

Le bilan d'une banque centrale à l'heure du Quantitative easing
--

Jeudi 5 mars 2015

Alors que le programme de « Quantitative easing » de la Banque centrale européenne (BCE) sera lancé lundi 9 mars 2015, le présent flash revient sur le concept de bilan de la « banque des banques ».

1. Qu'est-ce qu'un bilan de banque centrale ?

Le bilan de toute banque centrale est composé d'un **actif** et d'un **passif**. A l'actif, on trouve principalement les titres détenus auprès des résidents, les prêts réalisés aux institutions de crédit ainsi que les avoirs en Or et d'autres actifs. Ainsi, les **actifs acquis par la BCE** dans le cadre de ses opérations de politique monétaire (achats de « *covered bonds* », programme « SMP »¹...) se trouvent dans la catégorie « Titres de résidents de la zone euro en € ». De la même façon, les **opérations de refinancement** des institutions de crédit sont agrégées au sein de la catégorie « Prêts aux institutions de crédit de la zone euro en € ». Au passif, on trouve principalement les **billets et pièces en circulation**, ainsi que les comptes dits de « réévaluation » (changements de valeur dus aux variations de prix) et les passifs auprès des institutions de crédit de la zone euro (**comptes courants des banques** auprès de la BCE). Le tableau ci-dessous résume le **bilan simplifié** de l'Eurosystème (composé de la BCE et des banques centrales nationales ayant l'euro en partage) au 20 février 2015² :

Bilan simplifié de l'Eurosystème au 20 février 2015

ACTIF TOTAL (en M€)	2 167 794	<i>part</i>
Titres de résidents de la zone euro en €	610 134	28,1%
Prêts aux institutions de crédit de la zone euro en €	502 548	23,2%
Avoirs en Or	343 867	15,9%
Avoirs sur les résidents hors zone euro en devises	275 665	12,7%
Autres actifs	435 581	20,1%

PASSIF TOTAL (en M€)	2 167 794	<i>part</i>
Billets et pièces en circulation	1 005 000	46,4%
Comptes de réévaluation	330 898	15,3%
Passifs auprès des institutions de crédit de la zone euro en €	271 373	12,5%
Autres passifs	560 523	25,9%

Source : BCE.

2. Quel est l'effet du « quantitative easing » sur le bilan ?

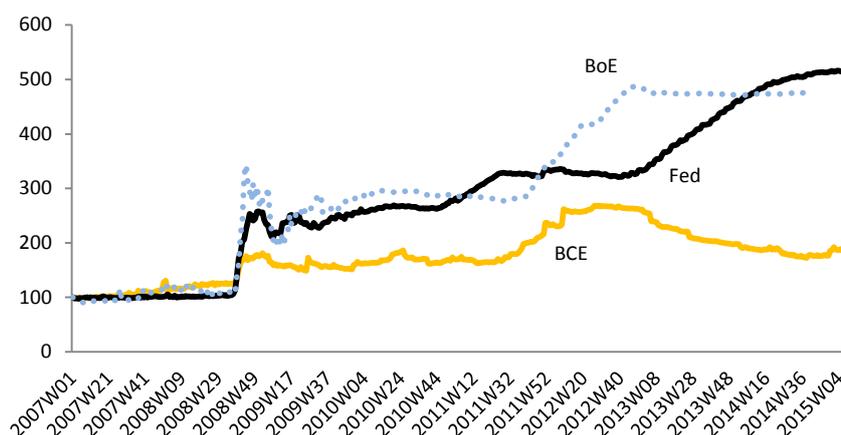
Mi-février 2015, le bilan de la BCE s'élevait à près de **2 170Md€**, soit un niveau qui reste très inférieur à celui atteint à la mi-2012, lorsqu'il dépassait les 3 000Md€. Ceci s'explique notamment par la baisse de l'encours des opérations de refinancement, les banques ayant très largement exercé l'option de **remboursement anticipé** des fonds reçus dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans (LTRO) réalisées en décembre 2011 et en février 2012³. On constate toutefois un mouvement orienté à la hausse sur la période récente du fait des nouvelles opérations décidées par le Conseil des gouverneurs (3^e vague d'achats de « *covered bonds* », lancement de l'acquisition des « ABS »...) qui ont pris effet au dernier trimestre 2014. Celui-ci devrait se confirmer et s'amplifier du fait de la mise en place du « *Quantitative easing* » (QE).

¹ Programme pour les marchés de titres lancé en mai 2010 et consistant en un rachat de titres de créances publics grecs, irlandais, portugais, italiens et espagnols à hauteur de 211Md€.

² Selon les comptes annuels 2014, la BCE a réalisé l'an dernier un bénéfice net de 989M€ versé aux banques centrales nationales proportionnellement aux parts du capital souscrit qu'elles ont libérées.

³ Fin 2013, 85 % de la liquidité nette injectée avait ainsi été remboursée.

Bilans hebdomadaires comparés, base 100 en 2007



Source : Afep à partir de BCE, BoE et Fed.

La taille limitée du bilan de la BCE par rapport à celui de ses principales homologues (environ 18 % du PIB, contre 23 % au Royaume-Uni, 25 % aux Etats-Unis et près de 60 % au Japon) s'explique par le caractère jusqu'ici marginal des **achats d'actifs** en zone euro (qui ne représentent que **12 % du total des actifs** de la banque centrale contre 90 % et plus dans les autres pays). En effet, le QE (déjà pratiqué à la fois au Japon, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis) accroît mécaniquement le volume du bilan : à l'actif, des titres achetés et, au passif, de la monnaie émise pour les acquérir. C'est la raison pour laquelle on parle d'assouplissement « quantitatif ». Le but du QE est d'agir à la baisse sur la courbe des taux à moyen et long termes dans un environnement où les taux directeurs de la banque centrale sont proches de 0 % (contrainte dite du « plancher ») et l'inflation faible ou négative (- 0,3 % en février 2015 en zone euro) : en substituant des titres par de la monnaie (« *portfolio rebalancing effect* »), l'objet est bien de **réduire les taux réels** afin de stimuler l'activité et de relancer les anticipations d'inflation.

3. QE : quels sont les risques associés ?

Si l'effet du QE sur les taux semble bien établi (pour environ 1 000Md\$ d'actifs achetés, le QE aux Etats-Unis aurait permis de réduire en moyenne les taux à 10 ans de 40 points de base), son ampleur varie toutefois fortement en fonction des études considérées⁴. En outre, compte tenu du niveau actuel des taux à 10 ans (en janvier 2015 : 0,39 % en Allemagne, 0,67 % en France, 1,54 % en Espagne, 1,70 % en Italie), la marge de baisse est limitée, même si elle demeure plus importante dans certains pays du Sud confrontés au problème de la « fragmentation financière ». La politique du QE possède au moins **trois risques** : i) **financier** : en s'aplatissant, la courbe des taux incite les investisseurs à rechercher du rendement, d'où le risque de formation de bulles d'actifs dont la croissance poserait de sérieux problèmes de stabilité financière ; ii) **bilanciel** : éventuelles pertes de la banque centrale en cas de remontée des taux, dégradation de la qualité des actifs pris en portefeuille ; iii) **politique** : la réduction des taux sur les emprunts souverains allège d'autant la pression sur les autres acteurs de la politique économique⁵ et peut compromettre l'indépendance de la banque centrale, sans compter que le QE entraîne des effets redistributifs (la hausse du prix des actifs bénéficie avant tout aux ménages aisés).

La gestion active du bilan à des fins de politique monétaire s'est imposée depuis plusieurs années comme un outil central des grandes banques centrales confrontées à la crise économique et financière. De ce fait, ce dernier s'est, d'une certaine façon, « banalisé » alors même qu'il reste un instrument d'exception porteur de risques non négligeables. Parmi ces risques, l'instabilité financière et le gaspillage du temps « acheté » par la banque centrale semblent les plus sérieux : pour être dissipés, ils requerront dans la durée une forte vigilance macro-prudentielle et une grande volonté des autres acteurs dans leurs domaines de compétences (plan d'investissement, réformes du marché du travail, éducation...).

⁴ Voir l'intervention de V. Constâncio devant le forum de politique monétaire US tenu le 27 février 2015 à New York.

⁵ Interview récente de J. Weidmann, président de la Bundesbank, dans Die Zeit : concernant les mesures déjà prises par la BCE, « elles n'ont pas été mises à profit par plusieurs Etats, dont certaines grandes économies ».