

Zone euro

BCE : les paramètres du PSPP

- M. Draghi a annoncé la création de comités chargés « d'évaluer les options permettant d'assurer une mise en œuvre ordonnée du programme d'achats d'actifs ».
- En l'état, les paramètres du programme d'achats d'actifs publics (PSPP) entraveront le déroulement du programme d'achats d'actifs, surtout si, comme nous l'anticipons, son terme est repoussé jusqu'en septembre 2017 au moins.
- Trois options sont envisageables, potentiellement en combinaison. Mais chacune soulève des difficultés.

Lors de la réunion de politique monétaire du mois de septembre, M. Draghi a annoncé la création de comités chargés « d'évaluer les options permettant d'assurer une mise en œuvre ordonnée du programme d'achats d'actifs ». Concrètement, il s'agira de déterminer quels paramètres du programme d'achats d'actifs (QE) devront être modifiés pour faire face à la pénurie potentielle de titres publics (notamment allemands). Nous revenons dans cet article sur les enjeux des changements à venir dans les modalités du QE.

Un QE, quatre programmes

Le programme d'achats d'actifs de la BCE est composé de quatre volets distincts :

- Un programme d'achats d'Asset Backed Securities (ABSPP) ;
- Un programme d'achats de *Covered Bonds* (CBPP) ;
- Un programme d'achats de dette *corporate* (CSPP) ;
- Un programme d'achats de titres publics (PSPP).

A eux quatre, ils forment ce qu'il convient d'appeler l'assouplissement quantitatif (QE). Depuis avril 2016, la BCE, en association avec les banques centrales nationales, achète EUR 80 mds d'actifs en moyenne par mois. Les achats connaissent une saisonnalité importante, à la fois dans leur composition et dans leur montant mais, en moyenne, se répartissent de la façon suivante depuis mars¹ :

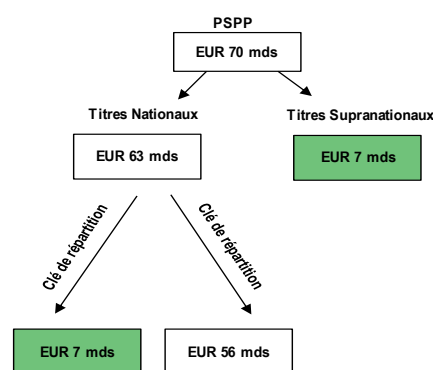
- EUR 0,5 md pour l'ABSPP ;
- EUR 3 mds pour le CBPP ;
- EUR 6,5 mds pour le CSPP ;
- EUR 70 mds pour le PSPP.

Le PSPP représente l'essentiel de l'assouplissement quantitatif. Il répond à des règles particulières qui concernent d'abord le partage des risques. Alors que pour les trois autres programmes, les achats sont effectués par la BCE et les risques sont entièrement mutualisés, pour ce qui est du PSPP, les achats sont réalisés à hauteur de 20% par la BCE – ce qui correspond aux risques

¹ Nous retenons juin comme date de référence pour le CSPP car il s'agit du mois à partir duquel il a débuté.

■ PSPP

En vert, les achats réalisés par la BCE



Graphique

Sources : BCE, BNP Paribas

communs – et les 80% restant sont réalisés par les banques centrales nationales sans mutualisation des risques.

Parmi les achats du PSPP effectués par la BCE (20% du total), la moitié est composée de dettes émises par des organismes supranationaux (EFSF, EIB, ESM, etc.). Cela correspond donc à 10% du PSPP. Ainsi, en considérant que le volume d'achat mensuel réalisé au titre du PSPP est de EUR 70 mds, EUR 7 mds correspondent à des dettes supranationales acquises par la BCE. Le solde, EUR 63 mds, correspond à des achats de dettes émises par les administrations publiques (Etat et collectivités territoriales) et les agences d'Etat² (EUR 7 mds achetés par la BCE et EUR 56 mds par les banques centrales nationales) (graphique).

Au-delà de la règle de notation minimum, les achats du PSPP sont soumis à des critères qui spécifient les titres éligibles. Il existe trois paramètres :

- Les titres éligibles doivent avoir une maturité résiduelle comprise entre 2 et 30 ans ;
- Les titres éligibles doivent avoir un rendement supérieur au taux de la facilité de dépôt (aujourd'hui -0,40%) ;
- L'Eurosystème (i.e. la BCE et les banques centrales nationales) ne peut pas détenir plus de 33% d'une ligne obligataire émise par une autorité nationale et 50% d'une ligne obligataire émise par une autorité supranationale.

Pour la portion du PSPP qui concerne l'acquisition de dettes publiques nationales, un quatrième paramètre s'applique :

- Les achats doivent être répartis géographiquement selon la participation de chaque Etat au capital de la BCE.

² La liste des agences nationales et supranationales éligibles au QE est établie par la BCE. Voir <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/pspp.en.html>

En excluant la Grèce, qui ne fait pas (encore) partie du programme d'assouplissement quantitatif, la clé de répartition implique que la part qui revient à l'Allemagne atteint 26,3%, celle de la France 20,7%, celle de l'Italie 18%, etc. (voir tableau).

Modifier les paramètres pour permettre au QE de continuer

Les paramètres du PSPP (que la BCE s'est elle-même imposés pour des raisons politiques) entraveront le déroulement du programme d'achats d'actifs, surtout si, comme nous l'anticipons, son terme est repoussé jusqu'en septembre 2017 au moins. Le cas de l'Allemagne est le plus problématique, bien qu'il ne soit pas le seul.

En supposant un rythme mensuel du PSPP de EUR 70 mds, la Bundesbank et la BCE devront conjointement acheter EUR 16,6 mds de titres de dette émis par une entité publique allemande. Jusqu'en mars 2017, cela équivaut à EUR 116 mds. Si l'échéance est repoussée en septembre 2017, le montant devient EUR 216 mds. En outre, il est difficile d'imaginer que la BCE cessera ces achats nets du jour au lendemain. Une réduction progressive pourrait avoir lieu (*tapering*). Si celle-ci débute en octobre 2017 au rythme de EUR 10 mds par mois, les achats continueront jusqu'en avril 2018. En supposant une réduction proportionnelle entre les quatre programmes qui composent le QE, le montant total de dette allemande (publique et agences) à acheter pourrait atteindre EUR 273 mds.

Aujourd'hui, compte tenu du niveau des rendements allemands, environ EUR 175 mds de titres d'Etat sont éligibles au PSPP³. A cela s'ajoutent les obligations des collectivités régionales et locales. Elles représentent environ EUR 250 mds en Allemagne, soit EUR 83 mds de titres potentiellement achetables. Enfin les agences publiques allemandes comptent environ EUR 45 mds d'obligations éligibles. Au total, l'univers des titres éligibles allemands est de l'ordre de EUR 300 mds duquel il faut retrancher les EUR 238 mds de dettes publiques allemandes que l'Eurosystème détenait déjà fin août. En définitive, seuls EUR 62 mds demeurent disponibles, ce qui équivaut à moins de quatre mois d'achats⁴. Enfin, il faut préciser que l'offre nette de titres d'Etat allemands est actuellement négative (due à l'excédent budgétaire), ce qui tend à raccourcir davantage l'horizon.

Une certaine flexibilité à l'égard des paramètres du PSPP existe déjà : la BCE permet aux banques centrales nationales qui ont des difficultés à acheter suffisamment d'obligations de leur juridiction d'avoir recours à des achats de titres supranationaux. Mais cela reste dans la limite de 10% des achats du PSPP. Ce ne sera pas suffisant.

Les options

Une modification des paramètres du PSPP s'impose (raison pour laquelle la BCE a constitué des comités dédiés). Trois options sont envisageables :

La BCE pourrait augmenter la part de chaque ligne obligataire qu'elle achète de 33% à 50%. A priori cela augmenterait l'univers des actifs

³ Début juillet, juste après la victoire du Brexit, à peine EUR 110 mds d'obligations souveraines allemandes étaient encore éligibles.

⁴ Notons toutefois qu'une partie de ce que l'Eurosystème détient est composée de titres dont le rendement est aujourd'hui inférieur à -0,4% : les titres éligibles disponibles sont donc plus nombreux.

Répartition des achats nationaux (EUR mds)

	Participation au capital de la BCE	(%)	Montant théorique d'achat mensuel pour un PSPP de EUR 70 mds
Allemagne	1 948	26,3%	16,6
France	1 535	20,7%	13,1
Italie	1 333	18,0%	11,3
Espagne	957	12,9%	8,1
Pays-Bas	433	5,9%	3,7
Belgique	268	3,6%	2,3
Autriche	213	2,9%	1,8
Portugal	189	2,6%	1,6
Finlande	136	1,8%	1,2
Irlande	126	1,7%	1,1
Slovaquie	84	1,1%	0,7
Lituanie	45	0,6%	0,4
Slovénie	37	0,5%	0,3
Lettonie	31	0,4%	0,3
Luxembourg	22	0,3%	0,2
Estonie	21	0,3%	0,2
Chypre	16	0,2%	0,1
Malte	7	0,1%	0,1
Total	7 400	100%	63,0

Tableau

Sources : BCE, BNP Paribas

éligibles allemands d'environ EUR 150 mds. Néanmoins une telle hausse ne pourrait pas s'appliquer aux obligations d'Etat émises depuis le 1^{er} janvier 2013 car ces dernières incorporent des clauses d'actions collectives : avec une part supérieure à 33% la BCE serait en position de bloquer une éventuelle restructuration en cas de défaut, ce qu'elle ferait probablement en vertu de l'interdiction de financement monétaire, créant ainsi une distorsion sur le marché.

La BCE pourrait abandonner le plancher constitué du taux de la facilité de dépôt. Cela rendrait de nombreuses obligations d'Etat allemandes de nouveau éligibles mais, pour en connaître le montant précis, il faudrait tenir compte de la part de ces titres déjà détenue par la BCE (qu'elle a achetés avant que la baisse des rendements ne les rende inéligibles). Pour contourner ce problème, considérons le montant total des obligations d'Etat allemandes de maturité comprises entre 2 et 30 ans quel que soit leur rendement: il atteint environ EUR 940 mds. En appliquant une limite de 33%, l'univers des actifs souverains éligibles est de EUR 310 mds contre un montant total de dettes allemandes (souverains, collectivité territoriales et agences) à acheter de EUR 511 mds depuis le lancement si le QE se prolonge jusqu'en septembre 2017 suivi d'un *tapering*. Il semble donc que cette option doive s'accompagner d'une augmentation de la limite d'achats à 50% pour assurer un fonctionnement fluide du QE jusqu'à son terme. La principale difficulté liée à l'abandon du plancher de taux tient aux coûts que subirait la BCE sur certaines opérations. En effet, en achetant des titres à un rendement inférieur au taux de la facilité de dépôt tout se passerait comme si la BCE payait la liquidité.

La BCE pourrait modifier la clé de répartition actuelle. Une modification importante, voire un abandon, de la clé de répartition serait sans doute l'option la plus efficace pour assurer une bonne mise en œuvre du QE. Elle permettrait, en outre, une meilleure transmission de la politique monétaire en ciblant les pays qui ont le plus besoin de conditions financières accommodantes. Néanmoins, il s'agit de l'option la plus sensible politiquement, limitant *a priori* toutes modifications éventuelles à des déviations minimales : par exemple, lorsqu'une limite serait touchée pour un pays, la BCE pourrait répartir ce qu'il reste à acheter entre les autres membres mais toujours en fonction de leur poids au capital de la BCE.