

### Achats d'actifs, taux très bas : la politique de la BCE est-elle hostile aux épargnants ?

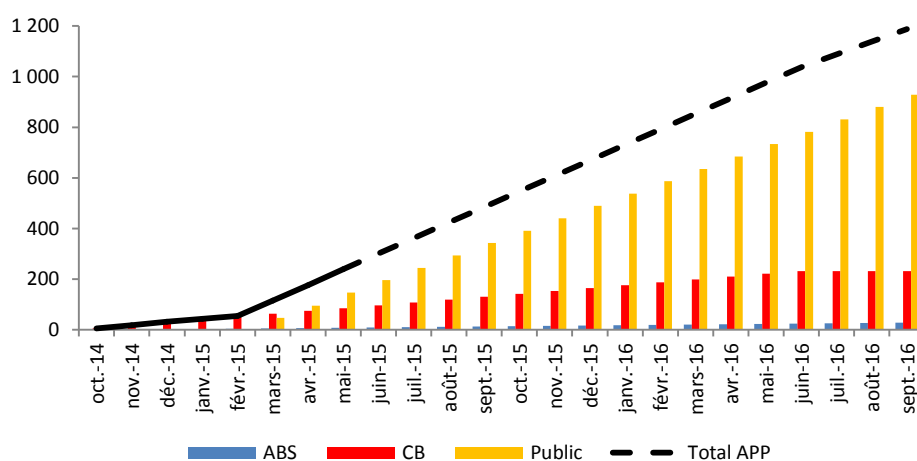
Jeudi 4 juin 2015

Le présent flash dresse un premier état des lieux du programme d'achats d'actifs par la BCE et expose les termes d'un débat animé sur les conséquences potentielles de la politique monétaire pour les épargnants.

#### 1. Quantitative easing dans la zone euro : où en est-on dans la mise en œuvre ?

Démarré en octobre 2014 et amplifié en mars 2015 (voir flash éco du 22 janvier 2015), le programme de « quantitative easing » de la BCE (aussi appelé APP pour « Expanded Asset purchase programme ») consiste en un **rachat de titres** pour un montant mensuel global d'environ **60Md€ par mois** jusqu'au mois de septembre 2016 (au plus tôt). Selon les statistiques relatives au mois de mai 2015, l'APP a porté sur 51,6Md€ de titres publics et 11,5Md€ de titres privés (« Covered bonds » et « Asset backed securities »). A la fin mai, l'**encours** de l'APP s'élevait ainsi à **239Md€**, dont 147Md€ de titres publics.

Encours de l'APP, en Md€

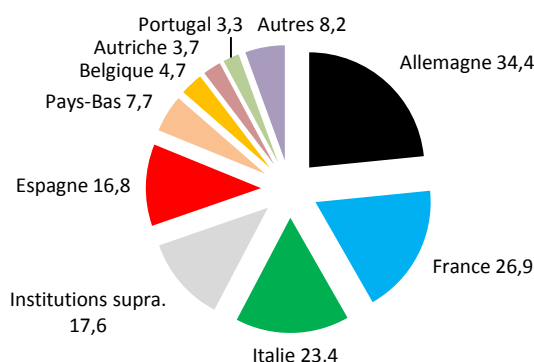


Source : Afep à partir de BCE. Prévisions Afep à compter de juin 2015<sup>1</sup>.

Pour ces derniers, la décomposition par pays émetteur fait apparaître une maturité restante pondérée moyenne de 8 années et une **prédominance des grands Etats** (l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne représentant près de 80 % des titres achetés) : ceci était attendu compte tenu des modalités retenues (achat en fonction de la clé de répartition au capital de la BCE) et de la taille des marchés de dette respectifs. On note également un encours de près de 18Md€ des émissions réalisées par les **institutions supranationales** (Banque européenne d'investissement, Mécanisme européen de stabilité...).

Encours des titres publics à fin mai 2015 (147Md€) de l'Eurosystème

Source: Afep à partir de BCE



<sup>1</sup> Réalisées à partir de la moyenne mensuelle des achats effectués sur les trois premiers mois et de la date annoncée de fin de chacun des programmes. La trajectoire effective devrait varier en fonction des conditions de marché (saisonnalité, taux...) et, évidemment, des choix effectués par le Conseil des gouverneurs.

## 2. La BCE mène-t-elle une politique d'expropriation des épargnants (I) ? Les chefs d'accusation

Avant de lancer l'APP pour faire face au risque de déflation, la BCE avait à plusieurs reprises réduit son **taux d'intérêt directeur**, passé progressivement de **1,5 % en septembre 2011 à 0,05 % trois ans plus tard**. Cette politique des taux bas donne lieu à un **très vif débat** dans certains pays (tout particulièrement en Allemagne), où de nombreuses voix critiques se font entendre, allant même jusqu'à la qualifier « **d'expropriation des épargnants** ». Dans une étude récente publiée par la BCE<sup>2</sup>, trois économistes analysent ce débat de façon approfondie. Les critiques principales sont de **trois ordres** : 1) la politique des taux bas **affaiblit les revenus de l'épargne** et réduit la consommation des ménages ; 2) elle contribue à la **formation de bulles d'actifs** et met en péril la stabilité financière ; 3) couplée à une offre de liquidités « élastique » de la part de la banque centrale, **elle relâche la contrainte budgétaire** pesant sur les débiteurs (publics et privés). L'argument 1) pourrait être synthétisé comme suit : comme les taux ne « rapportent plus rien », le ménage doit réduire sa consommation immédiate et augmenter son épargne s'il souhaite maintenir son profil de consommation futur. Si tel est le cas, la demande sera effectivement déprimée. Le 2) est un argument souvent employé : des **taux très faibles** (et, *a fortiori*, négatifs) ne remplissent plus correctement leur **fonction d'allocation des ressources** et conduisent les investisseurs à prendre de plus en plus de risques pour obtenir un rendement jugé satisfaisant. Le 3) est également répandu, avec un volet *ex ante* (l'assouplissement des conditions de financement crée un problème **d'aléa moral** pour les entreprises et les Etats) et un volet *ex post* (**elle empêche les défauts d'avoir lieu**, « maintenant en vie » artificiellement des firmes dont les fondamentaux justifieraient leur disparition).

## 3. La BCE mène-t-elle une politique d'expropriation des épargnants (II) ? Parole à la défense

Face à ces critiques sérieuses, l'étude propose un contre-argumentaire point par point. S'agissant du 1), les auteurs considèrent que l'indicateur important pour un ménage est le **taux d'intérêt réel** (et non nominal) qu'il retire de son épargne à moyen terme et que ce dernier n'est pas déterminé par la politique monétaire mais par les **facteurs réels** (croissance, productivité...). Si, face à une inflation faible, la banque centrale cherchait à relever le taux d'intérêt réel en positionnant son taux directeur à un niveau plus élevé, elle courrait le risque de **renforcer les pressions déflationnistes**, avec des conséquences récessives qui affecteraient durablement l'économie et donc les épargnants. Sur le 2), il est rappelé qu'aucune des bulles immobilières récentes (Japon, Etats-Unis, certains pays de la zone euro) ne s'est formée dans un univers de taux bas et qu'il est fondamental de prendre en compte d'autres indicateurs (par exemple la croissance du crédit) pour mieux évaluer les risques de formation de bulles. En l'espèce, la faiblesse actuelle du crédit en zone euro ne semble pas propice à une telle dynamique. S'agissant plus généralement du prix des actifs, l'étude insiste sur l'importance de **mettre en adéquation la politique « macroprudentielle »** (règles applicables aux prêteurs et aux emprunteurs) avec la **politique monétaire**, reconnaissant que la première<sup>3</sup> peut avoir à affronter les conséquences de la seconde, dont l'objectif reste celui de la stabilité des prix. Enfin, le caractère paradoxal du 3) est souligné dans la mesure où la faiblesse des taux résulte de la **très faible inflation qui dessert les débiteurs**, contrairement aux épisodes d'inflation élevée qui pénalisent les créanciers. Par ailleurs, les politiques accommodantes n'ont pas empêché une hausse marquée des défaillances d'entreprises dans les pays les plus touchés par la crise (+ 40 % en Italie entre 2010 et 2013 et + 80 % en Espagne mais - 20 % en Allemagne).

\*\*\*

*Dans un environnement macroéconomique et financier dégradé, les banques centrales ont été « poussées dans leurs derniers retranchements » et contraintes d'innover pour apporter leur contribution au redémarrage de l'activité. Les politiques « non conventionnelles » (taux proches de 0, « forward guidance », achats d'actifs...) demeurent des instruments exceptionnels décidés dans des circonstances exceptionnelles. Confrontée à un choix « sous contrainte » (risques de l'action vs l'inaction), la BCE a clairement donné la priorité à la lutte contre le risque de déflation en rappelant le mandat qui lui a été confié (une inflation proche mais inférieure à 2 %) et en laissant le soin aux autres acteurs (Gouvernements, Commission européenne, régulateurs) de « faire leur part du travail ».*

<sup>2</sup> « Critique of accommodating central bank policies and 'the expropriation of the saver' : A review », Bindseil, Domnick, Zeuner, Occasional Paper series n° 161, BCE, mai 2015.

<sup>3</sup> Pose aussi la question de l'équilibre entre la stabilité financière et la régulation pour les acteurs (« If legal, regulatory (...) anomalies are the driver of the stress of institutions (...), one should seek to eliminate these specific constraints » (p. 21).