Il s'agit généralement d'obligations, publiques ou privées. Les titres de dette souveraine sont acceptés à condition que la notation de la dette souveraine concernée soit comprise entre AAA et BBB-. Ce critère d'éligibilité a été suspendu en mai 2010, au moment du déclenchement de la crise grecque. Rétabli en février 2012, il a de nouveau été suspendu en décembre 2012, les titres apportés en

garantie étant néanmoins décotés. La liste des garanties acceptées dans le cadre de ces opérations devrait être réduite au 1<sup>er</sup> mars 2015.

#### Le mécanisme ELA

Les banques établies au sein de la zone euro peuvent également avoir accès à un mécanisme d'aide à la liquidité d'urgence (ELA). Il permet à ces établissements de recevoir indirectement des fonds de la BCE en cas de crise de liquidité, sous forme de prêts, via leur Banque centrale nationale. Le taux d'intérêt de ces prêts est de 1,55 %.

### La BCE face à la crise de la dette souveraine

L'institution est également intervenue, en plus de ses missions principales, pour limiter l'impact de la crise des dettes souveraines au sein de la zone euro. Il convient de rappeler à ce stade que l'article 123 du TFUE interdit le financement monétaire, c'est-à-dire le fait pour la BCE et les banques centrales nationales d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux États membres. Elle ne peut ainsi procéder à l'acquisition directe de leurs titres de dette sur le marché primaire, sur lequel les États se refinancent.

La BCE a, dans un premier temps, mis en place, entre mai 2010 et mars 2012, un dispositif de rachat de créances publiques sur le marché secondaire : le programme SMP (*Securities Markets Program*). La BCE a ainsi acquis plus de 210 milliards d'euros de titres de dette émis par des États en difficulté sur les marchés financiers. Le détail de ces rachats n'a pas été rendu public : les titres espagnols, grecs, irlandais, italiens et portugais étaient néanmoins les principaux concernés.

Les tensions observées sur les taux espagnols et italiens à l'été 2012 ont conduit la Banque centrale européenne à proposer un nouveau dispositif, plus ambitieux : le programme OMT (*Outright monetary transaction*). Conçu comme un programme de rachat illimité des

obligations des États rencontrant des difficultés sur les marchés, il vise à conjurer la menace d'éclatement de la zone euro et rétablir la confiance sur les marchés financiers. Il autorise la BCE à intervenir autant de fois que nécessaire et quand elle le souhaite pour racheter les obligations des États de la zone euro à condition que ceux-ci bénéficient au préalable d'un programme d'assistance financière (ajustement ou ligne de précaution) octroyé par le Fonds européen de stabilité financière (FESF) ou par le Mécanisme européen de stabilité (MES). Ces pays doivent s'engager à mettre en œuvre des réformes structurelles et seront placés sous surveillance, un rapport trimestriel permettant à la BCE de décider de la poursuite des achats. En cas de non-respect de ses engagements, la BCE suspendra son action. Ces achats doivent être effectués sur le marché secondaire et porter sur des obligations d'État dont la maturité est comprise entre 1 et 3 ans. Ils relaient l'intervention du FESF ou du MES sur le marché primaire.

Comme le programme SMP, l'OMT répond par ailleurs au principe de « stérilisation » : les achats de titres sont compensés par une réduction équivalente de la masse monétaire. Il n'y a donc pas de création de monnaie.

Ce programme n'a, pour l'heure, jamais été mis en œuvre. Il convient néanmoins de relever que la seule annonce de son adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE a contribué à détendre les taux des obligations souveraines. L'OMT n'a pas été adopté à l'unanimité du Conseil des gouverneurs.

#### Un programme compatible avec le TFUE ?

Suite à une plainte déposée devant elle, la Cour constitutionnelle allemande a saisi la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) au titre du renvoi préjudiciel pour qu'elle détermine si le programme OMT était compatible avec le mandat de la BCE (aff. C-62/14).

Le 14 janvier 2015, l'avocat général auprès de la CJUE a conclu que le dispositif est en principe compatible avec le TFUE, dans la mesure où il répond à deux conditions. Si le programme OMT constitue une mesure non conventionnelle de politique monétaire, il respecte certaines dispositions du droit primaire et notamment le principe de proportionnalité. Ses objectifs apparaissent, en outre, en adéquation avec la politique monétaire de l'Union européenne puisqu'il est « *mis en œuvre dans le temps de façon à permettre effectivement la formation d'un prix de marché des titres de dette publique* ».

## Le programme d'assouplissement quantitatif

### 1. Les objectifs de la BCE

L'assouplissement quantitatif consiste en un rachat massif par une banque centrale de titres de dette publique ou de créances privées sur les marchés. Avec ce type de dispositif, la BCE poursuit son objectif de maintien de la stabilité des prix à la consommation au sein de l'Union économique et monétaire et entend relancer le crédit bancaire. En injectant de nouvelles liquidités au sein de la zone euro, elle contribue à éloigner la menace déflationniste. La baisse des taux induite par cette opération de grande ampleur crée, par ailleurs, les conditions d'une reprise des investissements, en facilitant l'accès aux financements pour les entreprises mais aussi les États.

Le *quantitative easing* conduit une banque centrale à augmenter la masse monétaire, via un accroissement de son bilan. Ce mécanisme de création indirecte de monnaie devrait donc avoir pour effet de faire baisser le cours de l'euro et favoriser les exportations.

### 2. Les titres concernés

Le programme arrêté par la BCE devrait concerner 1 140 milliards d'euros de titres, ce qui place le dispositif à un niveau inférieur à celui mis en place par les États-Unis. Les rachats viseraient 900 milliards d'euros de dettes souveraines ou institutionnelles et 240 milliards d'euros de créances privées

(obligations sécurisées et ABS). Ils s'étaleraient sur 18 mois. La BCE compte ainsi procéder à l'acquisition de 60 milliards d'euros de titres par mois, de mars 2015 à septembre 2016. L'assouplissement quantitatif ne remet pas en cause le programme OMT. Il couvre, par contre, les programmes ABS et CBPP3 lancés en novembre 2014.

La mise en œuvre de ce programme est en large partie déléguée aux banques centrales nationales, qui devraient ainsi acquérir 92 % des titres, en coordination avec la BCE. Le plan est censé se poursuivre jusqu'à ce que les taux d'inflation soient réajustés de façon durable. La BCE pourrait ainsi prolonger le programme au-delà de septembre 2016 si l'objectif n'était pas atteint.

Seuls les titres de dette qui disposent d'une notation financière comprise entre AAA et BBB- pourront bénéficier de ce programme de rachats, sauf à ce que le pays concerné par un rachat de titres soit engagé dans un programme d'assistance financière.

La BCE et les banques centrales nationales ne pourront pas, en outre, racheter plus d'un tiers de la dette de chaque émetteur et plus de 25 % du montant de chaque émission obligataire.

La BCE a, dans le même temps, décidé d'ajuster à la baisse le taux d'intérêt des opérations de refinancement à long terme des

banques pour l'aligner sur le principal taux de refinancement de la BCE (0,05 %). Les taux directeurs sont par ailleurs maintenus.

### 3. La fragmentation des risques

Le programme d'assouplissement quantitatif a été jugé compatible avec le mandat de la BCE par la totalité des membres du Conseil des gouverneurs.

Seuls 20 % des rachats dans le cadre de ce programme seront soumis à un régime de partage des risques, c'est-à-dire assumés collectivement par les 19 États membres présents au capital de la BCE :

- 12 % concernent des titres d'institutions européennes (Union européenne, FESF, MES, Banque européenne d'investissement, Banque européenne pour la reconstruction et le développement). Ces rachats seront néanmoins opérés par les banques centrales nationales puis mutualisés ;

- les 8 % restants consistent en des achats directs opérés par la BCE.

80 % des rachats seront donc à la charge des banques centrales nationales. Le montant de l'intervention de celles-ci est calculé en fonction de leur participation au capital de la BCE.



#### Le débat autour de l'assouplissement quantitatif

Le programme de la BCE est annoncé sept ans après le début de la crise économique mondiale de 2008, ce qui est considéré, par certains économistes, comme trop tardif. Les États-Unis ont mis en place leur programme de *quantitative easing* dès le début de la crise, tout comme le Royaume-Uni et le Japon.

Un autre débat porte sur l'efficacité du dispositif pour relancer l'inflation. La déflation constatée au sein de la zone euro est en large partie imputable à la baisse des prix de l'énergie et en particulier des hydrocarbures. Par ailleurs, la reprise de l'inflation est aussi tributaire de celle de la croissance économique. Or celle-ci n'est pas mécaniquement induite par l'assouplissement quantitatif.

Les exemples des *quantitative easings* américain (2010-2011) et japonais mettent en outre en avant un phénomène dit de trappe à liquidité. Aux termes de celui-ci, les agents économiques recevant des liquidités, les stérilisent au lieu de procéder à des investissements ou de consommer. Cette situation est particulièrement nette au sein d'économies déjà entrées dans un cycle déflationniste, où les taux d'intérêts sont relativement bas et où la propension à épargner est élevée, compte-tenu des incertitudes économiques et de l'absence de confiance dans la reprise de la croissance. Une telle situation n'est pas sans rappeler, à des degrés divers, le contexte économique des pays de la zone euro. Dans ces conditions, les apports en liquidité pourraient donc être thésaurisés. Ils ne contribueraient ni à la relance du crédit ni à celle de la consommation.

L'effet éventuel de l'assouplissement quantitatif en faveur de la croissance peut donc s'avérer relatif et implique qu'il soit relié à d'autres instruments – réformes structurelles ou fonds d'investissement – qui sont, quant à eux, du ressort de l'Union européenne et des États membres.