



Le programme PSPP de la BCE sur l'acquisition d'obligations souveraines sur les marchés secondaires n'enfreint pas le droit de l'Union

Il ne dépasse pas le mandat de la BCE et ne viole pas l'interdiction du financement monétaire

La Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales des États membres dont la monnaie est l'euro constituent le Système européen de banques centrales (ci-après le « SEBC ») et conduisent la politique monétaire de l'Union dont l'objectif principal est, selon les traités de l'Union, le maintien de la stabilité des prix. Depuis 2003, le SEBC a concrétisé cet objectif comme le maintien, à moyen terme, de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de, 2 %.

Compte tenu de plusieurs facteurs augmentant nettement le risque d'une baisse des prix à moyen terme, dans le contexte d'une situation de crise économique impliquant un risque de déflation, la BCE a, le 4 mars 2015, adopté un programme visant l'acquisition d'obligations souveraines sur les marchés secondaires¹ (ci-après le « programme PSPP² ») dans le but de revenir à un taux d'inflation inférieur à, mais proche de, 2 %.

En effet, la BCE estime que l'acquisition massive d'obligations souveraines facilite l'accès aux financements utiles à l'expansion de l'activité économique en favorisant la baisse des taux d'intérêt réels et en incitant les banques commerciales à accorder davantage de crédits. Le programme PSPP vise ainsi à assouplir les conditions monétaires et financières, y compris celles des sociétés non financières et des ménages, en vue de soutenir la consommation globale et les dépenses d'investissement dans la zone euro.

Le programme PSPP prévoit que chaque banque centrale nationale achète des titres éligibles provenant d'émetteurs publics centraux, régionaux ou locaux de son propre pays³, et cela en fonction de la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE. La quote-part des banques centrales nationales dans la valeur comptable des achats est de 90 %, celle de la BCE est de 10 %. Le 12 mai 2017, le volume du programme PSPP s'élevait à 1 534,8 milliards d'euros.

La durée d'application prévisible du programme PSPP s'étendait initialement jusqu'à la fin du mois de septembre 2016. Cette durée a ensuite été prolongée à plusieurs reprises.

Plusieurs groupes de particuliers ont introduit, devant le Bundesverfassungsgericht (Cour constitutionnelle fédérale, Allemagne), des recours constitutionnels portant sur diverses décisions de la BCE, sur le concours apporté par la Banque fédérale d'Allemagne à la mise en œuvre de ces décisions ou sur sa carence alléguée face auxdites décisions ainsi que sur la carence alléguée du gouvernement fédéral et du Parlement fédéral face à ce concours et aux mêmes décisions.

Ce groupes de particuliers font valoir, en substance, que les décisions de la BCE en cause constituent, ensemble, un acte ultra vires, en tant qu'elles ne respectent pas la répartition des

¹ Décision (UE) 2015/774 de la Banque centrale européenne, du 4 mars 2015, concernant un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (JO 2015, L 121, p. 20), telle que modifiée par la décision (UE) 2017/100 de la Banque centrale européenne, du 11 janvier 2017 (JO 2017, L 16, p. 51).

² *Public sector asset purchase programme*.

³ De plus, les banques centrales nationales peuvent acheter des titres de créance émis par des organisations internationales et banques multilatérales de développement éligibles.

compétences entre l'Union européenne et les États membres, dès lors qu'elles ne relèvent pas du mandat de la BCE et qu'elles violent l'interdiction du financement monétaire. Ils soutiennent également que ces décisions violent le principe de démocratie consacré par le Grundgesetz (loi fondamentale allemande) et portent atteinte, pour cette raison, à l'identité constitutionnelle allemande.

Le Bundesverfassungsgericht relève que, si le programme PSPP excédait le mandat de la BCE ou violait l'interdiction du financement monétaire, il devrait accueillir ces différents recours. Il en irait de même si le régime de répartition des pertes découlant de ce programme affectait le pouvoir budgétaire du Parlement fédéral. Le Bundesverfassungsgericht a alors décidé d'interroger la Cour de justice sur la validité du programme PSPP au regard du droit de l'Union.

Par son arrêt de ce jour, la Cour constate que l'examen des questions soumises par le Bundesverfassungsgericht n'a révélé aucun élément de nature à affecter la validité du programme PSPP.

La Cour constate tout d'abord que le programme PSPP ne dépasse pas le mandat de la BCE. Ce programme relève du domaine de la politique monétaire pour laquelle l'Union dispose d'une compétence exclusive, pour les États membres dont la monnaie est l'euro, et respecte le principe de proportionnalité.

Le programme PSPP vise à favoriser le retour à moyen terme à des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de, 2 %. Il n'apparaît pas que la concrétisation, par le SEBC, de l'objectif de maintien de la stabilité des prix comme le maintien, à moyen terme, de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de, 2 % soit entachée d'une erreur manifeste d'appréciation et sorte du cadre établi par les traités de l'Union.

La Cour rappelle qu'une mesure de politique monétaire ne peut être assimilée à une mesure de politique économique en raison du seul fait qu'elle est susceptible de produire des effets indirects pouvant également être recherchés dans le cadre de la politique économique⁴ Au contraire, en vue d'exercer une influence sur les taux d'inflation, le SEBC est nécessairement conduit à adopter des mesures ayant certains effets sur l'économie réelle, qui pourraient aussi être recherchées, à d'autres fins, dans le cadre de la politique économique.

Exclure toute possibilité, pour le SEBC, d'adopter de telles mesures quand leurs effets sont prévisibles et sciemment assumés lui interdirait, en pratique, d'utiliser les moyens mis à sa disposition par les traités en vue de réaliser les objectifs de la politique monétaire et pourrait, notamment dans le contexte d'une situation de crise économique impliquant un risque de déflation, constituer un obstacle dirimant à la réalisation de la mission qui lui échoit en vertu du droit primaire.

En outre, la Cour rappelle qu'il ressort clairement du droit primaire que la BCE et les banques centrales des États membres peuvent, en principe, intervenir sur les marchés de capitaux en achetant et en vendant ferme des titres négociables libellés en euros.

Au vu des éléments en sa possession, la Cour considère qu'il n'apparaît pas que l'analyse économique du SEBC, selon laquelle le programme PSPP était susceptible, dans les conditions monétaires et financières de la zone euro, de contribuer à la réalisation de l'objectif de maintien de la stabilité des prix, est entachée d'une erreur manifeste d'appréciation.

Selon la Cour, le programme PSPP, dans son principe même, ne va pas manifestement au-delà de ce qui est nécessaire pour augmenter le taux d'inflation. Il apparaît, notamment, que les autres outils dont disposait le SEBC ne permettaient pas de contrer le risque d'une déflation. Les taux directeurs étaient fixés à un niveau proche des planchers envisageables et le SEBC avait déjà mis en œuvre, depuis plusieurs mois, un programme d'achat massif d'actifs du secteur privé.

⁴ Voir arrêts de la Cour du 27 novembre 2012, Pringle ([C-370/12](#) ; voir le CP [n° 154/12](#)), et du 16 juin 2015, Gauweiler e.a. ([C-62/14](#) ; voir le CP [n° 70/15](#)).

S'agissant des modalités d'application du programme PSPP, la Cour souligne que ce programme n'est pas sélectif et qu'il ne répond pas aux besoins spécifiques de financement de certains États membres de la zone euro. Il ne permet pas l'achat de titres présentant un niveau de risque important et prévoit des plafonds stricts d'achat par émission et par émetteur. De plus, il donne priorité à l'acquisition des obligations émises par des opérateurs privés.

Selon la Cour, il n'apparaît pas de manière manifeste qu'un programme d'acquisition d'obligations souveraines plus limité dans son volume ou dans sa durée aurait pu, de manière aussi efficace et rapide que le programme PSPP, assurer une évolution de l'inflation analogue à celle recherchée par le SEBC, en vue de réaliser l'objectif principal de la politique monétaire fixé par les auteurs des traités.

Par ailleurs, il apparaît que le SEBC a pondéré les différents intérêts en présence de manière à effectivement éviter que puissent se produire, lors de la mise en œuvre du programme PSPP, des inconvénients manifestement disproportionnés par rapport à l'objectif poursuivi. En particulier, le SEBC a dûment pris en considération les risques auxquels l'important volume des acquisitions d'actifs réalisées au titre du PSPP pouvait, le cas échéant, exposer les banques centrales des États membres et a estimé qu'il convenait de ne pas instaurer de règle générale de partage des pertes.

La Cour constate ensuite que le programme PSPP ne viole pas l'interdiction du financement monétaire, qui interdit au SEBC d'accorder tout type de crédit à un État membre. La mise en œuvre de ce programme n'équivaut pas à l'acquisition d'obligations sur les marchés primaires et n'a pas pour effet de soustraire les États membres à l'incitation à conduire une politique budgétaire saine.

Selon la Cour, le programme PSPP est entouré de garanties assurant qu'un opérateur privé ne peut être certain, lors de l'acquisition d'obligations émises par un État membre, que celles-ci seront effectivement rachetées par le SEBC dans un futur prévisible. La circonstance que les modalités du programme PSPP permettent d'anticiper, au niveau macroéconomique, l'acquisition d'un volume notable d'obligations émises par les autorités et les organismes publics des États membres n'est pas susceptible de créer, au niveau d'un opérateur privé donné, des certitudes lui permettant d'agir, de facto, comme un intermédiaire du SEBC pour l'acquisition directe d'obligations auprès d'un État membre.

De plus, ce programme ne permet pas aux États membres de déterminer leur politique budgétaire sans tenir compte du fait que, à moyen terme, la continuité de la mise en œuvre du programme n'est aucunement assurée et qu'ils seront donc conduits, en cas de déficit, à chercher des financements sur les marchés sans pouvoir bénéficier de l'assouplissement des conditions de financement que peut impliquer la mise en œuvre du programme PSPP.

Par ailleurs, les effets du programme PSPP sur l'incitation à conduire une politique budgétaire saine sont limités par l'encadrement du volume mensuel total des acquisitions d'actifs du secteur public, le caractère subsidiaire du programme PSPP, la répartition des acquisitions entre les banques centrales nationales selon la clé de répartition pour la souscription du capital de la BCE, les limites de détention par émission et par émetteur (qui impliquent que seule une minorité des obligations émises par un État membre peuvent être acquises par le SEBC dans le cadre du programme PSPP) et les critères élevés d'éligibilité (fondés sur une évaluation de la qualité du crédit).

La Cour précise encore que l'interdiction du financement monétaire ne s'oppose pas à la détention d'obligations jusqu'à leur échéance ni à l'acquisition d'obligations avec un rendement à échéance négatif.

RAPPEL : Le renvoi préjudiciel permet aux juridictions des États membres, dans le cadre d'un litige dont elles sont saisies, d'interroger la Cour sur l'interprétation du droit de l'Union ou sur la validité d'un acte de l'Union. La Cour ne tranche pas le litige national. Il appartient à la juridiction nationale de résoudre l'affaire

conformément à la décision de la Cour. Cette décision lie, de la même manière, les autres juridictions nationales qui seraient saisies d'un problème similaire.

Document non officiel à l'usage des médias, qui n'engage pas la Cour de justice.

Le [texte intégral](#) de l'arrêt est publié sur le site CURIA le jour du prononcé.

Contact presse : Antoine Briand ☎ (+352) 4303 3205.

Des images du prononcé de l'arrêt sont disponibles sur « [Europe by Satellite](#) » ☎ (+32) 2 2964106.