

UNIVERSITÉ DE FRIBOURG
FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ET SOCIALES
DÉPARTEMENT D'ÉCONOMIE POLITIQUE
FRIBOURG

**Les motifs et les risques des achats
massifs d'obligations
gouvernementales par la Banque
Centrale Européenne**

Travail de séminaire de macroéconomie

Auteur : David Caillet

Rapporteur : Prof. Dr Sergio Rossi, Ph.D.

Assistant : Fabio Panzera

Fribourg, avril 2012

Table des matières

| | |
|--|-----------|
| Liste des figures..... | 2 |
| Liste des tableaux..... | 2 |
| Résumé..... | 3 |
| Introduction..... | 4 |
| 1 Les motifs d'achat d'obligations souveraines par la Banque Centrale Européenne..... | 5 |
| 1.1 La mission et l'indépendance de la Banque Centrale Européenne..... | 5 |
| 1.2 La crise de la dette souveraine européenne..... | 6 |
| 1.2.1 Le problème de la dette souveraine en Europe..... | 7 |
| 1.2.2 La situation des finances publiques avant la crise de la dette souveraine européenne..... | 11 |
| 1.3 L'intervention de la Banque Centrale Européenne | 14 |
| 1.3.1 Les objectifs de l'intervention..... | 15 |
| 1.3.1.1 Réduction des spreads d'intérêt..... | 17 |
| 1.3.1.2 Rétablissement des mécanismes de transmission de la politique monétaire..... | 21 |
| 1.3.2 L'impact de l'intervention de la Banque Centrale Européenne..... | 22 |
| 1.3.2.1 La réaction des taux d'intérêt à l'annonce du programme d'achat d'obligations souveraines par la Banque Centrale Européenne..... | 23 |
| 1.3.2.2 L'évolution des spreads suite à l'intervention de la Banque Centrale Européenne..... | 25 |
| 2 Les risques d'achat d'obligations souveraines par la Banque Centrale Européenne..... | 27 |
| 2.1 Le risque du bilan pour la Banque Centrale Européenne..... | 27 |
| 2.1.1 Risques liés à la possession d'actifs douteux..... | 28 |
| 2.1.2 L'impact en cas de perte..... | 30 |
| 2.2 La perte de crédibilité de la Banque Centrale Européenne suite à son intervention..... | 31 |
| 2.2.1 Notion d'aléa moral..... | 32 |
| 2.3 Le risque d'inflation..... | 33 |
| Conclusion..... | 35 |
| Références bibliographiques..... | 37 |

Liste des figures

| | |
|---|----|
| Figure 1 : Taux de croissance du PIB réel grec entre 2000 et 2011..... | 7 |
| Figure 2 : Évolution de la dette souveraine irlandaise entre 2000 et 2010..... | 9 |
| Figure 3 : Comparaison des taux d'intérêt d'obligations à long terme de la Grèce et du Portugal entre le troisième trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2011.... | 10 |
| Figure 4 : Évolution des dettes gouvernementales de plusieurs pays de la zone euro entre 1997 et 2010..... | 11 |
| Figure 5 : Évolution du taux de croissance du PIB réel de plusieurs pays européens entre 1998 et 2011..... | 12 |
| Figure 6 : Évolution de la dette publique brute de différents pays en fonction des critères de Maastricht entre 2000 et 2011..... | 13 |
| Figure 7 : Évolution des spreads d'obligations à 10 ans de quatre pays avec des finances publiques problématiques entre 2005 et 2011..... | 19 |
| Figure 8 : Différence de l'indice iBoxx et des swaps d'obligations entre février 2007 et juin 2010..... | 23 |
| Figure 9 : Évolution du rendement de l'obligation souveraine grecque à 10 ans.. | 24 |
| Figure 10 : Évolution des spreads d'obligations sécurisées à 10 ans de différents pays européens entre janvier 2010 et octobre 2011..... | 25 |

Liste des tableaux

| | |
|---|----|
| Tableau 1 : Actifs au bilan de la BCE en euros à fin 2010..... | 27 |
|---|----|

Résumé

La crise de la dette souveraine en Europe est une conséquence directe de la crise des *subprime* ; les États ont été obligés de recapitaliser les banques commerciales ainsi que des entreprises du secteur privé en difficulté (ainsi appelées *too big to fail*), aggravant de ce fait le déficit public des États. Au vu des finances publiques de certains États, les investisseurs ont perdu confiance dans les obligations émises par ces pays. De ce fait, les rendements obligataires ont fortement augmenté rendant le financement des États plus difficile. La Banque Centrale Européenne (BCE) est intervenue afin d'apaiser les tensions apparues sur les marchés financiers. Le premier programme, d'une durée limitée, d'achat d'obligations sécurisées débute en mai 2009 et a pour but de redresser le marché des obligations sécurisées. Le deuxième programme, d'une durée illimitée, a été mis en place en mai 2010, dans l'optique de drainer les dysfonctionnements de certains secteurs des marchés de titres de créances européennes. Ces deux programmes ont obligé la BCE à mettre en place des mécanismes lui permettant de réabsorber les liquidités injectées. Il existe un risque pour l'institution de voir ses comptes subir des pertes suite au défaut d'un État ou par l'échange continu d'actifs de qualité supérieure en échange d'actifs de mauvaise qualité. Toutefois la BCE possède un filet de sécurité assez important. Un autre risque est de voir une perte de crédibilité de la BCE ainsi que l'apparition d'un aléa moral. Un risque inflationniste suite à l'augmentation de la masse monétaire est un scénario à ne pas exclure.

Introduction

La crise de la dette souveraine en Europe a été un sujet d'actualité durant plusieurs mois. Les pays touchés ont été plongés dans un profond tourment et des incertitudes sur la survie de la zone euro sont apparues. Les plans d'austérité et les diverses réductions budgétaires ainsi que l'inquiétude générale ont provoqué de vives et diverses réactions, certaines approuvant, d'autres dénonçant les choix de l'Union européenne. L'intervention de la BCE a été très grandement critiquée, également au sein de l'institution même, car une telle action pose la question de l'indépendance et du rôle de l'établissement face aux États membres. Bien qu'elle s'inscrive dans un cadre plus large de soutien aux gouvernements en difficulté, cette intervention est unique de par sa forme, son impact, son risque et par le refus de la BCE à agir en acheteur de dernier ressort des obligations souveraines des pays membres.

Ce travail se concentre sur les raisons ayant poussé la BCE à intervenir sur les marchés financiers et les risques qui y sont liés, en analysant principalement l'action de la BCE sur le marché secondaire. Un signal fort est envoyé aux marchés lorsqu'une banque centrale annonce et met en place une telle intervention. Cela se justifie par la rareté et la nécessité de ce genre d'action. Le fondement du travail analyse la mission et l'indépendance de la BCE à travers les traités de l'Union européenne. Il est nécessaire de comprendre d'un point de vue purement légal la marge de manœuvre de la BCE grâce à son indépendance. Une analyse séparée des finances publiques de chaque pays permet de dégager des points communs amenant à une vision globale des finances publiques des membres de la zone euro. L'intervention de la BCE a été motivé par le besoin de restaurer la confiance sur les marchés financiers de la zone euro. Cette intervention a obligé la BCE à mettre en place des programmes extraordinaires et à utiliser des instruments non-conventionnels pour éviter un gonflement de la masse monétaire et respecter ses objectifs en matière de politique monétaire. Les éléments centraux de cette section sont les différents buts de cette intervention et la capacité de la BCE à les réaliser. Lors de l'annonce par l'institution du début des programmes d'achat d'obligations, une forte réaction des marchés financiers a eu lieu, comportant une réduction des taux d'intérêt des obligations des pays en difficulté. Une banque centrale s'expose naturellement à des risques en achetant des obligations d'États en difficulté, tout d'abord, un risque de bilan mais également une perte de crédibilité. Les critiques ont argumenté que ce n'est pas le rôle de la BCE d'intervenir sur les marchés financiers. Elle risque également de voir apparaître un aléa moral à travers des pays refusant de revenir à des finances publiques saines en imaginant que la zone euro pourrait toujours leurs venir en aide.

1 Les motifs d'achat d'obligations souveraines par la Banque Centrale Européenne

Cette partie se concentre sur les raisons de l'intervention de la BCE. La crise de la dette souveraine ayant mis des États de la zone euro dans une situation problématique et rendant difficile les emprunts sur les marchés financiers, la BCE a voulu réduire les taux d'intérêt des obligations souveraines afin d'aider ces pays à réemprunter à des taux d'intérêt modérés (Candelon et Palm, 2011, p. 387). En premier lieu, il convient d'analyser la mission et la position indépendante de la BCE face aux États membres de la zone euro. Deuxièmement, le travail s'attarde sur la crise de la dette souveraine européenne. Troisièmement, l'analyse porte sur les canaux permettant de réaliser cette intervention ainsi que sur ses objectifs. Finalement, l'impact d'une telle intervention est étudié dans la dernière section.

1.1 La mission et l'indépendance de la Banque Centrale Européenne

La BCE est fondée le 1^{er} juin 1998 et a son siège à Francfort-sur-le-Main en Allemagne. La BCE est le cœur du Système Européen de Banques Centrales (SEBC) qui inclut les 27 Banques Centrales Nationales des pays membres de l'Union européenne. Ainsi, d'après le Traité sur l'Union européenne, également appelé traité de Maastricht : « L'objectif principal du Système Européen de Banques Centrales est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union [...]. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources [...] » (Voir : Journal officiel de l'Union européenne, 2010, art. 127 al. 1 et art. 282 al. 1 et 2).

À côté d'une politique de croissance non-inflationniste, la BCE doit essayer de maintenir un niveau d'emploi élevé, tout en garantissant un marché concurrentiel.

Les missions fondamentales de la BCE sont définies comme suit : (Voir : Journal officiel de l'Union européenne, 2010, art. 127 al. 2)

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de l'Union ;
- conduire les opérations de change ;
- détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

D'autres missions sont encore attribuées à la BCE, telles que l'émission de billets de banque dans la zone euro et la collecte d'informations afin de réaliser des statistiques.

La BCE n'est dépendante d'aucun État national ou de tout autre organisme. Cela dans le but de pouvoir assurer une politique monétaire sans influences externes. Ainsi, en aucun cas, la BCE où ses membres ne peuvent recevoir des instructions d'un État membre ou des organes de l'Union européenne. Ces derniers s'engagent de manière réciproque à ne pas essayer d'influencer la BCE dans l'exercice de ses fonctions.

Ici, aussi, c'est le traité sur l'Union européenne qui définit l'indépendance de la BCE :

« [...] Elle est indépendante dans l'exercice de ses pouvoirs et dans la gestion de ses finances. Les institutions, organes et organismes de l'Union ainsi que les gouvernements des États membres respectent cette indépendance. » (Journal officiel de l'Union européenne, 2010, art. 282 al. 3).

Cette indépendance est aussi valable d'un point de vue budgétaire ; la BCE possède son propre budget qui ne dépend pas de l'Union européenne, son capital étant souscrit et libéré par les Banques Centrales Nationales (BCN).

Le traité de Maastricht stipule « qu'il est interdit à la BCE et aux BCN, d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union [...] ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les BCN, des instruments de leur dette sont également interdits » (Journal officiel de l'Union européenne, 2010, art. 123 al. 1), afin de compartimenter la politique monétaire de la BCE et les politiques budgétaires gérées par les Trésors de chaque État. Ainsi, cette interdiction a pour conséquence d'empêcher la BCE d'être le prêteur en dernier ressort et donc de monétiser la dette publique des États membres. Bien que l'achat direct d'obligations souveraines d'un État membre est interdit, la souscription indirecte de la BCE permet de réduire les tensions sur les marchés financiers (Barthe, 2011, pp. 239-240).

1.2 La crise de la dette souveraine européenne

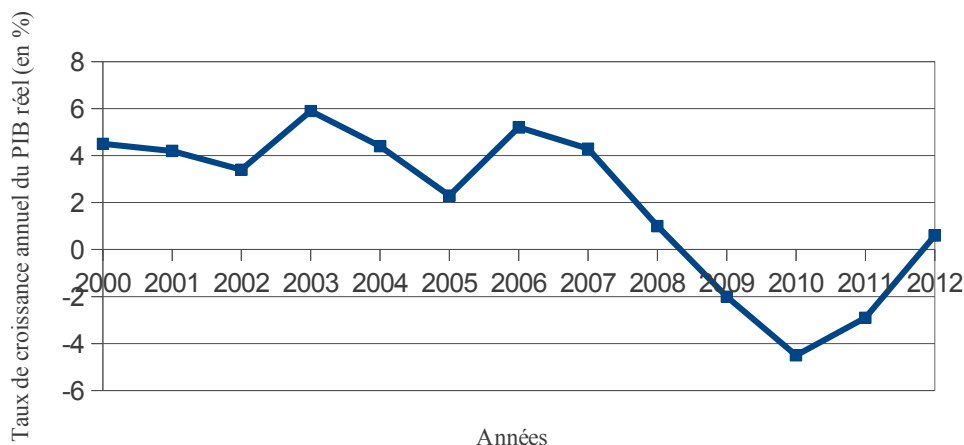
Ce chapitre retrace brièvement le problème de la dette souveraine en Europe et analyse les finances publiques de certains États membres de l'union monétaire durant les années 2000, avant la crise des *subprime* qui est à l'origine de la crise de la dette souveraine européenne. On constate que les pays ayant des finances publiques problématiques sont aussi ceux qui ont vu des bulles immobilières apparaître durant les années 2003 à 2006. Au moment où les bulles ont éclaté (fin 2007), le secteur bancaire a été fortement touché par la baisse des prix

immobiliers, obligeant les États à intervenir pour recapitaliser le secteur bancaire national. Cette recapitalisation massive a eu pour conséquence d'augmenter énormément le déficit public de plusieurs États membres de la zone euro.

1.2.1 Le problème de la dette souveraine en Europe

On ne peut étudier le problème de la dette souveraine en Europe qu'après avoir parlé de la Grèce qui est le berceau de la crise de la dette publique. L'entrée de la Grèce dans l'Union européenne (1981) et surtout le passage du drachme à l'euro (2001) a ouvert le pays à de nouvelles possibilités d'investissements. En effet, le pays a la possibilité d'emprunter sur les marchés européens avec autant d'aisance qu'un pays comme la France ou l'Allemagne.

Figure 1 : Taux de croissance du PIB réel grec entre 2000 et 2011



Source : Élaboration personnelle sur la base de OCDE (2011, Internet)

Note : Les données utilisées pour l'année 2012 sont des prévisions

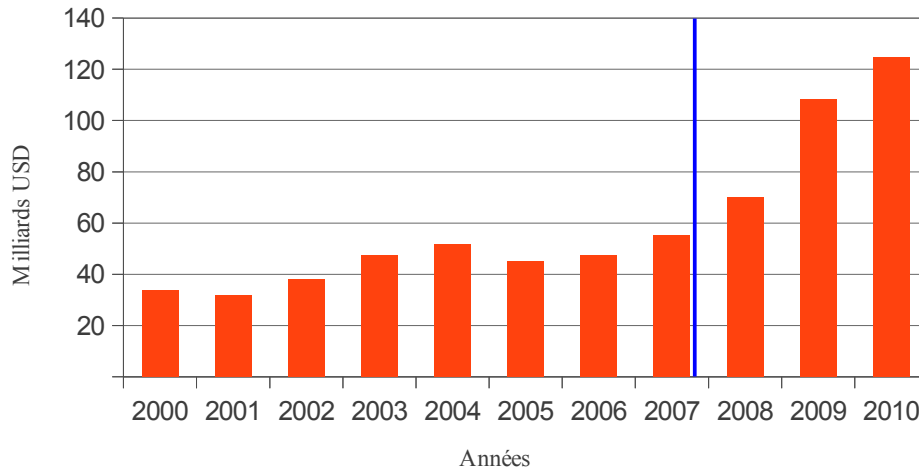
Avec la mise en place de l'euro en 2001, la Grèce entrait dans une nouvelle ère où la croissance économique va être fulgurante, son économie sera une des plus dynamiques de l'Europe. Comme le montre la figure 1 ci-dessus, la Grèce aura un taux de croissance du PIB d'environ 4 pour cent entre 2000 et 2006. Malgré cette forte croissance, le pays n'est pas arrivé à réduire la dette publique qui se situait toujours au-dessus des 100 pour cent du PIB. Les fraudes fiscales (13 pour cent des Grecs avouent avoir payé des pots-de-vin en 2008) ainsi qu'une économie souterraine (environ 40 pour cent du PIB) permettent d'expliquer des recettes fiscales faibles empêchant le pays de rembourser sa dette publique (Lynn, 2011, p. 121). À cela s'ajoute une corruption élevée au sein des autorités publiques, la

présentation de statistiques erronées (Trichet, 2010, Internet) et le recours à des instruments financiers afin de dissimuler l'ampleur réelle de la dette publique au moment de l'entrée dans la zone euro en 2001.

Il est impossible de situer un événement déclencheur de la crise de la dette publique grecque. Notons seulement que, le 7 décembre 2009, l'agence de notation *Standard & Poor's* a placé sous surveillance avec une perspective négative la note de crédit à long terme de la Grèce. À la même date, Jean-Claude Trichet (2009, Internet, nous traduisons), ex-président de la BCE, annonce devant le parlement Européen : « *beaucoup de gouvernements européens sont confrontés à une hausse non durable des déséquilibres budgétaires. Cela pourrait affaiblir la confiance du public dans la viabilité des finances publiques, avec des effets négatifs sur la confiance des marchés conduisant à des taux d'intérêt à moyen et long terme moins favorables.* »

Les marchés financiers ont immédiatement manifesté leurs doutes et leurs inquiétudes. Le jour même, le rendement des obligations grecques à 10 ans augmenta de 10 points de base à 5,11 pour cent sur la bourse de Londres, creusant l'écart avec les obligations allemandes d'une durée semblable de 16 points de base (Lynn, 2011, p. 128). Le 7 décembre 2009 marque le début d'une période troublée : les agences de notation vont continuer à abaisser la note de crédit de la Grèce et dès le printemps 2010 des plans d'austérité vont se succéder. La BCE va commencer dès mars 2010 à acheter des obligations grecques bien que sa note (BBB-) ne corresponde pas aux critères minima fixés (A-) ; par la suite elle va même déclarer qu'elle les acceptera quelle que soit la note de crédit de la Grèce.

Le problème de la dette souveraine ne concerne pas uniquement la Grèce, d'autres pays sont également confrontés à des finances publiques problématiques. Ces pays ont même été dénommés péjorativement *PIIGS* par les médias et incluent le Portugal, l'Irlande, l'Italie, la Grèce et l'Espagne. Dès 2008, l'Irlande, va être le deuxième pays à connaître des difficultés. La différence avec la Grèce réside dans le fait que les finances publiques irlandaises étaient saines avant la crise des *subprime* en 2008. En effet, le problème de la dette publique irlandaise découle de la formation d'une bulle immobilière dans le pays entre 2003 et 2006. Lorsque cette bulle a éclaté, le secteur bancaire irlandais a été fortement touché par la chute des prix immobiliers, obligeant l'État à intervenir.

Figure 2 : Évolution de la dette souveraine irlandaise entre 2000 et 2010

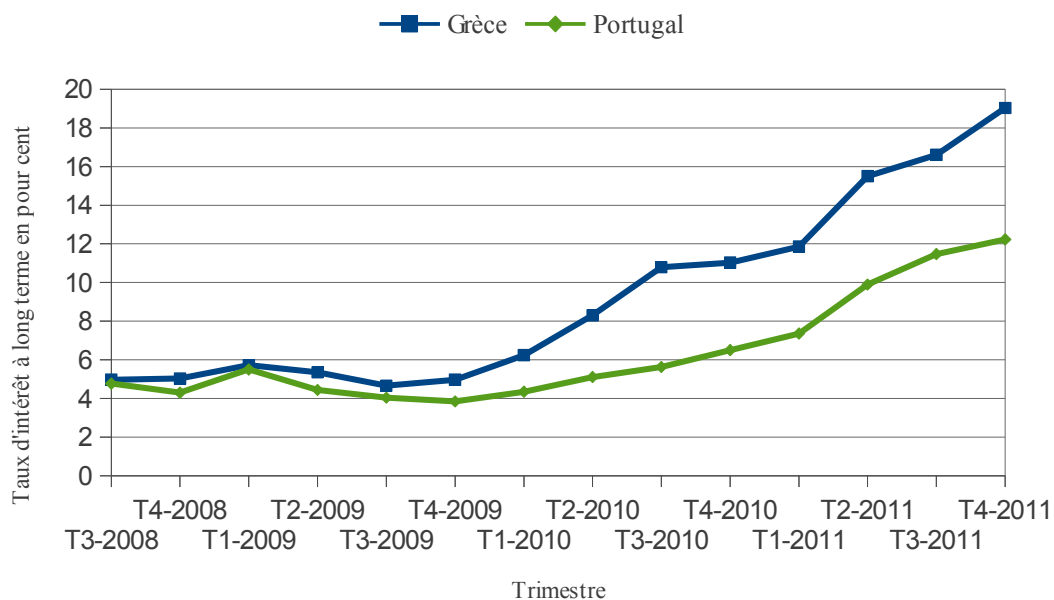
Source : Élaboration personnelle sur la base de OCDE (2011, Internet)

Note : La ligne verticale bleue marque le début de la crise des *subprime*.

Dès 2009, plusieurs banques en Irlande vont demander de l'aide au secteur public. Cette aide amène à une augmentation de la dette public du pays, comme on peut le constater dans la figure 2 ci-dessus. L'ampleur de la dette publique par rapport à l'économie irlandaise, est telle que l'Union européenne octroie une aide de 85 milliards d'euros fin novembre 2010, afin de recapitaliser les banques. Cette aide est combinée à un plan d'austérité visant à réduire de 15 milliards les dépenses étatiques.

Le Portugal est également un pays qui a dû recourir à l'aide européenne. Comme pour la Grèce, les taux d'emprunt du Portugal ont également augmenté après que l'agence de notation *Standard & Poor's* a dégradé la note de crédit du pays, en mars 2011, à la suite de la démission du Premier ministre portugais et d'une profonde crise politique ébranlant le pays depuis plusieurs mois. La figure 3 permet de voir qu'entre 2008 et 2011, les taux d'intérêt des obligations souveraines portugaises à long terme sont moins élevés que les taux d'intérêt des obligations souveraines grecques. Notons encore que le Portugal a, comme la Grèce, une dette publique dépassant les 100 pour cent du PIB.

Figure 3 : Comparaison des taux d'intérêt d'obligations à long terme de la Grèce et du Portugal entre le troisième trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2011.

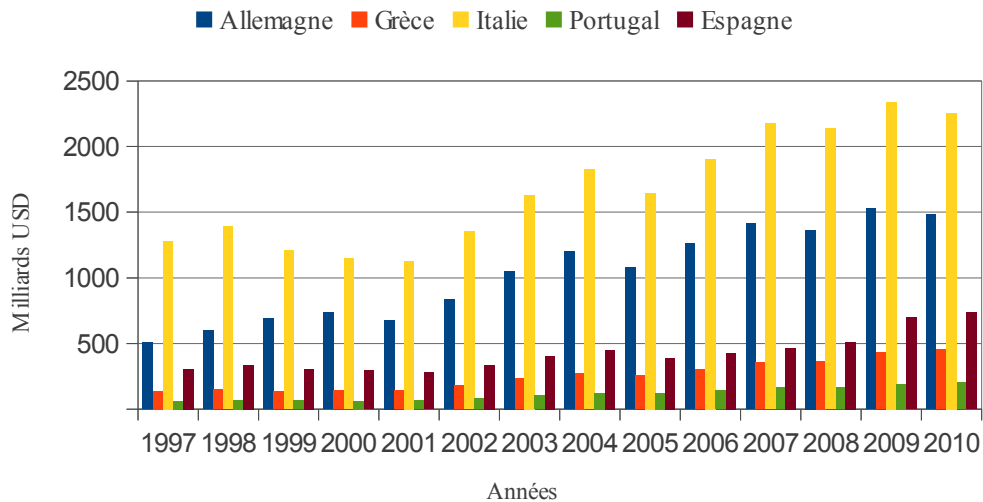


Source : Élaboration personnelle sur la base de OCDE (2011, Internet)

En Espagne, le déficit public est élevé à cause d'une crise profonde, suite à l'éclatement de la bulle du secteur immobilier, pilier de l'économie espagnole, en 2009. Le cas espagnol est bien plus problématique que le cas grec ; en effet, l'Espagne a un poids considérable dans l'économie européenne. Si un plan de sauvetage devait voir le jour pour ce pays, il serait très conséquent et l'Union européenne aurait des difficultés à lever les fonds nécessaires pour sauver le pays.

L'Italie, de son côté, a une dette publique faramineuse dépassant les 100 pour cent du PIB. Elle est de plus soumise à des tensions intérieures très fortes (problèmes politiques). En septembre 2011, le parlement italien accepte un plan d'austérité destiné à équilibrer le budget du pays. Ici aussi, une intervention de l'Union européenne serait problématique vu la taille de l'économie italienne au sein de la zone euro.

Figure 4 : Évolution des dettes gouvernementales de plusieurs pays de la zone euro entre 1997 et 2010



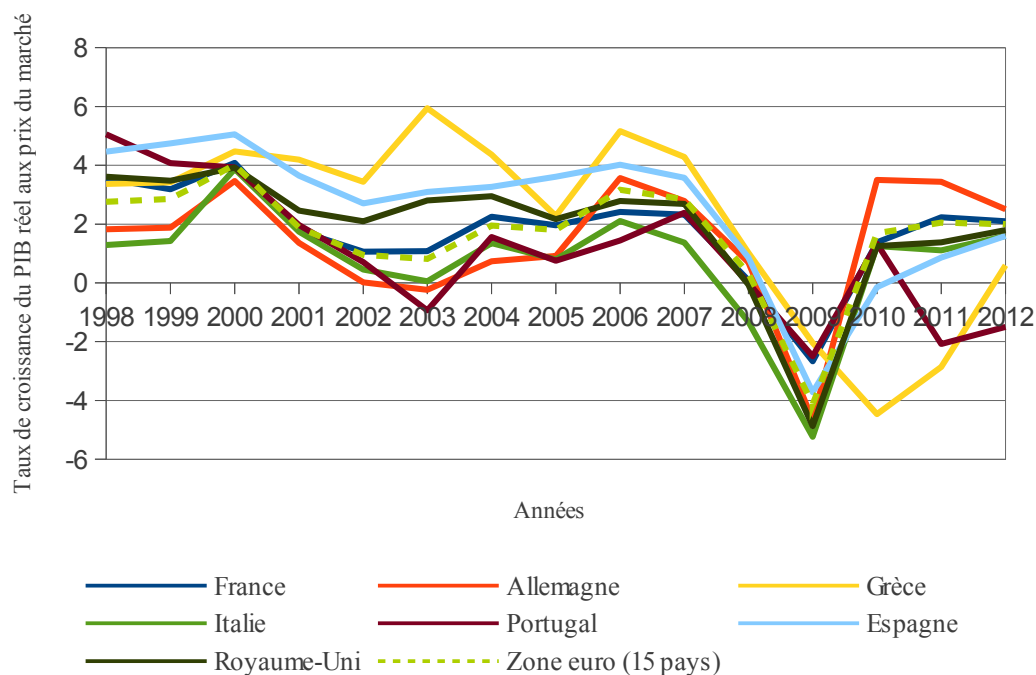
Source : Élaboration personnelle sur la base de OCDE (2011, Internet)

La figure 4 ci-dessus montre bien la taille considérable de la dette publique italienne par rapport aux autres pays européens. En comparaison, la dette grecque en 2010 ne faisait environ qu'un cinquième de la somme totale de la dette italienne.

1.2.2 La situation des finances publiques avant la crise de la dette souveraine européenne

Comme on l'a vu, plusieurs pays de la zone euro ont demandé une aide financière à l'Union européenne et/ou ont dû mettre en place un plan d'austérité dans le but de rééquilibrer la situation de leurs finances publiques. La présente section va analyser l'état des finances publiques de plusieurs pays, afin d'avoir une vision globale de la situation économique européenne avant le début de la crise de la dette souveraine.

Figure 5 : Évolution du taux de croissance du PIB réel de plusieurs pays européens entre 1998 et 2011



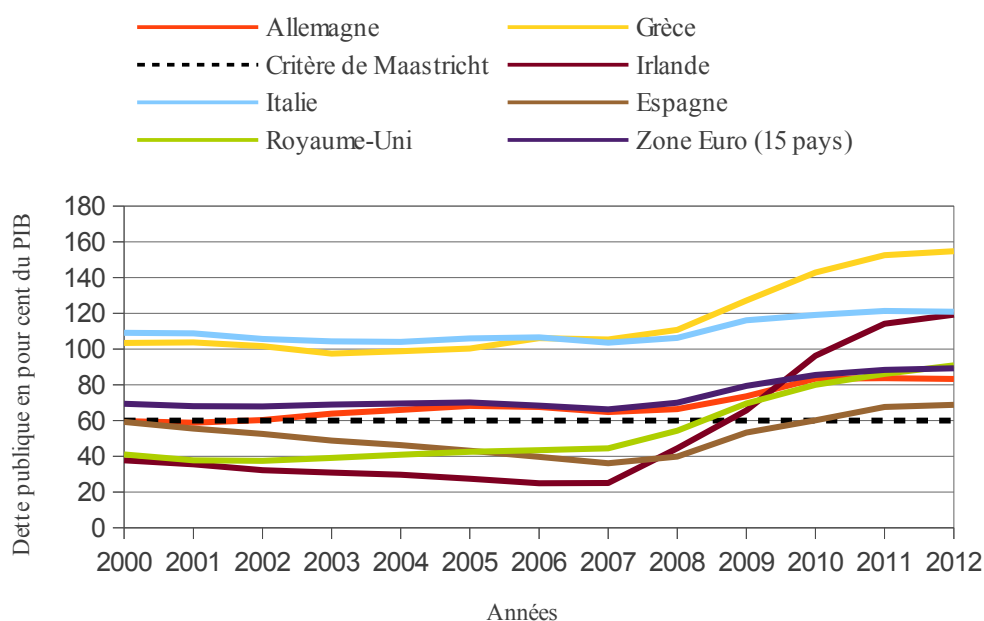
Source : Élaboration personnelle sur la base de OCDE (2011, Internet)

Note : Les données utilisées pour l'année 2012 sont des prévisions

La figure 5 ci-dessus, permet de voir les différents événements économiques qui ont marqué ces dix dernières années. Jusqu'en 2000, toutes les économies européennes connaissent une hausse du PIB réel. Les années suivantes, on ressent l'effet de l'éclatement de la bulle technologique, sauf pour la Grèce qui va connaître un fort taux de croissance. Pour la majorité des pays, le PIB ne va retrouver un taux de croissance positif qu'en 2003. Ce taux ne cessera d'augmenter jusqu'à la crise des *subprime*, en 2008, qui va toucher fortement l'ensemble des pays. La zone euro subira même un recul de plus de 3 pour cent du PIB en 2009. La figure 6 montre la dette gouvernementale des différents pays en fonction des critères prévus par le Traité de Maastricht. Ces critères, stipulent que le rapport entre le déficit public annuel et le PIB ne doit pas dépasser 3 pour cent. Si ce n'est pas le cas, ce rapport doit rester proche de 3 pour cent tout en dépassant ce seuil de manière exceptionnelle et temporaire.

De plus, le rapport entre la dette publique brute et le PIB ne doit pas dépasser 60 pour cent. Si ce n'est pas le cas, ce rapport doit avoir diminué suffisamment et s'approcher des 60 pour cent à un rythme satisfaisant.

Figure 6 : Évolution de la dette publique brute de différents pays en fonction des critères de Maastricht entre 2000 et 2011



Source : Élaboration personnelle sur la base de OCDE (2011, Internet)

Note : Les données utilisées pour l'année 2012 sont des prévisions

Dès 2000 déjà, l'Italie et la Grèce ne respectent pas les critères de Maastricht (ligne interrompue noire) et après la crise des *subprime* de 2008, excepté l'Espagne, plus aucun pays ne les respecte.

Le problème grec n'est finalement qu'un problème mineur pour la zone euro, en effet, le pays pourrait être mis sous tutelle pour une durée indéterminée.

Une des conséquences de l'union monétaire est le fait que les banques sont devenues beaucoup plus enclines à avoir dans leurs actifs, des obligations d'autres pays membres. Cela a été positif durant les dix premières années suivant la création de la zone euro.

Mais cette situation pourrait devenir dramatique, justement du fait que la France, l'Allemagne et l'Angleterre détiennent entre eux un total de 1,2 billion d'euro de dettes grecques, portugaises et espagnoles en 2010. Le défaut d'un seul pays fortement endetté mettrait le système bancaire entier et la zone euro elle-même en danger.

De plus, force est de constater que la monnaie unique a aggravé les divergences entre les pays membres au lieu d'être un critère de convergence. Jusqu'au début de la crise financière de 2008, les pays périphériques (*PIIGS*) ont eu une croissance économique forte, bien plus élevée que l'Allemagne, la plus grande économie de la zone euro. De ce fait, l'Allemagne est sortie plus facilement de la crise que les pays de la périphérie qui subissent des ajustements plus difficiles. Il est donc délicat pour la BCE de fixer des taux d'intérêt correspondant le mieux à l'ensemble de la zone euro. En effet, la politique monétaire s'avère trop expansive pour les pays en forte croissance et, d'un autre côté, elle est trop restrictive pour les pays à faible croissance économique. En résumé, le niveau des taux d'intérêt est trop faible pour les pays en expansion et trop élevé pour les pays en stagnation, aggravant ainsi les différences entre le cœur et la périphérie de la zone euro (Barthe, 2011, pp. 272-273).

1.3 L'intervention de la Banque Centrale Européenne

Le traité de Maastricht interdit à la BCE de financer directement un État en difficulté en rachetant directement de sa dette sur le marché primaire. Elle peut donc acheter des obligations étatiques des pays membres uniquement sur le marché secondaire. Cette opération entre dans un cadre beaucoup plus large, visant à rééquilibrer les finances publiques des pays en difficulté. Ce soutien n'est évidemment pas sans contrepartie, les pays concernés devant s'engager à ramener leurs finances publiques à un état non problématique.

D'un point de vue théorique, l'achat d'actifs par une banque centrale suit toujours les mêmes principes. On peut dégager quatre canaux par lesquels un programme d'achat d'actifs va affecter l'économie réelle :

- a) *L'effet d'annonce* : quand une banque centrale annonce qu'elle va mettre en place un tel programme, elle lance un signal fort aux marchés de sa volonté de rétablir la confiance dans l'économie ou dans certains segments du marché.
- b) *L'effet d'équilibre du portefeuille (portfolio balance, en anglais)* : est l'effet selon lequel l'achat d'actifs par une banque centrale amène à une augmentation du prix des actifs et à une diminution de l'approvisionnement d'actifs.

- c) *La prime de liquidité* : renvoie à l'effet de resserrement sur les primes de liquidités. Quand une banque centrale achète des actifs, les opportunités de négociations sont améliorées ; en effet, les investisseurs sont moins hésitants à investir, car ils savent qu'ils ont un acheteur potentiel s'ils décident de vendre. La hausse des prix des actifs entraîne une augmentation de la richesse des détenteurs d'actifs, renforçant alors leur volonté d'investir.
- d) *L'effet économique réel* : quand une banque centrale achète un actif, elle va créditer le compte du vendeur du produit de l'actif. Cette somme est supposée injectée dans l'économie réelle, indépendamment de ce que va faire la banque centrale de l'actif (stérilisation ou non).

Selon ces canaux, l'impact d'achat d'actifs de la part d'une banque centrale déclenche principalement un renouveau de la confiance des investisseurs en matière de sécurité des actifs de placement (BCE, 2011, pp. 10-11).

Le choix d'achat d'obligations souveraines s'explique par plusieurs critères :

- Premièrement, les mesures pour soutenir les flux de crédit vers le secteur non financier s'opèrent avant tout par les banques. Avant l'intensification de la crise des *subprime* en automne 2008, les obligations sécurisées étaient une source de financement importante pour les banques. Ainsi, le conseil des Gouverneurs¹ conclut que l'Eurosystème pourrait contribuer à relancer le marché en terme de liquidité et d'émission en s'engageant dans des achats fermes d'obligations souveraines (Trichet, 2009, Internet).
- Deuxièmement, les obligations sécurisées sont, par nature, différentes des nombreux titres adossés à des actifs (*asset-backed securities – ABS*), tant populaire avant la crise financière débutée en juillet 2007. Mais surtout, les obligations sécurisées ne comportent pas le transfert du risque de crédit impliqué par des actifs sous-jacents de l'émetteur à l'investisseur. En effet, le risque de crédit reste chez l'émetteur, préservant ainsi les incitations prudentes à l'évaluation et au suivi du risque de crédit. Étant donné que la crise financière est clairement exposée aux conséquences désastreuses d'une évaluation imprudente du risque de crédit, l'utilisation d'une classe d'actif avisée comme les obligations sécurisées est évidente (Trichet, 2009, Internet).

Notons encore que les obligations sécurisées existent depuis plus de 200 ans en Allemagne et ont prouvé être des actifs sûrs à long terme (Trichet, 2009, Internet).

1 Organe décisionnel de la BCE, regroupant les dirigeants des banques nationales de la zone euro et le directoire de la BCE

1.3.1 Les objectifs de l'intervention

Le 7 mai 2009, le conseil des Gouverneurs annonce le début d'un programme d'achat d'obligations sécurisées (*Covered Bond Purchase Programm – CBPP*) et annonce, environ une année après, un programme d'achat d'obligations souveraines des pays de la zone euro (*Securities Markets Programme – SMP*).

Le premier programme se concrétise par l'intervention de la BCE sur le marché secondaire et les circonstances exceptionnelles requises par ledit marché. La BCE a l'intention d'implanter ce programme de manière graduelle jusqu'en juin 2010 en tenant compte des conditions du marché et des besoins en matière de politique monétaire de l'Eurosystème.

Les objectifs du programme sont de contribuer à (BCE, 2011, p. 12) :

- a) promouvoir la baisse continue des taux du marché monétaire à terme ;
- b) faciliter l'accès à des fonds pour les institutions de crédits et les entreprises ;
- c) encourager les institutions de crédits à maintenir et à accroître leurs prêts ;
- d) améliorer la liquidité dans d'importants segments du marché de la dette privée.

D'après le communiqué, la BCE et les BCN vont procéder à l'achat d'obligations sécurisées pour un montant de 60 milliards d'euro. Les BCN doivent respecter des critères stricts notamment (liste non exhaustive) :

- chaque opération d'achat d'obligations doit avoir un montant minimum de 500 millions d'euro. Une banque centrale peut toutefois déroger à cette règle si le marché l'exige. Elle doit dans ce cas veiller à ce que cette opération soit supérieure à 100 millions d'euro.
- les titres doivent, en règle générale, avoir une note minimum de « AA » (ou équivalent) décernée par une des principales agences de notations, et dans tous les cas pas en dessous de « BBB- ». ²

Jean-Claude Trichet, alors président de la BCE, annonce lors d'un discours à l'Université de Munich au sujet du programme d'achat d'obligations sécurisées :

« Les obligations sécurisées sont des titres de créances émis par les banques, qui leurs donnent accès à un financement de plus long terme que les opérations de refinancement de la BCE. Ainsi, les obligations sécurisées permettent aux

2 La BCE va, en mars 2010, accepter les obligations grecques notées BBB-. En mai de la même année, elle annonce qu'elle accepte les obligations grecques comme collatérales indépendamment de leur note.

banques de gérer l'asymétrie des échéances entre leurs actifs et passifs » (Trichet, 2009, Internet, nous traduisons).

L'annonce de ce programme fut une surprise pour les marchés (voir point 1.3.2.1).

En moyenne, un montant de 240 millions d'euro était acheté quotidiennement (BCE, 2011, p. 13).

Ce programme avait pour but de contribuer au redressement du marché des obligations sécurisées. La reprise de l'activité sur le marché primaire des obligations sécurisées atteste sa réussite. En mars 2010, le portefeuille d'obligations sécurisées acquises durant le programme a été mis à disposition dans le cadre de prêts. Même si le montant des titres prêtés n'est pas substantiel, cette action apporte une contribution positive au fonctionnement du marché. La BCE a annoncé en octobre 2011 la réactivation du programme d'achat d'obligations sécurisées après plus d'une année d'inactivité.

Le deuxième programme, celui d'achat d'obligations souveraines des pays de la zone euro est, quant à lui, temporaire. Son but étant de drainer les dysfonctionnements de certains secteurs des marchés de titres de créances européennes et de rétablir les mécanismes de transmission de la politique monétaire à travers des mesures de réabsorption de la liquidité (voir point 1.3.1.2).

1.3.1.1 Réduction des spreads d'intérêt

Un des objectifs implicites de l'intervention de la BCE est la réduction des *spreads* d'intérêt, autrement dit, la réduction des écarts des taux d'intérêt entre les obligations de différents pays ayant échéance similaire. Par convention, le taux d'intérêt de l'obligation allemande est pris comme référence. En effet, l'obligation allemande est considérée comme étant le refuge le plus sûr sur le marché obligataire européen.

Trois facteurs principaux peuvent causer des écarts de rendements obligataire (Commission Européenne, 2009, pp. 2-3) :

1. Les écarts des marchés d'obligations souveraines sont des indicateurs de vulnérabilité fiscale et de risque de crédit. Le risque de crédit est lui-même divisé en trois types :
 - Le risque de défaut est la probabilité que l'émetteur de l'obligation n'arrive plus à payer le coupon et/ou n'arrive pas à rembourser à l'échéance ;
 - Le *credit spread risk* est le risque défini par le fait que la valeur de l'obligation sur le marché décline plus que la valeur d'autres obligations comparables ;

- Le risque de déclassement englobe le risque d'une dégradation de la note de l'obligation par une agence de notation.

La détérioration des situations fiscales à cause du haut coût de financement des mesures d'aide et la politique de relance budgétaire « discrétionnaire » soulèvent la question de la durabilité des dépenses publiques. En plus des indicateurs habituels des dettes et des déficits publics, des déficits courants élevés dans plusieurs pays de la zone euro ont accru la perception de défaut des marchés financiers. En effet, ces pays étaient considérés comme particulièrement vulnérables aux retournements de flux internationaux de financement.

Par ailleurs, le déclassement de la note de la dette de plusieurs obligations souveraines européennes a un impact direct sur le portefeuille des investisseurs institutionnels, car la majorité d'eux a des limites d'investissement en fonction des *ratings* attribués par les agences de notation.

2. La discrimination entre les obligations souveraines peut refléter leurs liquidités relatives. En effet, le marché des obligations souveraines diffère en terme de liquidité. Un marché dit liquide autorise les participants à réaliser des transactions rapidement, aisément et de manière peu coûteuse. Ce qui suppose qu'il doit y avoir un volume suffisant d'ordre d'achat et de vente (profondeur du marché) et que les opérations de grande envergure n'influencent pas fortement les prix (ampleur du marché). Les facteurs qui déterminent la liquidité du marché obligataire sont le volume d'émission et la politique d'émission nationale,³ ainsi que l'existence d'un marché suffisamment liquide qui offre des possibilités de couverture aux investisseurs.

Le risque de liquidité et le risque de crédit sont interconnectés. D'un côté une augmentation de l'offre d'achat d'obligations gouvernementales a été observée durant 2009, impliquant une pression à la baisse des primes de liquidité. D'un autre côté, l'offre d'achat d'obligations gouvernementales élevée est également associée à une augmentation du déficit public et de la dette publique. La conséquence directe de ces augmentations est une prime de risque de crédit plus haute.

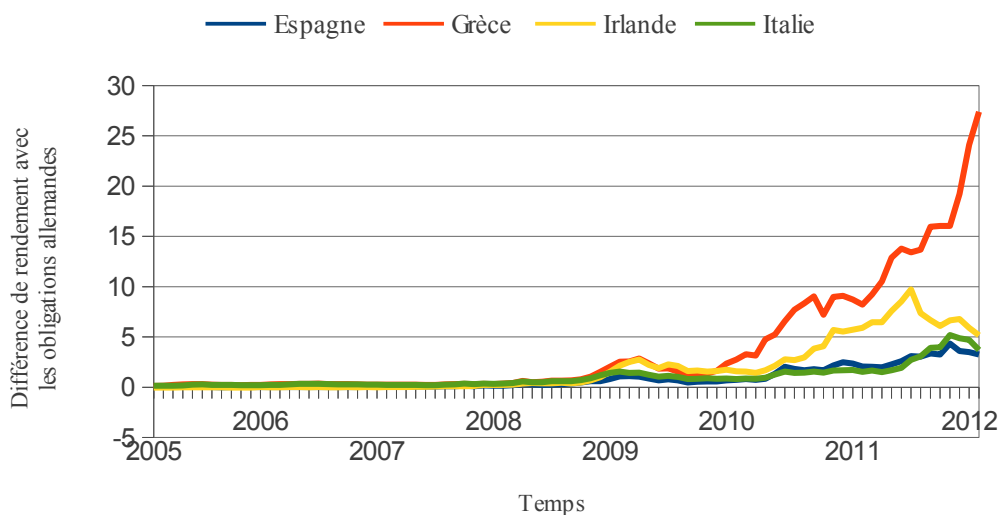
³ Le marché obligataire souverain européen est divisé du point de vue de l'émission avec des différences de taille de marché et de qualité d'obligations entre pays. Chaque pays membre émet sa propre dette gouvernementale avec quelques harmonisations comme le calcul de l'intérêt, les jours de négociations, etc. D'autres éléments, comme les coupons et l'échéance ne sont pas standardisés et reste du ressort du pays émetteur. Ce qui rend ainsi les obligations souveraines libellées en euro non fongible.

3. Les mouvements des écarts de rendements peuvent aussi être affectés par un changement de préférence des investisseurs et une réévaluation des risques associés. De manière générale, durant les périodes d'incertitude accrue, les investisseurs ont une préférence marquée pour les actifs moins risqués et avec une plus forte liquidité. En principe, cette affirmation devrait être bénéfique aux obligations souveraines considérées comme des actifs peu risqués en comparaison aux obligations d'entreprises et aux actions.

La variation des *spreads* dans la zone euro dépend de plusieurs critères de dimension internationale (Commission Européenne, 2009, pp. 2-3) :

- Des facteurs internationaux, tels que la perception globale des risques, jouent un rôle primordial. En effet, une amélioration dans la perception des risques et une croissance économique généralisée aura pour conséquence une diminution des écarts entre obligations souveraines.
- Le rôle joué par les facteurs internes des pays est moindre, mais non négligeable. Une détérioration des perspectives au sujet des déficits fiscaux, incluant les coûts budgétaires d'opérations de soutien, est associée à des rendements obligataires plus élevés.
- Il existe une interaction significative entre l'aversion au risque et les fondements macroéconomiques. Quand les investisseurs ont commencé à discriminer plusieurs pays, les facteurs intérieurs ont pris beaucoup d'importance. La combinaison de la répulsion du risque élevé et des comptes courants déficitaires ont tendance à amplifier la détérioration des finances publiques sur les *spreads* des obligations souveraines.

Figure 7 : Évolution des *spreads* d'obligations à 10 ans de quatre pays avec des finances publiques problématiques entre 2005 et 2011



Source : Élaboration personnelle sur la base de BCE (2011, Internet)

Note : L'obligation allemande est prise comme référence.

De manière générale, on peut encore mentionner deux points en se basant sur la figure 7 ci-dessus au sujet des *spreads* en Europe : premièrement les pays avec les écarts les plus importants avant la crise sont aussi ceux exposés aux coûts de financement les plus élevés durant la crise de la dette souveraine.

Deuxièmement les différences de *spread* entre pays sont plus prononcées depuis le début de la crise de la dette souveraine. Ce phénomène a déjà été observé au sein des pays européens par le passé : durant la crise russe de 1998 et celle de la Turquie en 2001.

La BCE est intervenue afin d'éviter une explosion des taux d'intérêt obligataires européens sur les marchés financiers, ce qui aurait rendu le remboursement de la dette publique encore plus difficile pour certains États. Son intervention a aussi pour but de calmer l'euphorie spéculative des marchés financiers européens qui testent la résistance de la zone euro, en poussant les taux d'intérêt des obligations souveraines vers le haut.

Les *spreads* entre obligations souveraines n'ont pas été les seuls indicateurs à avoir été influencés par l'intervention de la BCE ; on peut aussi noter l'évolution des *Credit-Default Swap (CDS)* qui correspondent à des contrats de protection financière entre acheteurs et vendeurs. L'acheteur verse une prime calculée sur le

montant de l'actif à couvrir (le sous-jacent) au vendeur qui s'engage à compenser les pertes du sous-jacent en cas d'événement de crédit précisé à l'avance dans le contrat. Les *CDS* permettent ainsi de se prémunir contre un événement de crédit, de manière similaire à un contrat d'assurance. Durant la crise de la dette souveraine, les taux d'intérêt des obligations souveraines (les sous-jacents) ayant fortement augmenté, les *CDS* ont également augmenté car les sous-jacents étaient considérés comme plus risqués. Ainsi en intervenant dans le but de réduire les *spreads* d'intérêt entre obligations souveraines, la BCE espère aussi voir les *CDS* se réduire.

Parallèlement, la BCE a conduit deux opérations de financement à long terme (*Long Term Refinancing Operations - LTRO*) d'environ 500 milliards d'euros chacune. Ces deux opérations sont avant tout un soutien à l'économie réelle en espérant voir une augmentation du crédit. Ce soutien doit permettre aux banques commerciales d'acheter des obligations souveraines de leurs propres pays afin de faire baisser les taux d'intérêts. Toutefois, les banques commerciales, ne se faisant plus confiance entre elles, préfèrent replacer les liquidités emprunter auprès de la BCE grâce à la facilité de dépôt plutôt que d'acheter des obligations souveraines ou octroyer des crédits aux entreprises et aux ménages.

1.3.1.2 Rétablissement des mécanismes de transmission de la politique monétaire

Le programme mis en place par la BCE n'a en aucun cas modifié son objectif premier de politique monétaire à savoir la stabilité des prix. Toutefois, la BCE ne pouvait rester inactive, car l'achat d'actifs par une banque centrale va forcément augmenter la liquidité bancaire (augmentation de la base monétaire). Cet accroissement de la liquidité pourrait causer une inflation, c'est pourquoi la BCE a utilisé les opérations d'*open-market*, plus particulièrement des opérations de réglages fins afin de réabsorber la liquidité en excès. Toutefois, l'action de la BCE n'est pas comparable à celle de la Réserve Fédérale ou de la Banque d'Angleterre qui utilisent des mesures dites de *quantitative easing* qui consistent à acheter des titres de dettes publiques sans réabsorption de liquidité et augmenter ainsi massivement la quantité de monnaie en circulation. De son côté la BCE utilise un autre outil de politique monétaire « non-conventionnel » : le *credit easing* qui est défini par le fait qu'une banque centrale se substitue aux marchés financiers et aux banques commerciales pour financer le système économique par l'achat de différents titres.

Pour éviter un gonflement de la masse monétaire, la BCE fait hebdomadairement, depuis le 10 mai 2010, des appels d'offres rapides (reprises de liquidités en blanc) qui sont exécutés avec un délai d'une heure et qui sont limités à un certain nombre de contreparties. Ainsi, la BCE autorise les banques à utiliser les dépôts

hebdomadaires comme garantie des opérations de prêts, permettant à celles-ci d'emprunter à nouveau (BCE, 2011, Internet).

Si, par exemple, la BCE achète des obligations souveraines d'États européens pour une valeur de 100, elle diminuera d'autant ses prêts aux banques, lui permettant de garder un bilan équilibré. Ces opérations sont regroupées sous le nom du *Securities Markets Programme (SMP)* que l'on peut définir comme suit :

« Le Securities Market Programme est l'intervention de l'Eurosystème⁴ sur les marchés de dettes sécurisées privés et publics de la zone euro pour assurer la profondeur et la liquidité sur les segments de marché dysfonctionnels. L'objectif étant de rétablir une politique des mécanismes de transmission monétaire adéquate qui est donc la stabilité des prix à moyen terme. L'impact de ces interventions est stérilisé par des opérations spécifiques visant à réabsorber la liquidité injectée et ainsi s'assurer que la politique monétaire n'est pas affectée » (BCE, 2011, Internet, nous traduisons).

Les banques centrales de l'Eurozone peuvent acheter n'importe quelles obligations étatiques pour autant qu'elles soient libellées en euro et qu'elles émanent d'entités des pays membres. Ce qui sous-entend que les banques centrales nationales de la zone euro sont autorisées à acheter des obligations gouvernementales de leur propre pays. Ce fait pose le problème de l'indépendance des banques centrales nationales par rapport aux gouvernements.

Le total des encours destiné à cet ajustement de politique monétaire de l'Eurosystème, à l'heure actuelle, se monte à un peu plus de 210 millions d'euros. Il se terminera uniquement lorsque les pays en difficulté redonneront des signes de réduction significative de leur dette.

1.3.2 L'impact de l'intervention de la Banque Centrale Européenne

Comme cela est indiqué plus haut, le programme d'achat d'obligations sécurisées était destiné à revitaliser le marché obligataire. Ce programme eu un effet sur le marché primaire (effet indirect) et secondaire (effet direct). Nous allons dans cette section nous concentrer sur le deuxième type de marché. Il est toutefois nécessaire de noter quelques points au sujet du marché primaire.

Premièrement, comme cela a déjà été mentionné, le traité de Maastricht interdit à la BCE de financer directement un État en difficulté, d'où son intervention sur le marché secondaire.

4 La BCE n'est pas seule à faire des appels d'offres, les banques centrales de l'Eurozone sont également habilitées à le faire.

Deuxièmement, suite à l'annonce du *CBPP* en mai 2009, on a pu observer une augmentation des encours des obligations sécurisées. Toutefois, il faut nuancer ce résultat, car d'autres facteurs ont également joué un rôle important. Il est donc nécessaire de rappeler que les conditions du marché obligataire se sont généralement améliorées durant l'année 2009.

Troisièmement, alors que ce programme avait un effet positif sur les encours d'obligations sécurisées, il se peut qu'il n'ait pas eu d'impact sur les encours des obligations (sécurisées ou non) émises par les banques. Dans ce cas, le programme d'achat d'obligations sécurisées n'aurait eu qu'un simple effet de substitution : les obligations bancaires sécurisées évinceraient les obligations bancaires non sécurisées (BCE, 2011, p. 15).

Sur le marché secondaire, la réaction à l'annonce du programme de la plupart des marchés d'obligations sécurisées européens est notable et semble avoir démarré une tendance à la baisse des taux d'intérêt sur les obligations étatiques des pays périphériques de la zone euro. Évidemment, cet effet diffère beaucoup selon les pays, par exemple, l'obligation souveraine française, par rapport à un rendement de référence sans risque s'est stabilisée à un niveau entre 30 et 50 points de base supérieure aux années précédentes la crise.

Certains marchés ont déjà montré des signes de reprise début 2009, ce programme d'achat d'obligations sécurisées semble avoir eu un impact visible sur les marchés européens d'obligations sécurisées.

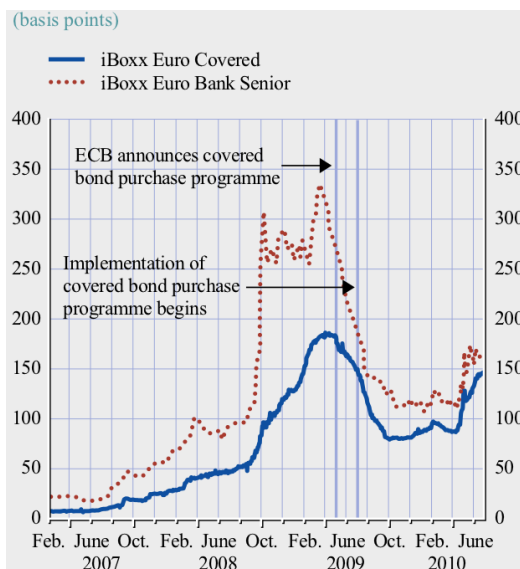
1.3.2.1 La réaction des taux d'intérêt à l'annonce du programme d'achat d'obligations souveraines par la Banque Centrale Européenne

Suite à l'annonce du programme d'achat d'obligations sécurisées par la BCE (*CBPP*), la réaction des marchés a été immédiate. Toutefois, l'écart entre offre et vente reste bien plus élevé que durant les années précédentes l'éclatement de la crise des *subprime* (fin 2007).

La figure 8 montre l'évolution des obligations souveraines (sécurisées) et les obligations non sécurisées. Cette évolution peut être représentée par les variations de l'indice *iBoxx*⁵.

5 Les indices *iBoxx* sont des indices utilisés pour évaluer les mouvements d'écarts de différents actifs. L'index *iBoxx Euro Covered* est un indicateur de la différence de rendement d'un panier d'obligations sécurisées européennes avec les swaps de taux d'intérêt d'échéance similaire. Tandis que l'indice *iBoxx Euro Bank Senior* est un indicateur de la différence de rendement d'un panier d'obligations non sécurisées avec les swaps de taux d'intérêt d'échéance similaire.

Figure 8 : Différence de l'indice *iBoxx* et des swaps d'obligations entre février 2007 et juin 2010



Source : BCE (2010, p. 2)

Pour la plupart des marchés d'obligations sécurisées de la zone euro, on peut constater un resserrement notable des *spreads* suite à l'annonce et à la réalisation du programme d'achat d'obligations sécurisées par rapport aux mois de février et mars (la figure 8 permet de souligner encore ce fait). La semaine avant l'annonce du programme (semaine 18), les *spreads* moyens entre obligations étaient proches de zéro, tandis que le 7 mai 2009 (annonce du programme), ils se sont réduits jusqu'à 7 points de base et ont diminué la semaine suivante (semaine 20) en moyenne de 3 points de bases par jour (BCE, 2011, pp. 19-20).

On peut conclure que, suite à l'annonce du *CBPP*, la réaction des marchés est très prononcée et positive ; en effet, on constate une certaine stabilité des *spreads* jusqu'en avril 2010.

On peut analyser l'effet du *Security Market Programm* à court terme en se basant sur le rendement de l'obligation souveraine grecque à 10 ans. La figure 9 montre l'évolution du rendement de l'obligation souveraine grecque à 10 ans suite à l'annonce du programme.

Figure 9 : Évolution du rendement de l'obligation souveraine grecque à 10 ans



Source : Tradingeconomics.com (2012, Internet)

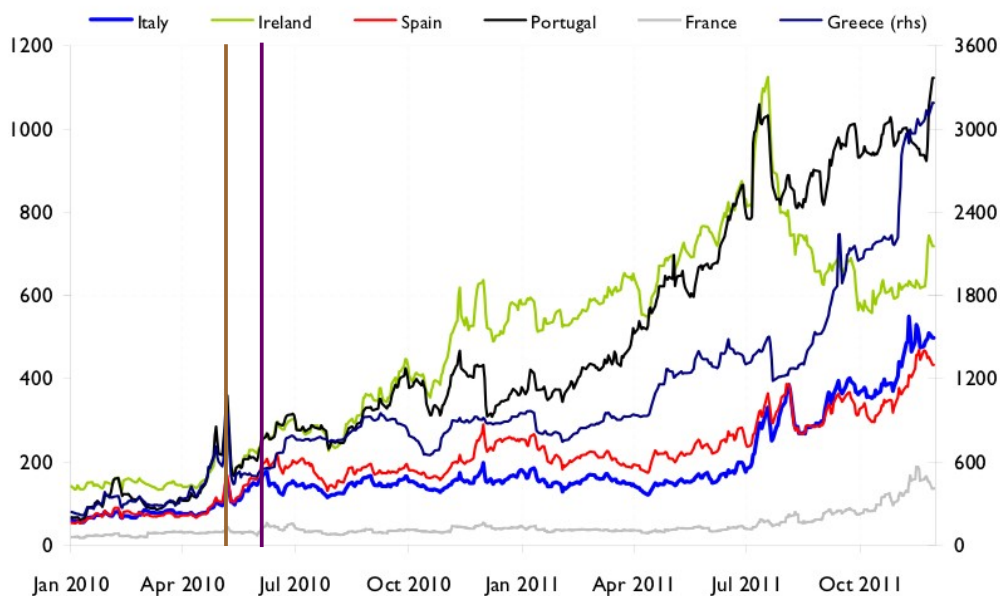
Note : Période sous revue : septembre 2009 à décembre 2010

Dès le début de la crise grecque au printemps 2010, le risque d'un défaut de paiement du pays s'est manifesté et a eu pour conséquence une forte augmentation des taux d'intérêt. Au sommet du pic, ils atteignent 12.45 pour cent, au début du mois de mai 2010.

L'intervention de la BCE, avec l'achat de 25 milliards d'euro d'obligations souveraines grecques, a permis une réduction significative du taux d'intérêt de l'obligation souveraine grecque à 10 ans d'environ 4 pour cent. Mais cette intervention a surtout permis de rétablir la confiance en une obligation souveraine jugée, jusque là, incertaine.

1.3.2.2 L'évolution des spreads suite à l'intervention de la Banque Centrale Européenne

Figure 10 : Évolution des *spreads* d'obligations sécurisées à 10 ans de différents pays européens entre janvier 2010 et octobre 2011



Source : Stark (2011, Internet)

Notes : L'obligation allemande est prise comme référence.

Dernière observation le 29.11.11 – Échelle à droite pour la Grèce

Le trait vertical marron correspond à l'annonce du SMP

Le trait vertical violet correspond à la fin du CBPP

La figure 10 montre que, dès la fin du CBPP en juin 2010 (trait vertical violet), les *spreads* ont globalement augmenté par rapport aux valeurs observées pendant la durée du programme. Fin 2010, les écarts se sont même significativement accrus pour certains pays. On comprend donc aisément la reprise du programme d'achat d'obligations sécurisées par la BCE, au mois de novembre 2011. Force est de constater que le CBPP n'a pas joué un rôle de stabilisateur à long terme.

La partie précédente l'a déjà relevé, le *SMP* a eu un impact significatif lors de son annonce. Toutefois, dès juin 2010, le rendement de l'obligation souveraine grecque a augmenté et s'est stabilisés autour de 10 pour cent en août 2010. Par la suite, les agences de notation ont considéré l'obligation souveraine grecque comme étant en défaut et le rendement n'a cessé d'augmenter. Ces données nous poussent à constater que malgré l'impact positif de l'annonce du *SMP*, il n'a pas d'effet réel sur le long terme. Il est, malgré tout, très difficile d'estimer celui-ci sur les obligations souveraines, car ce programme n'a pas d'équivalent ni actuel, ni passé.

2 Les risques d'achat d'obligations souveraines par la Banque Centrale Européenne

La première partie a analysé les raisons qui ont poussé la BCE à acheter des obligations sécurisées et souveraines, ainsi que les conséquences de ces achats. Cette partie se concentre sur les risques liés à de tels achats, tout d'abord à travers le risque de bilan, puis de l'impact en cas de perte pour la BCE. Dans un deuxième temps, la perte de crédibilité de la BCE suite à cette intervention, et plus particulièrement la notion d'aléa moral sont étudiés. Finalement, cette partie traite du risque inflationniste, qui existe par le fait que la base monétaire augmente suite à l'achat d'obligations par la BCE.

2.1 Le risque du bilan pour la Banque Centrale Européenne

Il faut, ici, prendre un point de vue purement comptable afin d'analyser quels sont les risques pour une banque centrale de détenir des actifs risqués dans le bilan. L'achat d'obligations sécurisées et d'obligations souveraines va à l'actif du bilan de la BCE. Les obligations sont, par définition, des titres de créances émis pour une certaine durée et remboursables à l'échéance.

Notons encore que l'exercice 2010 de la BCE s'est terminé avec un bénéfice brut pour la BCE de plus de 170 millions d'euros, en baisse par rapport au résultat de 2009 s'élevant à 2,2 milliards d'euros (BCE, 2011, p. 4).

Les obligations détenues par la BCE vont influencer autant l'actif du bilan que le passif, étant donné qu'elles sont par la suite stérilisées.

Tableau 1 : Actifs au bilan de la BCE en euros à fin 2010

| Libellé | 2009 | 2010 | Variation |
|---|---------------|----------------|----------------|
| Programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP) | 2'181'842'083 | 4'823'413'246 | 2'641'571'163 |
| Programme pour les marchés de titres (SMP) | 0 | 13'102'563'262 | 13'102'563'262 |
| Total | 2'181'842'083 | 17'925'976'508 | 15'744'134'425 |

Source : BCE (2011, p. 16)

Le tableau 1 montre la quantité de titres détenus par la BCE dans le cadre des programmes d'achat d'obligations sécurisées et souveraines à fin 2010. En mai 2010, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a débuté le programme pour les

marchés de titres (*SMP*). Dans le cadre de ce programme, la BCE et les BCN peuvent acheter des titres de créance publics et privés émis dans la zone euro afin de remédier au dysfonctionnement apparu sur certains segments des marchés de titres de la zone euro et de rétablir un fonctionnement approprié du mécanisme de transmission de la politique monétaire. On constate que la quantité de titres détenus par la BCE a fortement augmenté entre 2009 et 2010 (une variation de plus de 15 milliards d'euros) créant un risque non négligeable pour l'institution (voir sections 2.1.1 et 2.1.2). Le Conseil des Gouverneurs a décidé de classer les titres achetés dans le cadre du *CBPP* et du *SMP* dans la catégorie des titres détenus jusqu'à l'échéance (BCE, 2011, pp. 14-15).

Du côté des passifs, on peut noter un total de 33,4 millions d'euros regroupant les obligations achetées durant le *CBPP* et qui sont mises à disposition des banques centrales à des fins de prêts. Ces opérations ont été exécutées sous la forme de pension parallèle, les montants reçus à ce titre ayant été réinvestis simultanément et en intégralité auprès de la même contrepartie dans le cadre d'une prise en pension (BCE, 2011, p. 18).

A titre de comparaison, la Réserve Fédérale aux États-Unis a acheté, dans le cadre de son programme de *quantitative easing*, 225 milliards de dollars de titres depuis août 2010 (Réserve Fédérale, 2010, Internet). Ce montant se compose de bons et d'obligations du Trésor. De son côté, la Banque d'Angleterre détenait 197 milliards de livre-sterling d'obligations sécurisées et étatiques, fin 2010, également dans un cadre d'un programme de *quantitative easing* (Banque d'Angleterre, 2011, Internet).

2.1.1 Risques liés à la possession d'actifs douteux

Les risques de la BCE sont similaires aux risques auxquels les entreprises sont exposées pour la détention d'obligations.

Le principal risque encouru est le risque de *taux d'intérêt* ou *risque de marché*. Le prix d'une obligation évolue de manière inverse aux variations du taux d'intérêt de l'obligation. De ce fait, si la BCE revend l'obligation à l'échéance, elle peut être exposée à des pertes si le taux d'intérêt de l'obligation a augmenté depuis l'achat, car le prix de l'obligation aura baissé.

Le deuxième risque auquel la BCE est exposée n'est autre que le *risque de crédit* ou *risque de défaut* qui correspond au risque que l'émetteur d'une obligation soit dans l'incapacité de satisfaire les termes de l'emprunt, autrement dit le paiement dans le délai des coupons et le remboursement à l'échéance.

Ce risque est bien réel : la Grèce est engagée dans une restructuration de sa dette publique visant à réduire le déficit public. La BCE pourrait devoir, elle aussi, accepter cette restructuration et ainsi subir une perte (voir section 2.1.2).

Le *risque de liquidité*, pour la BCE, peut apparaître dans le cas où les banques commerciales font beaucoup de dépôts à court terme en échange de prêts à moyen et long terme. Un décalage peut se créer entre les sommes prêtées et les sommes disponibles, créant un manque de liquidités. De plus, les banques commerciales se défaussent du risque de liquidités sur la banque centrale. Dans la situation où les banques commerciales ne se prêtent plus entre elles (manque de confiance), elles prêteront à la banque centrale qui peut toujours garantir un accès suffisant à des liquidités à travers les opérations *d'open market*.

Le dernier risque, qui est spécifique à la BCE, est lié au fait de la stérilisation des actifs. En effet, il pose la question de la loi de Gresham (1558) stipulant que la « *mauvaise monnaie chasse la bonne monnaie* ». Autrement dit, il y a un risque que la BCE achète massivement des dettes de mauvaise qualité, ce qui résulte à une augmentation continue des ventes d'actifs de qualité supérieure détériorant significativement son bilan.

De surcroît comme une banque centrale peut compter sur son privilège d'émission fiduciaire, elle peut absorber les risques de taux d'intérêt et le risque de liquidité (Goodhart, 2008, p. 44).

Un parallèle avec la crise des *subprime* est intéressant : suite au krach des prêts immobiliers (*subprime*) au deuxième semestre de 2006 et plus particulièrement aux réévaluations de ces titres à un niveau très bas, une crise de confiance entre les banques commerciales est apparue. Les détenteurs de titres de prêts immobiliers souhaitaient à tout prix vendre leurs titres mais la demande était quasi inexistante (illiquidité du marché). Une crise de confiance s'installa dans le système bancaire censé détenir majoritairement ces titres de créances. Ainsi les banques ne se faisaient plus confiance entre elles ne sachant pas qui détient des titres *subprime*, bloquant ainsi leurs prêts interbancaires. Les banques centrales (principalement la Fed et la BCE) ont présumé à une crise de liquidité et ont injecté massivement des liquidités dans le marché interbancaire dans le but d'éviter une crise systémique (Burda et Wyplosz, 2009, p. 366). La banque centrale devint, de ce fait, le prêteur en dernier ressort pour les titres de créances immobilières.

Il faut encore souligner que le risque de marché, le risque de défaut, les risques de liquidité sont interdépendants. Par exemple, si un risque de défaut apparaît sur un titre de créance, les investisseurs vont à tout prix vouloir le vendre, rendant le marché obligataire illiquide et obligeant la banque centrale à intervenir en injectant des liquidités dans ce marché.

2.1.2 L'impact en cas de perte

La question des pertes est une question sujette à débat, en effet, les investisseurs privés sont actuellement engagés dans une restructuration sur les obligations souveraines grecques qui se traduit par une perte d'en tout cas 50 pour cent de leurs avoirs⁶ (Spiegel et Atkins, 2012, Internet). En acceptant cette perte, la dette grecque a diminué de 28 pour cent. Les institutions publiques détenant des obligations souveraines grecques ne sont pour le moment pas concernés par cette restructuration. La BCE n'est donc pas engagée dans une telle démarche, mais elle promet de garder les titres qu'elle détient jusqu'à échéance. La BCE aurait acheté environ 55 milliards d'euros sur le marché secondaire d'obligations grecques dans le cadre du *SMP* (Quatremer, 2012, Internet).

En acceptant la restructuration, la BCE reconnaîtrait donc implicitement que le *SMP* est un instrument servant à effectuer des transferts financiers au profit des pays en difficulté.

Tant que la BCE refuse de se lancer dans ce programme, cela lui confère un statut de créancier « sénior⁷ » qu'elle n'a pas. En acceptant la restructuration, elle dénigrerait ainsi les autres pays de la zone euro dont elle a acheté des titres sur le marché secondaire (200 milliards environ, dont une part conséquente des États espagnol et italien). En pratique, cela reviendrait à rendre plus risqués pour les investisseurs privés les achats des titres italiens ou espagnols, dont les taux d'intérêt se trouveraient mécaniquement poussés à la hausse (Robin, 2012, Internet).

Si la BCE détient ces titres jusqu'à la restructuration, sa perte serait comprise entre 16,5 et 22 milliards d'euros (Quatremer, 2012, Internet). Mais cette perte serait bien plus limitée, car la BCE réalise un gain sur les obligations souveraines d'autres pays qu'elle détient et sur les opérations de prêts accordés aux banques commerciales. Ce qui ramènerait la perte nette à 2,25 milliards d'euros environ, ce qui reste marginal (Quatremer, 2012, Internet).

Les seuls actionnaires autorisés à souscrire le capital de la BCE sont les banques centrales nationales des pays membres de l'Union européenne⁸. Dans le cas d'une perte importante, qui pourrait ébranler le fondement même de la BCE, les actionnaires, devraient lui venir en aide en la recapitalisant. En effet, la BCE peut émettre de nouvelles actions afin d'augmenter son capital et obliger les banques nationales à souscrire à cette nouvelle émission. Toutefois cette perspective reste

6 Fondamentalement cette restructuration se manifeste par l'achat de nouvelles obligations grecques à un taux inférieur et avec une durée supérieure.

7 Ses prêts seraient considérés comme prioritaires.

8 Même les pays non membres de la zone euro sont actionnaires.

très improbable et la BCE détient un filet de sécurité d'environ 500 milliards d'euros selon José Manuel Gonzalez Paramo (Couet, 2012, Internet), membre du directoire de la BCE. Ce filet est composé principalement du capital ainsi que des comptes de réévaluation qui intègrent les plus-values latentes réalisées par l'institution (Couet, 2012, Internet).

De manière générale, dans le cas d'un défaut pour un État, les obligations détenues par la BCE seront dépréciées et elle devra supporter une perte au moment de la revente. Similairement, elle subira une perte si les perspectives économiques s'améliorent, car les taux obligataires remonteront et le prix des obligations baissera.

2.2 La perte de crédibilité de la Banque Centrale Européenne suite à son intervention

« La crédibilité implique que notre politique monétaire soit une réussite dans l'ancrage des prévisions d'inflation à moyen et long terme. C'est une contribution majeure que nous pouvons faire pour soutenir une croissance durable, la création d'emplois et la stabilité financière. Et nous faisons cette contribution en toute indépendance. Le processus pour gagner en crédibilité est long et laborieux. La maintenir est un défi permanent. Mais en perdre peut arriver très vite – et l'histoire montre qu'en regagner à un énorme coût social et économique » (Draghi, 2011, Internet, nous traduisons).

Une banque centrale, afin de rester crédible, doit arriver à justifier sa politique monétaire. L'achat d'obligations par la BCE peut remettre en cause la crédibilité de la BCE à combattre l'inflation. En effet, chaque achat d'obligation augmente la base monétaire, pouvant être ainsi une source d'inflation. Cette intervention risque d'être perçue comme un financement monétaire direct des déficits fiscaux excessifs. Cependant, cette mesure a permis de renforcer la crédibilité globale des plans d'aide aux gouvernements. Il faut toutefois relever que la BCE continue de maîtriser l'inflation dans la zone euro à un taux proche des 2 pour cent malgré son intervention sur les marchés secondaires et donc que son objectif de politique monétaire est atteint.

Une banque centrale transparente dans sa politique peut se permettre de dévier de sa politique annoncée en cas de choc non prévu sans porter préjudice aux attentes des agents. La BCE est une banque centrale très transparente, ces interventions étant jugées crédibles et soutenues par les marchés publics et financiers (Commission Européenne, 2008, pp. 16-17), cela va lui laisser une plus grande flexibilité dans ses actions, pour autant qu'elle puisse les justifier si elle dévie du taux d'inflation ciblée (Rossi, 2005, p. 5), comme c'est le cas dans le cadre de cette intervention.

La BCE affirme avoir agi de son propre chef et sous aucune pression extérieure. Dans les faits, on relève plutôt qu'elle a accepté une mesure exceptionnelle sous la pression des marchés financiers et des États membres de la zone euro.

2.2.1 Notion d'aléa moral

L'aléa moral (*moral hazard*, en anglais) correspond à la situation où certains pays membres de la zone euro ne respectent plus de réelle discipline budgétaire en imaginant que les autres pays membres pourront leur venir en aide. Ce qui reviendrait à placer la BCE comme prêteur en dernier ressort (il serait plus judicieux ici, de parler d'acheteur en dernier ressort) pour les obligations souveraines des pays membres de la zone euro (Praet, 2012, Internet).

Il faut relever que les pays membres de la zone euro sont soumis à une particularité : leurs dettes sont libellées en « monnaie étrangère », autrement dit, ils ne contrôlent pas l'émission monétaire, mais la monnaie a cours forcé dans les pays. En outre, les pays ne peuvent pas garantir aux prêteurs qu'ils posséderont les liquidités nécessaires pour rembourser à l'échéance. La banque centrale d'un pays ayant sa propre monnaie est une garantie implicite pour les créanciers, car elle est forcément le prêteur en dernier ressort (Issing, 2011, Internet).

En se plaçant comme prêteur de dernier ressort, la BCE permettrait aux gouvernements d'être rassurés et les autoriserait à dépasser l'endettement admissible (De Grauwe, 2011, p. 19).

Dans ce cas, le problème qui se pose est de deux ordres :

1. Ce n'est pas le rôle d'une banque centrale d'être l'acheteur en dernier ressort pour les obligations souveraines. En effet, de manière générale, la solvabilité des débiteurs étatiques est assurée par la collecte d'impôts. Le risque est une perte d'indépendance pour l'institution qui sera soumise à des pressions politiques.
2. Le second aspect est juridique ; il y a des limites strictes au financement de la dette de chaque États membres et, ainsi, il n'est pas de la compétence de la BCE de garantir la dette d'un membre en particulier.

La BCE assume actuellement deux tâches qui devraient être séparées. D'un côté elle s'occupe de l'approvisionnement en liquidités de la zone euro et d'un autre elle est l'autorité de surveillance. Ainsi, en agissant en prêteur de dernier ressort, elle assurerait des liquidités illimitées sans considérer la question de l'aléa moral, tandis qu'une institution indépendante veillerait à la surveillance et à la régulation (De Grauwe, 2011, p. 19).

En conclusion, si la BCE devient prêteur en dernier ressort sans la création d'un organisme de surveillance, les gouvernements n'auront plus aucune pression à réformer, et rééquilibrer leurs finances publiques.

2.3 Le risque d'inflation

Malgré les opérations de stérilisation, le risque d'inflation est réel. Chaque fois que la BCE achète des obligations sur le marché secondaire, il y a une augmentation de la base monétaire. Si cet accroissement de la base monétaire atteint le secteur privé, il y aura tôt ou tard augmentation du niveau général des prix. De manière plus détaillée, les banques commerciales ont un compte de réserve à la banque centrale ; chaque fois que la BCE achète des titres de dettes souveraines aux banques, le montant correspondant vient s'inscrire dans ces comptes, augmentant ainsi la base monétaire. Si les banques commerciales utilisent ces réserves pour octroyer des prêts aux agents économiques, la masse monétaire M3 va augmenter. Jusqu'à présent, cet effet n'a pas été observé car les banques commerciales octroient des crédits qu'en quantité limitée, n'augmentant que peu la masse monétaire. De surcroît, la BCE a toujours tenté de neutraliser les tensions inflationnistes en compensant à d'autres postes du bilan une quantité égale à celle injectée lors de l'achat d'obligations. Mais ce type d'opérations va devenir de plus en plus difficile, car la taille des achats d'obligations souveraines, dans le bilan de la BCE, augmente. A noter encore qu'une augmentation de la base monétaire ne signifie pas obligatoirement augmentation de la masse monétaire. En effet, en période de crise ces deux agrégats ont tendance à suivre des voies séparés (De Grauwe, 2011, p. 18).

Un autre facteur potentiellement inflationniste est l'impression que la BCE poursuit une politique monétaire accommodante (Kaiser, 2011, Internet). En 2008, lors de la crise des *subprime*, la BCE est intervenue fortement en injectant des liquidités, clarifiant immédiatement sa position. Pendant la crise de la dette souveraine, les interventions de la BCE ont été plus timides et sa ligne conductrice n'a pas été clairement exprimée. Théoriquement, si les consommateurs perçoivent une politique monétaire accommodante de la part de la banque centrale, leurs attentes inflationnistes vont augmenter. Ils auront alors tendance à consommer davantage car ils ont des encaisses réelles accrues et craignent une dépréciation de la monnaie. Conjointement, il se peut que les syndicats demandent des salaires plus élevés afin de compenser la hausse de l'inflation. Les entreprises voyant la croissance de la demande agrégée et les revendications salariales naissantes vont augmenter le prix de leurs produits.

Toutefois étant donné les perspectives économiques actuelles plutôt mauvaises dans la zone euro, les entreprises ne contractent pas de nouveaux emprunts et les ménages sont moins enclins à consommer davantage. Ainsi les pressions inflationnistes sont limitées. De plus, l'augmentation de la masse monétaire M3 ne crée pas forcément des tensions inflationnistes ; quand les capacités de production sont ralenties, les entreprises essayent plutôt d'augmenter leur productivité au lieu d'augmenter leur prix.

Le risque inflationniste actuel est faible car il n'y a pas de croissance économique et, par extension, pas de poussée inflationniste. Il se peut toutefois qu'une forte inflation apparaisse dans les dix ans à venir dans la zone euro suite à l'injection de liquidités par la BCE au cours de ses différents programmes de soutien aux marchés financiers.

Conclusion

Le traité de Maastricht le stipule et les faits l'ont prouvé, la BCE est un institut indépendant autant sur le plan institutionnel que financier et fonctionnel, même si la crise de la dette souveraine en Europe a mis la BCE sous pression, l'obligeant à intervenir sur les marchés secondaires. Les buts de cette opération aboutissent tous à un soulagement des tensions régnant sur les marchés européens, matérialisé par la réduction des *spreads* d'intérêt à court terme. En choisissant le *credit easing*, la BCE a pu réabsorber les liquidités injectées en permettant aux banques commerciales de réemprunter plus facilement, en garantissant ainsi, une certaine liquidité sur les marchés interbancaires et en évitant une augmentation de la masse monétaire.

La réaction sur les marchés financiers a été immédiate. Dès l'annonce déjà, en mai 2009, les *spreads* ont amorcé une tendance à la baisse, malgré des différences entre les pays. Ceux-ci ont eu une stabilité indéniable durant la durée du programme d'achat d'obligations sécurisées (*CBPP*). On constate qu'à long terme l'impact du *CBPP* est moindre, les taux d'intérêts des obligations sécurisées ayant continué leur ascension, ainsi, les buts du *CBPP* n'ont été que partiellement atteints. Le programme d'achat d'obligations souveraine (*SMP*) a lui aussi eu un effet positif à court terme vu la baisse des taux d'intérêt des obligations souveraines observée après l'annonce. Malgré la présence de la BCE sur les marchés financiers, les *spreads* ont continué d'augmenter, le programme d'achat d'obligations souveraines n'ayant qu'un effet moindre sur ceux-ci. Néanmoins, il est très délicat d'évaluer l'impact réel de ces interventions de part leur caractère unique, vu que l'on ne peut s'imaginer ce qui serait arrivé en cas de non intervention de la BCE.

Outre les risques habituels liés à la détention d'obligations souveraines, le principal risque pour la BCE est de voir son bilan se détériorer suite à l'absorption de dettes de mauvaise qualité en échange d'actifs de qualité supérieure. Une perte sur les obligations est un scénario plausible, toutefois, elle n'affecterait que marginalement son bilan car elle possède un filet de sécurité assez large.

La BCE ne veut en aucun cas devenir prêteur en dernier ressort pour les emprunts gouvernementaux. Car elle doit, en même temps, approvisionner la zone euro en liquidités et assumer le rôle d'autorité de surveillance. La BCE est soumise à un aléa moral fort.

La crise de la dette souveraine a pointé le manque de discipline dans la gestion étatique de certains pays membres, obligeant la BCE a réagir rapidement et avec clarté. La crise traversée par l'Europe a renforcé le besoin d'avoir un ancrage institutionnel de l'union monétaire solide. Elle a mis en évidence l'importance des finances publiques stables dans une union monétaire, où les États membres profitent des avantages d'avoir une monnaie unique. De surcroît, la crise de la dette souveraine a souligné les différences de croissance et de compétitivité entre pays et le lien étroit entre le secteur bancaire et l'État.

Comme l'a souligné la Directrice du Fonds Monétaire International (FMI) Christine Lagarde lors d'un discours à Berlin, malgré le soutien de la BCE et de l'Europe, leurs initiatives ne constituent que les ingrédients de base d'une solution plus globale. L'année 2012 devra être l'année de guérison de la zone euro (Lagarde, 2012, Internet).

Références bibliographiques

Barthe, M.A. (2011) *Économie de l'Union européenne*, Paris, Economica, 4^{ème} édition.

BCE (2010) *Monthly Report Covered Bond Purchase Programme*, Banque Centrale Européenne, Francfort-sur-le-Main.

Disponible sur :

http://www.bde.es/webbde/en/secciones/informes/Publicaciones_de/infocoveredbond/anoactual/ (16.11.2011)

BCE (2011a) *Les comptes annuels de la BCE 2010*, Banque Centrale Européenne, Francfort-sur-le-Main, février.

BCE (2011b) *Long-term Interest Rate Statistics for EU Member States*, Banque Centrale Européenne, Francfort-sur-le-Main. Disponible sur :

<http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html> (05.11.2011)

BCE (2011c) *Occasional Paper Series, No 122 : The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets*, Banque Centrale Européenne, Francfort-sur-le-Main.

Disponible sur : <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf> (14.10.2011)

Burda, M. et Wyplosz, C. (2009) *Macroéconomie, une perspective européenne*, Bruxelles, De Boeck Université, 5^{ème} édition.

Candelon, B. et Palm, F.C. (2011) 'From Banking to Sovereign Debt Crisis in Europe', in Kolb R.W éd. *Sovereign Debt, From Safety to Default*, New Jersey, John Wiley & Sons, pp. 387-392.

Couet, I. (2012) 'La Banque centrale Européenne peut absorber des pertes sur ses obligations grecques', *Les Echos*, 24 janvier.

Disponible sur : <http://www.lesechos.fr/entreprises-secteurs/finance-marches/actu/0201858277282-la-banque-centrale-europeenne-peut-absorber-des-pertes-sur-ses-obligations-grecques-278929.php> (01.02.2012)

De Grauwe, P. (2011) 'La Banque centrale européenne, un prêteur en dernier ressort', *La Vie Économique*, Vol. 84, No. 11, novembre, pp. 17-20.

Draghi, M. (2011) 'Continuity, consistency and credibility', Remarques introductives au 21^{ème} congrès bancaire européen à Francfort-sur-le-Main, 18 novembre.

Disponible sur : <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111118.en.html> (20.12.2011)

Commission Européenne (2008) 'ECB Credibility and Transparency', *Economic Papers*, No. 330, Commission Européenne, Bruxelles.

Commission Européenne (2009), 'Determinant of Intra-euro Area Government Bond Spreads during the Financial Crisis', *Economic Papers*, No. 388, Commission Européenne, Bruxelles.

Goodhart, C. (2008) 'La gestion du risque de liquidités', *Revue de la stabilité financière*, No. 11, pp. 41-46.

Issing, O. (2011) 'Moral hazard will result from ECB bond buying', *Financial Times*, 30 novembre.

Disponible sur : <http://www.ft.com/cms/s/0/41640740-1a7a-11e1-ae4e-00144feabdc0.html> (07.02.2012)

Journal officiel de l'Union européenne (2010) *Versions consolidées du Traité sur l'Union européenne*, Office des publications de l'Union européenne, Luxembourg.

Disponible sur :

<http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:C:2010:083:SOM:FR:HTML>

Kaiser, S. (2011) 'ECB risks inflation and loss of independence', *Spiegel Online*, 8 septembre.

Disponible sur :

<http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,779183,00.html> (31.01.2012)

Lagarde, C. (2012) 'Les défis qui attendent le monde en 2012', Discours à Berlin devant le Conseil allemand des relations étrangères, 23 janvier.

Disponible sur :

<http://www.imf.org/external/french/np/speeches/2012/012312f.htm> (20.02.2012)

Lynn, M. (2011) *Bust : Greece, the Euro, and the Sovereign Debt Crisis*, New Jersey, John Wiley & Sons.

Praet, P. (2012) 'Monetary policy at crisis times', Discours au Centre international d'études monétaires et bancaires, Genève, 20 février.

Disponible sur : <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120220.en.html> (01.03.2012)

Robin, J.-P. (2012) 'La BCE refuse de reconnaître ses pertes sur ses titres grecs', *Le Figaro*, 12 janvier.

Disponible sur : <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2012/01/12/04016-20120112ARTFIG00455-la-bce-refuse-de-reconnaitre-ses-pertes-sur-ses-titres-grecs.php> (22.01.2012)

Rossi, S. (2005) 'Inflation targeting and monetary policy governance: the case of the European Central Bank', papier rédigé pour la conférence internationale organisé par le Centre d'Etudes Monétaires et Financières (CEMF) : "The Political Economy of Governance", Université de Bourgogne, Dijon, 2-3 décembre.

- Spiegel, P. et Atkins, R. (2012) 'ECB under pressure over Greek bond hit', *Financial Times*, 24 janvier.
Disponible sur : <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/74d2b31a-46b2-11e1-bc5f-00144feabdc0.html#axzz1kPYQWn2T> (25.01.2012)
- Stark, J. (2011) 'Economic Situation and Fiscal Challenges', Discours au club Forecaster à New York, 2 décembre.
Disponible sur : <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111202.en.html> (05.12.2011)
- Trichet, J.-C. (2009a) 'Introductory statement', Audience devant le comité économique et monétaire du Parlement européen, Bruxelles, 7 décembre.
Disponible sur : http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp091207_1.en.html (02.11.2011)
- Trichet, J.-C. (2009b) 'The ECB's enhanced credit support', Discours à l'Université de Munich, 13 juillet.
Disponible sur : <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html> (02.11.2011)
- Trichet, J.-C. (2010) 'Interview with Jean-Claude Trichet', interview réalisé par Jean Quatremer, 8 juillet.
Disponible sur : <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100713.en.html> (10.11.2011)

Références sitographiques :

- Banque d'Angleterre (2012) 'Asset Purchase Facility'.
Disponible sur : <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/default.aspx> (10.03.2012)
- BCE (2012) 'Monetary Policy Glossary'.
Disponible sur : <http://www.ecb.int/home/glossary/html/act4a.en.html> (24.02.2012)
- Quatremer, J. (2012) 'Grèce : la BCE ne veut pas prendre ses pertes'.
Disponible sur : <http://bruxelles.blogs.liberation.fr/coulisses/2012/01/gr%C3%A8ce-la-bce-ne-veut-pas-prendre-ses-pertes.html> (01.02.2012)
- OCDE (2011a) 'Dette gouvernementale des pays membres de l'OCDE'.
Disponible sur : <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=54> (01.10.2011)
- OCDE (2011b) 'Dette publique en fonction des critères de Maastricht'.
Disponible sur : <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=29837> (14.10.2011)
- OCDE (2011c) 'Taux de croissance réel du PIB des pays membres de l'OCDE'.
Disponible sur : <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=29790> (30.09.2011)

OCDE (2011d) 'Taux d'intérêts à long terme des obligations étatiques'.
Disponible sur : <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=26665> (05.10.2011)

Réserve Fédérale (2012) 'Factors affecting reserve balances of depository institutions and condition statement of Federal Reserve banks'.
Disponible sur : <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.pdf>
(10.03.2012)

Tradingeconomics.com (2012) 'Government bond yield (Greece)'.
Disponible sur : <http://www.tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>
(01.02.2012)