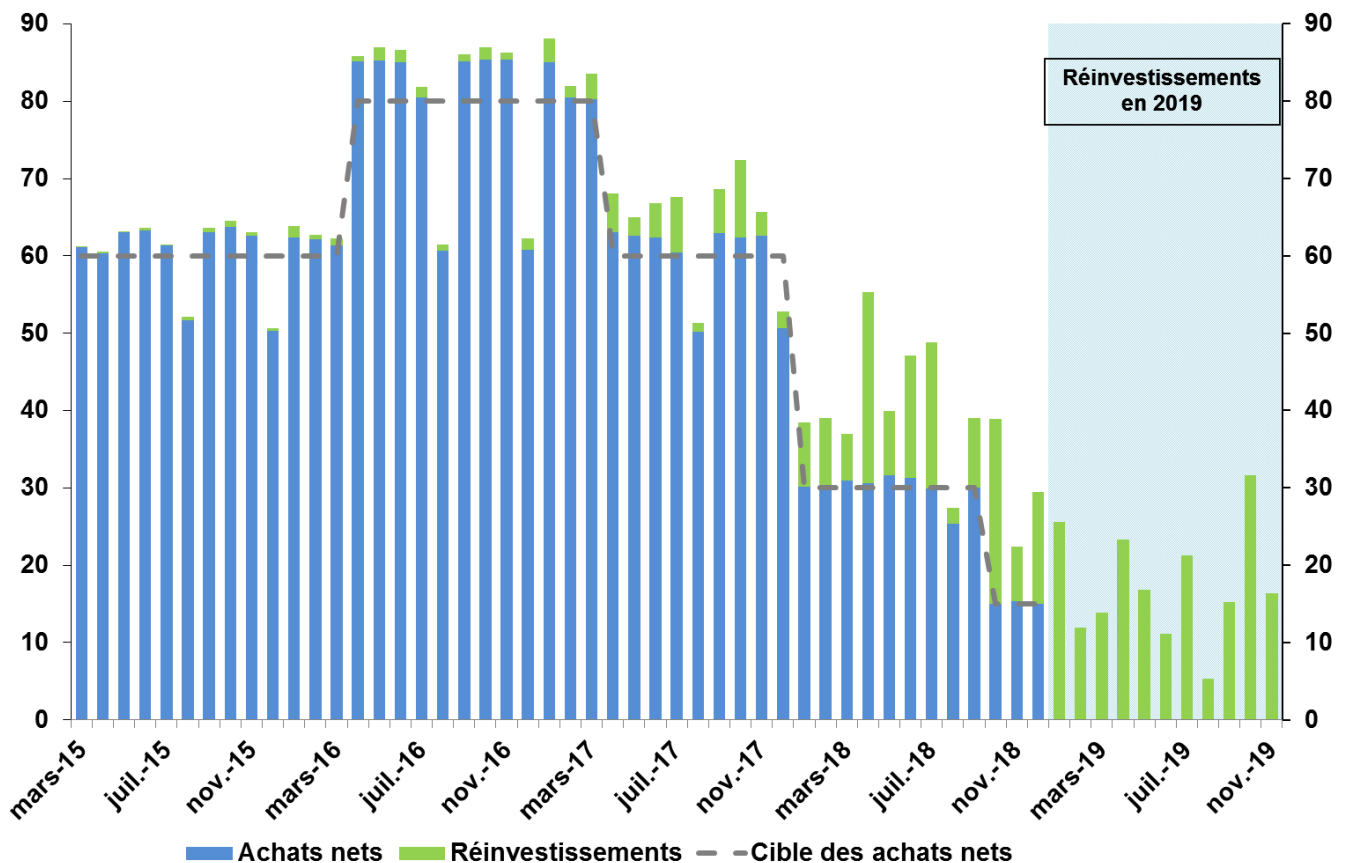


# L'arrêt des achats nets d'actifs ne met pas fin au quantitative easing

Jean Dalbard, [Hervé Le Bihan](#), Raphaël Vives

*Le Conseil des gouverneurs de la BCE a confirmé lors de sa réunion du 13 décembre 2018 l'arrêt, à la fin de l'année, des achats nets d'actifs, débutés à la fin 2014. L'assouplissement quantitatif se poursuit cependant : il dépend principalement non des flux d'achats mais du stock d'actifs détenu par l'Eurosystème. Ce dernier restera inchangé tant que se poursuivra le réinvestissement des tombées de titres arrivant à maturité.*

Graphique 1: Achats d'actifs de l'Eurosystème et réinvestissements depuis mars 2015



Source : BDF, BCE Note : Flux d'achats de l'ensemble des programmes APP, en milliards d'euros. En pointillé la cible d'achats notionnelle fixée par le Conseil des Gouverneurs. Mars 2015 : début des achats de titres publics

## Une décision fondée sur les progrès de l'inflation, et anticipée par les marchés

Les programmes d'achat d'actifs de l'Eurosystème (*Asset Purchase Programmes*, ou APP) recouvrent trois programmes d'achats de titres privés (obligations sécurisées, obligations adossées à des actifs et obligations d'entreprises) débutés à partir d'octobre 2014, et un programme d'achat de titres publics (le *Public Sector Purchase Programme*, ou PSPP). Les achats de titres publics, la plus importante composante en volume de l'APP, ont débuté en mars 2015 dans un contexte de risque de déflation en zone euro. Les flux mensuels totaux d'achats nets d'actifs, de 60 milliards d'euros à partir de mars 2015, se sont élevés à 80 milliards à partir d'avril 2016. Ils ont été successivement recalibrés à 60, puis à 30 et enfin à 15 milliards d'euros par mois (Graphique 1). L'arrêt des achats nets à fin 2018 constitue un premier pas dans la normalisation de la politique monétaire de l'Eurosystème.

Cet arrêt se justifie par la progression vers l'objectif d'inflation en zone euro, c'est-à-dire un niveau d'inflation inférieur à, mais proche de 2% à moyen terme. Selon les [projections macroéconomiques d'ensemble de l'Eurosystème de décembre 2018](#), l'inflation annuelle en zone euro en 2019, 2020 et 2021 s'établirait en effet à 1,6%, 1,7% et 1,8% respectivement. Le degré de confiance autour de la trajectoire d'inflation s'est par ailleurs accru au cours des derniers trimestres, comme en témoigne le ré-ancrage et la moindre dispersion des anticipations d'inflation à long terme des prévisionnistes professionnels ([BCE, 2018](#)).

Dans ce contexte, l'arrêt des achats nets d'actifs a été largement anticipé par les participants de marché, en particulier depuis qu'il a été rendu prévisible il y a 6 mois, à l'occasion du Conseil des Gouverneurs de juin 2018. Sa confirmation n'a ainsi pas provoqué de réaction de marché significative à la suite de la réunion du Conseil du 13 décembre.

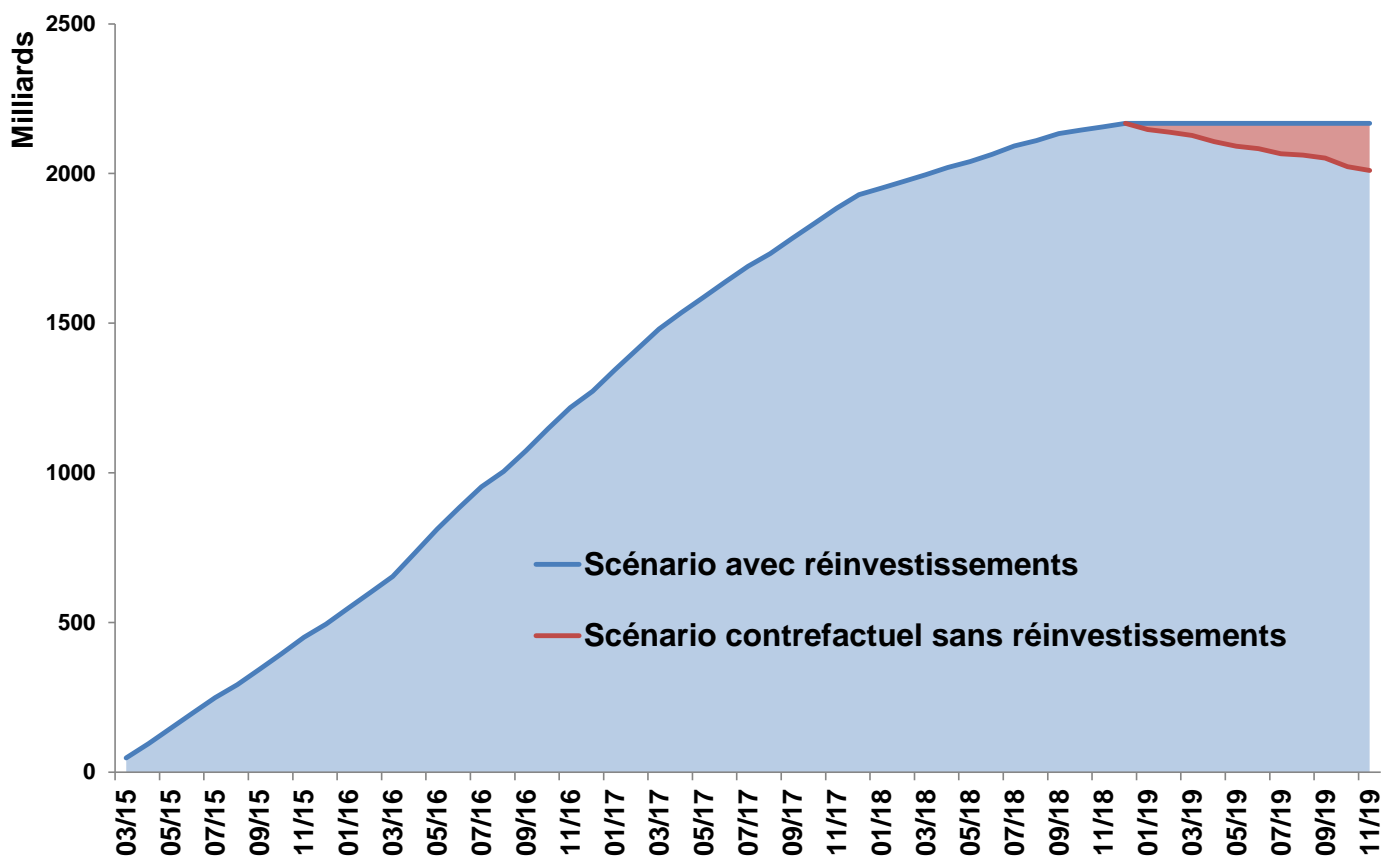
## Les flux de réinvestissement maintiendront le stock d'actifs détenu à un niveau constant

En janvier 2019 débute une nouvelle phase de l'APP, caractérisée par la poursuite du réinvestissement intégral des tombées de titres arrivés à échéance. Elle aura pour effet de maintenir la taille du portefeuille APP à un niveau constant de plus de 2 500 milliards d'euros. Cette phase de réinvestissement concerne les différents volets du programme, et se poursuivra *«pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil des Gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE»*, et *«aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire»*.

L'Eurosystème communique chaque mois, pour chaque programme, le montant des tombées à réinvestir sur les douze mois suivants. Ainsi, le montant des réinvestissements PSPP en 2019 sera supérieur à 158 Mds EUR (montant à réinvestir entre janvier et novembre 2019, dernière donnée publique).

Le graphique 2 compare la trajectoire du portefeuille PSPP à l'horizon 2019 à un scénario « contrefactuel » sans réinvestissement. Sous cette seconde hypothèse, la taille du portefeuille PSPP se réduirait dès le mois de janvier. Le stock d'actifs détenus déclinerait toutefois seulement de façon graduelle car la maturité moyenne du portefeuille PSPP s'établit actuellement à 7,4 années environ. Dans le scénario avec réinvestissements retenu par l'Eurosystème, il n'y aura pas de diminution du stock d'actifs détenu tant que les réinvestissements se poursuivront. Les participants de marché anticipent majoritairement que cette phase de réinvestissement intégral des tombées s'étendra sur une durée comprise entre 2 et 3 ans.

*Graphique 2: Stock de titres du PSPP avec et sans réinvestissements à l'horizon 2019*



*Note : L'horizon novembre 2019 correspond à celui pour lequel les montants de tombées sont publiés et ne préjuge pas de la date effective de fin des réinvestissements.*

## Le stock d'actifs détenu continuera d'exercer une pression à la baisse sur les taux d'intérêt

Les réinvestissements maintiendront le stock d'actifs APP à un niveau de plus de 2 500 Mds EUR. Or, du point de vue des effets sur les taux d'intérêt à long terme, c'est le stock de titres –par opposition aux flux d'achats de titres-, ainsi que la maturité des titres détenus, qui

importe principalement. En effet la détention (courante ou anticipée) par la banque centrale d'une plus grande fraction de l'encours de titres publics réduit la quantité nette de titres disponibles pour les investisseurs privés. Certains investisseurs privés sont enclins à vendre à la banque centrale et à réallouer leur portefeuilles vers d'autres titres. Cependant, d'autres investisseurs (par exemple les compagnies d'assurance) ont une forte préférence pour la détention de titres publics de maturité longue. Si le programme d'achat de la banque centrale est de suffisamment grande ampleur, il faut que ces investisseurs également cèdent leurs titres, ce qui requiert une augmentation significative du prix des titres, et donc une baisse significative des rendements. La baisse est d'autant plus persistante que la détention par la banque centrale est durable. Ce canal peut en outre être renforcé par un effet « de signal », selon lequel la mise en œuvre de programmes d'achats par la banque centrale crédibilise son engagement à maintenir ses taux directeurs bas.

La prédominance de l'effet stock est confirmée par différentes études empiriques. [Arrata et Nguyen \(2017\)](#) obtiennent ainsi, dans une étude portant sur le PSPP conduit par la Banque de France que l'achat de 10% du stock de dette publique française conduit à une baisse de 13 à 26 points de base des rendements de ces titres. [Andrade et al. \(2016\)](#) mettent en évidence une baisse moyenne des rendements de 27 points de base des titres de la zone euro lors de l'annonce et de l'implémentation du PSPP en mars 2015. Ces études trouvent, par contraste, que l'effet transitant par les flux d'achats est non significatif, tandis que [De Santis et al. \(2017\)](#) trouvent un effet flux faible. Au total, en prenant en compte des estimations plus récentes ([Praet, 2017](#)), on peut estimer que l'effet à la baisse de l'APP et de ses recalibrations successives sur les taux souverains à 10 ans moyens de la zone euro, s'est établi depuis son annonce dans une fourchette de 50 à 100 points de base. Ces baisses de taux à long terme se sont transmises à l'ensemble des conditions financières et ont soutenu la croissance et l'inflation ([Banque de France \(2016\)](#)).

En définitive, le réinvestissement intégral des tombées APP contribuera à maintenir à son niveau élevé actuel le degré d'accommodation monétaire. Il combinera ses effets avec ceux des autres instruments de l'Eurosystème : l'annonce de taux d'intérêt directeurs destinés à rester inchangés à leurs niveaux actuels « *au moins jusqu'à l'été 2019* », et la fourniture de liquidités au secteur bancaire.