

# Perspectives

N°16/173 – 24 juin 2016

## Zone euro – Y-a-t-il encore un prêteur de dernier ressort après Karlsruhe ?

- La Cour constitutionnelle allemande (CCA) a déclaré légitime le programme OMT (Opérations Monétaires sur Titres) d'achat de titres souverains des pays en crise lancé par la Banque centrale européenne (BCE) en 2012. Le feu vert n'est cependant pas inconditionnel : la BCE devra respecter les conditions fixées par une précédente décision de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE). De ce fait, les rachats de titres pourraient ne plus être illimités.
- A notre avis, deux implications majeures découlent de cette décision :
  - 1 - La force de frappe de la BCE apparaissant contrainte, les marchés pourraient être tentés de tester ses limites en cas d'attaque spéculative sur les souverains fragiles ;
  - 2 - La BCE pourra difficilement modifier les règles qu'elle-même s'est imposée sur les achats dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*, QE) : le respect de la clef de répartition de son capital et les limites maximales d'achats par émetteur. Sa capacité à élargir davantage son programme en cas de besoin s'en trouve ainsi réduite.
- La réaction des observateurs à cette décision a été positive. Ils ont surtout accueilli favorablement le fait que sur le

principe l'OMT n'outrepasse pas le champ de compétences de la BCE. Ce point était loin d'être acquis et permet à ce stade de prévenir d'autres éventuels recours.

- Les observateurs allemands les plus critiques à l'égard de la BCE trouveront dans cette décision des éléments de réconfort, pouvant conduire à un débat plus apaisé et coopératif sur les questions européennes.
- La décision force l'ouverture d'un débat transparent sur comment rendre plus complète l'Union économique et monétaire (UEM). L'OMT se présente de plus en plus comme une sorte de pansement temporaire pouvant permettre d'éloigner le risque extrême dans l'attente qu'une véritable garantie commune et illimitée en cas de défaut souverain soit mise en place.

### La BCE de facto prêteur de dernier ressort

En septembre 2012, la BCE a annoncé l'adoption d'un programme d'acquisition de titres de dette publique émis par les États-membres de la zone euro et s'est déclarée disposée à acquérir sur les marchés secondaires lesdits titres de façon illimitée. La décision a été prise pour mettre fin à la crise sur les souverains des pays du Sud et de la périphérie qui s'est manifestée par un écartement violent des primes de risque quitte à leur faire perdre leur accès au marché.

### L'OMT en détail

Le programme prévoit :

- a) l'achat en quantités illimitées de titres de la dette souveraine d'un ou de plusieurs Etats membres ;
- b) de maturités allant de 1 à 3 ans ;
- c) sur le marché secondaire ;
- d) avec pleine stérilisation ;
- e) avec un statut équivalent aux créanciers privés (*pari passu*) ;
- f) avec l'objectif de sauvegarder la transmission de la politique monétaire ainsi que son unicité au sein de l'UEM
- g) le facteur déclencheur de l'achat est une demande de prêt dans le cadre d'un programme d'ajustement ou d'une assistance financière sous forme de ligne de crédit de précaution auprès du Mécanisme européen de stabilité (MES), avec le MES en situation d'acquiescer les titres de la dette sur le marché primaire ;
- h) l'achat est soumis à une stricte conditionnalité qui prend la forme d'un processus d'évaluation du risque pour la stabilité de l'UEM et sur la soutenabilité de la dette du pays en question. Le Fonds monétaire international est impliqué dans la définition de la conditionnalité et dans la surveillance de son application.

Cette décision a fondamentalement changé la situation de la zone euro, qui a trouvé enfin, pour sa monnaie un prêteur en dernier ressort *de facto*. Cette annonce a permis d'ôter les doutes sur la viabilité de la monnaie unique et de mettre un terme à la crise des dettes souveraines, comme en témoigne la rapide dégrèvement des primes de risque qui s'en est suivie.

**L'annonce a été motivée par la BCE par la nécessité de mettre fin à un dysfonctionnement de marché et de sauvegarder la bonne transmission de la politique monétaire et son unicité au sein de l'UEM.** L'OMT trouve sa justification dans l'existence d'un mauvais équilibre où les doutes sur la solvabilité d'un souverain se transforme en un mécanisme auto-réalisateur de durcissement des conditions de financement pouvant aller jusqu'à la perte d'accès au marché. L'OMT a alors pour vocation de restaurer la confiance et garantir l'accès au financement de marché. L'activation de l'OMT ne réduit pas l'incitation au rétablissement d'une trajectoire budgétaire soutenable puisqu'elle s'accompagne d'une conditionnalité stricte, qui limite par ailleurs les pertes potentielles pour l'Eurosystème.

## Pourquoi une décision de la Cour constitutionnelle allemande sur une question européenne ?

**Des particuliers allemands, ont formé un recours devant la cour constitutionnelle fédérale allemande (CCA) contre le gouvernement allemand pour ne pas avoir demandé une annulation du programme OMT devant la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE).**

**Les inquiétudes** des particuliers allemands, faites siennes par la CCA et soutenues par la Bundesbank, **concernent les limites de la compétence de la BCE et plus particulièrement le fait que l'OMT serait une mesure de politique économique et non pas monétaire qui irait au-delà du mandat de la BCE. La CCA s'inquiète également du respect de l'interdiction de financement monétaire des États-membres prévue par le Traité fondamental de l'Union européenne (TFEU).**

### Que dit le TFEU ?

Par les articles 123 et 125 du TFEU, les fondateurs de l'UEM ont explicitement décidé qu'en cas d'insolvabilité les Etats membres de l'UEM devaient faire défaut sur leurs créanciers privés. Le Traité interdit en effet le financement monétaire et le renflouement d'un Etat membre de la part de la BCE (article 123) ainsi que la prise en charge des obligations financières d'un Etats membre par l'Union européenne ou par d'autres Etats membres (article 125).

Les fondateurs de l'UEM ont sans doute minimisé le risque d'un défaut souverain d'un Etat membre en pensant que la discipline imposée et la surveillance multilatérale suffisaient à prévenir une telle éventualité. Cette bombe à retardement a fini par éclater lorsque la crise économique et financière est venue révéler les déséquilibres insoutenables accumulés dans la zone euro. La seule réponse à la crise a été d'imposer des mesures d'austérité drastiques en échange d'une assistance financière entre États-membres, ceci couplé à des actions énergiques de la BCE.

Les différentes interventions durant la crise souveraine, qualifiées sous la houlette de l'assistance financière aux pays en crise, ont alimenté les craintes d'obliger les contribuables des pays créanciers à devoir renflouer les états membres débiteurs.

Déjà la Cour européenne de justice avait été appelée à délibérer sur la compatibilité du MES avec les principes généraux du droit de l'Union et en particulier avec la clause de non-renflouement (Article 125 du TFEU). Elle a conclu que l'octroi

d'une assistance financière par un Etat membre ou un ensemble d'Etats membres à un autre Etat membre directement ou via le MES ne relevait pas du renflouement tant que cette assistance restait soumise aux logiques du marché. **Mais la CJUE avait aussi tenu à souligner la nette distinction entre le MES et la BCE, rappelant que l'article 123 du TFEU interdit à la BCE et aux Banques centrales des Etats membres d'accorder tout type de crédit aux autorités publiques d'un Etat membre ainsi que d'acquérir directement auprès d'elles des instruments de dette.**

**Les particuliers allemands ont donc craint qu'avec l'OMT, la BCE puisse se trouver exposée au risque d'un défaut souverain avec un risque de pertes pouvant ensuite se répercuter sur les Trésors et les contribuables des pays créditeurs.**

- 1 - En particulier, le statut de pari-passu (pas de séniorité) de la BCE dans les achats rend légitime de telles craintes. Mais, introduire un statut de séniorité aurait réduit l'efficacité du dispositif et la BCE dispose d'un statut de pari-passu dans toutes ses opérations monétaires et assume ainsi le risque de contrepartie.
- 2 - La nature potentiellement illimitée des achats viendrait se heurter à l'interdiction de financement monétaire des Etats et, la distorsion des prix induite, réduire l'incitation à la discipline budgétaire.
- 3 - La BCE, en apportant une assistance financière à des pays avec un problème de financement, assumerait une responsabilité qui incombe aux Etats membres.

### **La Cour constitutionnelle allemande ne renie pas le fonds de sa première décision...**

Dans sa première décision du février 2014 la CCA affirmait que le programme OMT était incompatible avec la loi primaire, conditionnellement à l'interprétation de la CJEU. Les raisons de cette incompatibilité tenaient au fait que l'OMT outrepassait le mandat de la BCE en étant un acte de politique économique et non monétaire. En intervenant pour réduire les primes de risque, la BCE neutraliserait la discipline de marché sur les finances publiques, discipline justifiée par le scepticisme légitime des marchés sur la soutenabilité des souverains fragiles. La nature sélective de l'intervention de la BCE, sur un ou quelques souverains, et le parallélisme avec le programme d'assistance financière du MES, confirmeraient cette vision.

Selon la CCA, ses objections auraient pu être levées si :

- ✓ Toute restructuration de la dette d'un pays membre venait à être exclue ;
- ✓ Les achats étaient limités dans leur montant ;
- ✓ Les interférences avec la formation des prix de marché étaient exclues.

En renvoyant à la CJEU, la CCA a souhaité néanmoins ouvrir un débat coopératif sur un sujet si controversé et porteur de conséquences pour l'avenir de l'UEM. Elle a aussi été attentive à ne pas délégitimer la CJEU, ni à instituer une pratique selon laquelle les cours nationales s'arrogeraient le droit ultime d'interprétation des Traités.

### **... Tout en respectant la décision de la Cour européenne de justice**

La Cour européenne de justice a donc été appelée à se prononcer sur la conformité de l'OMT au TFEU par la CCA et, en juin 2015, elle a rendu une décision qui a offert une voie de sortie pour la CCA. Elle a affirmé que l'OMT est bien compatible avec le TFEU. Elle a confirmé que l'objectif des achats est celui de traiter la question de la dislocation de la politique monétaire et de préserver le mécanisme de transmission ainsi que l'unicité de l'UEM. L'OMT est donc une mesure de politique monétaire et rentre pleinement dans le mandat de la BCE. Il ne s'agit pas d'une mesure de politique économique, rôle qui est joué par la conditionnalité gérée par les États-membres. L'OMT est donc jugé compatible avec les Traités si le principe de proportionnalité est respecté. La CJEU ne signe donc pas un chèque en blanc à la BCE et exige que la BCE n'aille pas au-delà de ce qui est nécessaire et adéquat pour assurer la stabilité des prix. Les conditions suivantes doivent être respectées :

- ✓ Il ne doit pas y avoir d'intervention directe de la BCE dans le programme d'assistance financière ;
- ✓ Le principe de proportionnalité doit être respecté ;
- ✓ Les achats doivent permettre la correcte formation des prix de marché.

Ces conditions définissent des limites contraignantes pour l'activation de l'OMT.

## La décision finale : un compromis constructif

Par sa décision du 21 juin 2016, la CCA accueille favorablement la décision de la CJEU et se dit confortée par la nature contraignante des limites définies par le gardien des Traités. Elle autorise la Banque centrale allemande à participer au programme à condition que :

- ✓ Les achats ne soient pas annoncés au préalable ;
- ✓ Le volume des achats soit limité dès le début ;
- ✓ Un délai minimum soit respecté entre l'émission des obligations souveraines par les Etats-membres et les achats de la BCE ;
- ✓ Les achats concernent les titres de pays qui ont un accès au marché ;
- ✓ Les titres soit détenus à maturité seulement dans des cas exceptionnels ;
- ✓ Les titres achetés soient cédés une fois que l'intervention n'est plus jugée nécessaire.

Les observateurs allemands les plus critiques à l'égard de la BCE trouveront dans cette décision des éléments de réconfort, pouvant conduire à un débat plus apaisé et coopératif sur les questions européennes.

La décision force l'ouverture d'un débat transparent sur comment rendre plus complète l'Union économique et monétaire (UEM). L'OMT se présente de plus en plus comme une sorte de pansement temporaire pouvant permettre d'éloigner le risque extrême dans l'attente qu'une véritable garantie commune et illimitée en cas de défaut souverain soit mise en place.

## Quelles implications pour la BCE et la zone euro ?

À notre avis, deux implications majeures découlent de cette décision. En ce qui concerne le rôle de prêteur de dernier ressort de la BCE, cette décision limite la force de frappe de la Banque centrale, qui ne pourra plus effectuer des achats de montants illimités. Dans la définition de l'OMT, la BCE introduisait déjà des limites à ses achats en les confinant aux titres de maturité inférieure aux trois ans. Cependant les États pouvaient toujours détourner cette contrainte en modifiant leur politique d'émission souveraine en faveur des titres éligibles à l'OMT.

Si la force de frappe (le fameux bazooka) de la BCE n'est plus illimitée, les marchés pourraient être tentés de tester ses limites en cas d'attaque spéculative sur un souverain en difficulté. L'efficacité de la BCE à stabiliser les conditions monétaires et financières en serait réduite.

Cette décision aura aussi un impact sur la politique d'assouplissement quantitatif (QE) menée par la BCE. Cette dernière s'est imposée des règles pour son programme de rachat de titres souverains et notamment le conditionnement du montant des achats par pays au respect de la clef de répartition de son capital et à la limite maximale de 33% par émetteur. De telles contraintes auraient pu néanmoins être levées en cas de besoin. Après la décision de la CCA, il sera problématique de déroger à ces règles ce qui limiterait la capacité de la BCE à élargir davantage son programme. Cette restriction intervient dans un contexte où la question de la rareté de certains titres souverains (les titres des pays *core* présentent des rendements négatifs sur une bonne partie de la courbe des taux) pose déjà la question de la capacité de la BCE à mener à bon terme le programme annoncé. ■

### Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication** : Isabelle Job-Bazille – **Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

**Documentation** : Dominique Petit - **Statistiques** : Robin Mourier

**Secrétariat de rédaction** : Fabienne Pesty

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet** : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

**iPad** : application **Études ECO** disponible sur App store

**Android** : application **Études ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*