

Quel avenir pour le « quantitative easing » européen ?

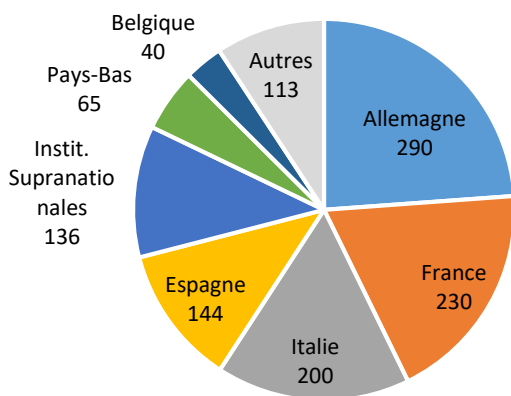
Jeudi 8 décembre 2016

A l'occasion de la dernière réunion de politique monétaire de l'année de la BCE, le présent flash s'interroge sur l'avenir du programme d'achat d'actifs étendu en janvier 2015.

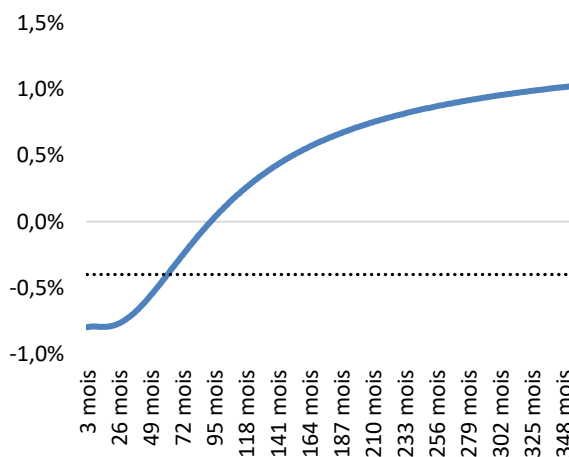
1. 1 477Md€ d'actifs achetés : un programme très avancé, des contraintes croissantes

Dans le cadre du **programme d'achat d'actifs** étendu en janvier 2015 (ci-après APP), la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro (Eurosystème) avaient acquis **1 477Md€** de titres au 30 novembre. Rapporté à un total prévisionnel de 1 740Md€ (sous l'hypothèse d'une fin de programme en mars 2017), le programme est donc très avancé. Sur ces 1 477Md€ de titres (coût amorti), la majeure partie sont des **titres publics** (1 204Md€). Suivent, par ordre d'importance, les « covered bonds » (obligations sécurisées, 203Md€), les titres émis par les sociétés non financières (47Md€) et les « *asset backed securities* » (titres adossés à des actifs, 23Md€). Si l'on analyse dans le détail les achats de titres publics, effectués selon la clé de chaque pays au capital de la BCE, on constate que les 4 plus grands Etats concentrent 70 % du total. Ainsi, l'Eurosystème détient près de **300Md€** de dette **allemande** et **230Md€** de dette **française**¹ (soit environ 10 % du stock total). S'agissant de l'Allemagne, une **double difficulté** opérationnelle se développe au fur et à mesure de l'avancement du programme. La première difficulté est d'ordre **technique** : en effet, les titres sont éligibles à l'APP jusqu'à la borne inférieure que constitue la facilité de dépôt de la BCE (- 0,4 %) ; or, une partie de plus en plus importante de la courbe des taux est inférieure à ce seuil. La deuxième difficulté est directement liée à la situation des **finances publiques allemandes** : avec un équilibre budgétaire depuis 2012, le **stock de dette décroît** à la fois en valeur relative (par rapport au PIB) mais également en valeur absolue. Dans ce contexte, la **limite** de détention par l'Eurosystème du volume de titres émis par un Etat, fixée à **33 %**², pourrait être rapidement atteinte.

Actifs publics détenus par la BCE, en Md€



Courbe des taux zone €, pays AAA, 30 novembre 2016



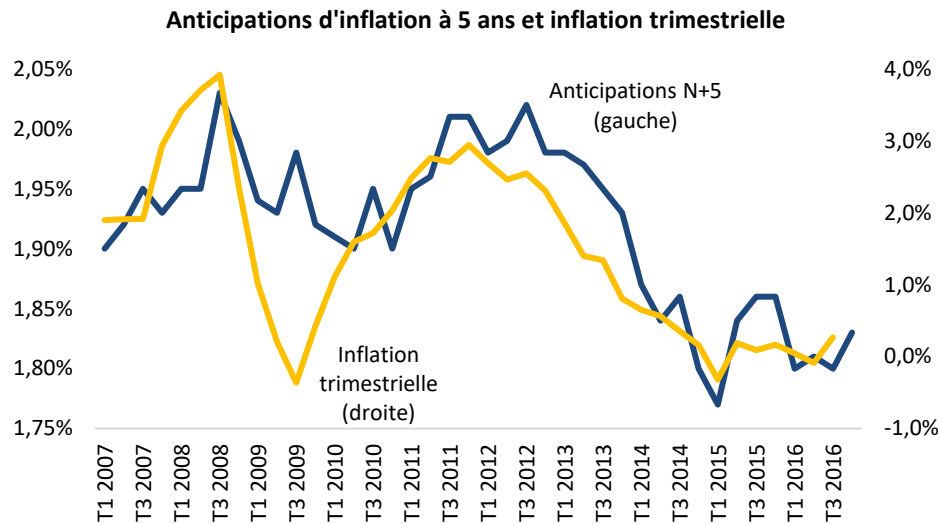
Source : Afep à partir de BCE. Book value. Au 30 novembre 2016. Autres : 12 pays zone euro.

2. Quel bilan provisoire peut-on tirer du « QE » à l'européenne ?

22 mois après l'extension du programme, il est légitime de chercher à dresser un bilan provisoire de l'évolution des principaux indicateurs sur lesquels il est censé agir, en rappelant que la politique monétaire ne peut, à elle seule, expliquer l'ensemble des mouvements observés. En matière de **taux d'intérêt**, les résultats sont clairs : à court terme, l'**EONIA** (*Euro Overnight Index Average*, cf. flash du 8 septembre 2016) est passé de 0,19 % en janvier 2014 à - 0,35 % en octobre 2016 ; à 10 ans, les **taux des obligations souveraines** ont, eux aussi, fortement baissé (de 1,76 % à 0 % pour l'Allemagne ; de 2,38 % à 0,33 % pour la France ; de 3,87 % à 1,47 % pour l'Italie ; de 3,79 % à 1,07 % pour l'Espagne).

¹ Outre les titres de l'Etat français, sont notamment éligibles : ACOSS, AFD, AP-HP, BPI, CADES, CDC, SNCF Réseau, UNEDIC...

² La BCE souhaite préserver le fonctionnement des mécanismes de marché et éviter de devenir un créancier « dominant ».



Source : Afep à partir de BCE (SPF trimestriels) et d'Eurostat.

Pour un **ménage** résidant dans la zone euro et empruntant sur une durée supérieure à 5 ans en vue de l'acquisition d'un logement, le **taux moyen** est passé de **3,30 %** en janvier 2014 à **2,56 %** en octobre 2016, prolongeant une baisse quasi continue depuis la fin 2011. Ensuite, sur le **taux de change** de la monnaie unique, qui fait partie des objectifs implicites d'un programme de QE, on constate une **nette dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar** entre mars 2014 (1,38\$) et avril 2015 (1,08\$), le taux de change bilatéral s'étant, depuis, stabilisé. Enfin, s'agissant de **l'évolution des prix**, cœur du mandat de la BCE, le bilan apparaît plus contrasté. En effet, le taux d'inflation, sur lequel la banque centrale n'a que très peu d'influence à court terme, reste loin de la cible (+ 0,6 % en novembre contre un objectif de + 2 %). Plus inquiétant, **l'inflation sous-jacente** (prix hors énergie et alimentation) semble atone (inférieure à + 1 %). En revanche, après avoir enregistré une baisse significative entre fin 2012 et début 2015, les **anticipations d'inflation à 5 ans** mesurées par le « *Survey of professional forecasters* » (SPF) de la BCE ont commencé à se redresser. La corrélation quasi-parfaite (0,95) entre l'inflation observée et les anticipations à 5 ans sur la période allant du T3 2012 au T2 2015 avait provoqué de fortes inquiétudes des décideurs, qui craignaient la mise en place d'un scénario déflationniste.

3. 8 décembre 2016, acte 4 : un prolongement attendu, pas de sortie en vue

Réuni à Francfort, le Conseil des gouverneurs a acté la prolongation **du programme d'achat d'actifs**. Par rapport au programme actuel (80Md€/mois jusqu'en mars 2017), il a été décidé d'en modifier la **taille** (60Md€/mois à compter d'avril 2017) et la **durée** (il prendra fin en décembre **2017 au plus tôt**) tout en réinvestissant les sommes issues des titres détenus arrivant à échéance (une politique déjà pratiquée par la Fed). Par ailleurs, compte tenu des contraintes mentionnées ci-dessus, deux assouplissements ont été décidés **pour élargir l'univers des actifs éligibles** : d'une part, la possibilité d'acquérir des titres dont la maturité restante est de 1 an (actuellement, l'univers comprend les maturités allant de 2 à 30 ans) et, d'autre part, la levée de la borne de la facilité de dépôt pour les achats d'actifs « *dans la mesure où cela est nécessaire* ». Au total, le programme atteindrait plus de **2 300Md€** fin 2017, soit un doublement par rapport à celui annoncé en janvier 2015.

Réelle bien qu'insuffisante, l'amélioration conjoncturelle constatée en zone euro (PIB désormais supérieur à son niveau d'avant-crise, chômage en baisse pour la 3^e année consécutive) repose sans doute, pour partie, sur le caractère extrêmement accommodant de la politique monétaire au cours des années récentes. Toutefois, la banque centrale ne peut influencer que l'environnement dans lequel se prennent les décisions, et pas les décisions elles-mêmes (ce n'est pas elle qui crée les emplois, investit...). Confrontée à une double contrainte opérationnelle (restriction de l'univers des actifs éligibles) et politique (avec, d'un côté la résurgence des inquiétudes sur la zone euro et, de l'autre, les critiques croissantes sur les effets collatéraux d'une telle politique), la BCE a choisi de prolonger son programme au-delà des échéances électorales de l'an prochain (Pays-Bas, France, Allemagne) en adoptant un langage ferme sur ses intentions : il n'est, pour l'heure, pas question d'envisager la fin du programme (« tapering »).