

Le « quantitative easing » est-il sans risque ?

Mercredi 17 septembre 2014

Alors que le débat public évoque de plus en plus ouvertement l'opportunité pour la Banque centrale européenne (BCE) de lancer un « quantitative easing » dans un contexte de croissance atone, le présent flash organisé sous la forme d'un « questions-réponses » revient sur la nature de cette politique et s'interroge sur les risques qu'elle comporte.

1. Rappel : qu'est-ce que le « quantitative easing » ?

Le principe du « quantitative easing » (QE) est le suivant : en achetant des actifs financiers (obligations, actifs immobiliers...), la banque centrale augmente la demande pour ces derniers et donc leur prix. Or, le prix d'une obligation variant à l'inverse du taux d'intérêt, une hausse du prix réduit le taux d'intérêt. Pour la banque centrale, l'**objectif** est donc **d'agir sur la courbe des taux** (en particulier à long terme) là où son instrument traditionnel – le taux directeur – intervient à court terme. Le QE augmente la base monétaire¹ et donc aussi la taille du bilan de la banque centrale : à l'actif, ce dernier s'accroît des actifs achetés et des prêts accordés et, au passif, des liquidités émises pour acheter ces titres. Avec la stratégie de communication (« forward guidance », voir flash éco du 5 juin 2014) et l'assouplissement « qualitatif » (modification relative de la structure du bilan de la banque centrale par assouplissement des contreparties éligibles aux opérations de la banque), le QE est la troisième composante d'une **politique monétaire « non conventionnelle »**. Cette dernière est généralement activée lorsque la banque centrale se trouve face à la contrainte dite « du plancher » (« zero lower bound » dans la littérature économique) : en effet, le taux d'intérêt nominal de refinancement ne peut descendre en dessous de 0 %². De fait, en décidant de porter le taux d'intérêt directeur à 0,05 % le 4 septembre dernier (soit un plus bas historique), le Conseil des gouverneurs de la BCE a épuisé la marge de baisse et heurte désormais le plancher.

2. Achats d'« ABS », de « covered bonds »... : de quoi s'agit-il et est-ce nouveau ?

En complément des mesures décidées sur les taux d'intérêts, la BCE a annoncé le lancement en octobre d'un **programme d'achat d'actifs du secteur privé** : « **Asset backed securities** » (ABS) et « **Covered bonds** » (CB). Les ABS sont des titres adossés à des actifs qui permettent à l'émetteur d'alléger son bilan : crédits à la consommation, prêts étudiants... On parle de MBS « *Mortgage backed securities* » dans le cas où le sous-jacent est un crédit hypothécaire. Représentant un montant d'environ 1 500Md€ dans l'UE (soit environ un quart du total du marché nord-américain), les ABS/MBS s'inscrivent dans le cadre de la **technique financière** dite de la « **titrisation** », par laquelle des créances illiquides sont transformées en créances liquides et négociables. Les pools d'actifs constitués sont ensuite « découpés en tranches », chacune étant porteuse de rendements et de risques spécifiques (3 catégories dans la version la plus simple : *equity* pour les tranches les plus risquées, puis *mezzanine* et *senior*). Compte tenu des critiques suscitées par ce mécanisme, très décrié au moment de la crise financière en raison de ses excès et de sa capacité à propager le risque, la BCE a indiqué son intention de se restreindre aux **ABS**, selon la formule de son président, « **simples et transparents** ». La relance du marché de la titrisation fait partie des objectifs explicitement affichés par la BCE et la Banque d'Angleterre (BoE) afin de compléter l'offre de financement à l'économie. Les CB sont, elles, des obligations « sécurisées » adossées généralement à des créances hypothécaires ou à des créances du secteur public. A la différence des ABS, le collatéral des CB reste inscrit au bilan de l'émetteur. Si l'achat par la BCE de titres de type ABS sera une nouveauté (même si elle les admet déjà sous forme de collatéraux), tel n'est pas le cas du programme relatif aux CB : en effet, la banque centrale a déjà procédé à un **achat de 60Md€ de CB au plus fort de la crise en 2009**. Toutefois, l'ampleur de ce plan (0,5 % du PIB) a été inférieure à ceux de la Fed (2 %) et, surtout, de la BoE (8 %).

¹ Il est utile de rappeler que, en temps normal, la création monétaire est principalement le fait des banques commerciales en vertu du principe « les crédits font les dépôts ».

² Le taux de la facilité de dépôt a lui été porté à - 0,2 % le 4 septembre, mais il ne concerne que les opérations de placement des éventuels excès de liquidités des institutions financières auprès de la BCE.

3. Quels sont les risques du « quantitative easing » ?

Risque n° 1 : reculer pour mieux sauter ? A en croire certains participants au débat public, la mise en place d'un QE « à l'européenne » agirait de façon quasi instantanée sur les acteurs économiques, relancerait la croissance et écarterait le risque de déflation. Cette vision est problématique car elle postule implicitement que seule la banque centrale peut « sauver » la situation. Elle conduit donc à décharger de leurs responsabilités les autres acteurs de la politique économique (gouvernements nationaux, Commission européenne) et **accroît donc le risque d'inaction** de ces derniers. Pourtant, un consensus relativement fort existe sur le fait que la politique monétaire a vocation, dans ces circonstances, à « acheter du temps ». La question fondamentale est donc de savoir comment serait utilisé ce temps par les autres acteurs³.

Risque n° 2 : toujours plus de risques ? En théorie, le QE de la BCE peut prendre deux formes⁴ : 1) le rachat d'actifs risqués privés (ABS...) ou publics (dettes du « Sud ») et 2) le rachat d'actifs publics sans risque (dette allemande). Dans le premier cas, l'opération aura pour conséquence de faire baisser les primes de risque sur les actifs achetés. Dans le second cas, elle pousserait à la baisse des taux obligataires déjà très bas (1 % pour le Bund à 10 ans) et resserrerait également les primes de risque (la nouvelle liquidité pourrait en effet être utilisée pour acheter des actifs risqués comme cela a été constaté dans les pays mettant en place le QE). Dans les deux cas, l'opération peut donc se solder par une incitation pour les investisseurs à rechercher des rendements sur des **actifs de plus en plus risqués**. Dès lors, le QE peut mener à la formation de **bulles** d'actifs, dont la croissance poserait de sérieux problèmes de stabilité financière.

Risque n° 3 : un bilan dégradé ? Lorsque l'on évoque le QE, la question de la qualité du bilan de la banque centrale est rarement posée. Pourtant, il s'agit là d'un point d'importance : au fur et à mesure de la crise, les banques centrales sont devenues, selon la formule de Nouriel Roubini (voir flash éco du 18 octobre 2013) des « investisseurs en dernier ressort » en prenant en portefeuille des actifs non désirés par les autres acteurs économiques. Les risques de taux (si les taux longs montent, une cession peut entraîner une perte financière) et de change (si la monnaie locale s'apprécie pour les banques disposant d'importants volumes d'actifs en devises) sont concrets : en effet, la BCE s'applique les règles de la comptabilité privée, ce qui signifie que **toute perte en capital impliquerait une recapitalisation de la part des Etats**. Ceci pose immédiatement la question de l'indépendance de l'institution face au pouvoir politique en cas de crise. Toutefois, plusieurs économistes contestent la pertinence de ces règles et indiquent que, contrairement aux autres acteurs, le passif d'une banque centrale (billets...) n'est pas exigible.

In fine, quels effets sur l'économie réelle ? S'il est difficile d'anticiper précisément quels seraient les effets sur l'économie réelle d'un QE à l'européenne, l'expérience des pays ayant déjà pratiqué cette politique (Japon, Royaume-Uni, Etats-Unis) fournit quelques résultats importants : tout d'abord, le **risque inflationniste** d'une telle politique **et son impact sur la croissance semblent tous deux limités** ; ensuite, ses effets redistributifs sont à considérer (la hausse du prix des actifs découlant du QE bénéficierait avant tout aux ménages les plus aisés compte tenu de la ventilation du patrimoine) ; enfin, son efficacité suppose une forte ampleur : selon certaines études, l'achat par la Fed de 600Md\$ aurait permis de réduire le taux des obligations à 10 ans du Trésor américain dans une fourchette comprise entre 15 et 25 points de base.

Souvent évoquée dans le débat public et discutée au sein même du Conseil des gouverneurs de la BCE, la probabilité d'un « QE à l'européenne » a progressé au cours des derniers mois. Faut-il pour autant croire au « miracle » si une telle politique devait être mise en place ? Une analyse plus attentive montre que le QE pourrait avoir des effets bénéfiques sur une durée limitée mais qu'il ne se substituerait en aucun cas aux autres actions de la politique économique et présenterait même de sérieux risques pour l'avenir. En ce sens, le QE doit être vu comme un moyen et non une fin, un instrument au service des réformes et non une alternative aux réformes. Le raisonnement inverse conduirait à la remise en cause de l'euro.

³ Selon L. Bini Smaghi, ancien membre du directoire de la BCE : "Are investments more sensitive to the promise of low interest rates for a prolonged period of time or to the medium-term fiscal uncertainty that such low interest rates involuntarily produce?"

⁴ Voir Flash marchés de Patrick Artus du 2 avril 2014 : « Quel type de Quantitative easing pour la BCE ? ».