

La réponse de la Banque Centrale Européenne au Coronavirus



Utilité : Cet article résume les politiques mises en place par la BCE pour répondre à la crise du Coronavirus et éclaire sur leur pertinence dans un contexte très atypique.

Résumé :

- L'article synthétise les principales mesures mises en place par la BCE en réponse à la crise économique du Coronavirus, de mars à juin 2020.
- Même si certaines mesures comme le PEPP (programme d'achat d'actifs spécifique à la pandémie) semblent similaires sur la forme à des mesures prises par la BCE dans le passé (comme le PSPP, le programme d'achat de titres publics), elles se distinguent sur le fond.
- Le PEPP permet à la BCE d'agir pour la stabilité des prix à moyen terme en aidant les Etats à prendre les mesures budgétaires nécessaires pour le maintien de l'offre et de la demande et en contenant les primes de risques. Le lien entre ces actions et la stabilisation économique est beaucoup plus indirect qu'auparavant.
- Le PEPP et d'autres programmes monétaires spécifiques (TLTRO, PELTRO) permettent à la BCE d'agir pour la stabilité des prix à moyen terme en diminuant le risque de seconde vague économique. Le lien entre ces actions et la stabilisation économique est également plus indirect qu'auparavant.

Mots clés : Banque centrale Européenne, BCE, politique monétaire, Lagarde, TLTRO, PELTRO, Covid-19, PEPP, PSPP, taux souverains, haircut, Conjoncture, Finance et Marchés

L'arrivée du Coronavirus et les mesures de confinement qui l'ont suivie dans de nombreux pays ont été, comme chacun le sait maintenant, non seulement une épreuve sociale et sanitaire pour la population, mais aussi un choc majeur pour nos économies.

Face à ce choc inhabituel, les banques centrales ont dû adapter leurs politiques. Nous proposons dans cette série d'articles une revue des mesures mises en place par la Banque Centrale Européenne (BCE) et la Banque centrale américaine (Fed) face à ce choc économique sans précédent. La première partie de cette série se consacre à la réponse de la BCE face au Covid-19. Qu'a fait la BCE ? Pourquoi a-t-elle pris ces mesures ?

1. Chronologie des actions

Commençons par une chronologie des actions principales prises par la BCE, avant de tenter d'éclairer sur leur pertinence pour répondre aux problèmes actuels :

- **Le 12 mars 2020**, le conseil des gouverneurs décide lors de sa réunion périodique de deux actions principales : 1) des ajustements sur son programme de financements exceptionnels de long-terme aux banques, dont le coût est fonction du montant des prêts distribués à l'économie, appelés TLTROs¹, visant à inciter les banques à maintenir le robinet du crédit) une augmentation de son programme d'achat d'actifs (le PSPP) d'un montant de 120 milliards d'euros.
- **Le 18 mars 2020** un peu avant minuit, et à la suite de plusieurs jours de tensions sur les taux souverains de l'Italie notamment, la BCE annonce la mise en place d'un plan exceptionnel d'achats d'actifs (souverains et actifs privés), à hauteur de 750 milliards d'euros, le PEPP (pour « *Pandemic Emergency Purchase Programme* »)².
- **Le 7 avril 2020**, la BCE annonce un relâchement des critères d'acceptation des collatéraux et une diminution de 20 % du « *haircut* » qu'elle applique en temps normal lorsqu'elle prête aux banques³.
- **Le 22 avril 2020**, la BCE annonce un changement de ses critères d'éligibilité des collatéraux. En particulier, les actifs qui répondaient aux exigences de « *rating* » en

¹ La BCE a lancé son troisième volet de « TLTRO » (après ceux de 2014 et 2016) en septembre 2019. Elle y prévoit 7 opérations de refinancement, une par trimestre, ayant une maturité de trois ans. Il restait quatre allocations à l'heure où la BCE a pris sa décision. Quand une banque emprunte dans le cadre du TLTRO, le coût qu'elle paie sur cet emprunt est dégressif, en fonction du montant des prêts qu'elle effectue (net des emprunts remboursés) jusqu'à la maturité de son emprunt. Au minimum, initialement une banque participant au TLTRO pouvait payer un taux fixé à 10 points de base au-dessus du taux de dépôt de la BCE (aujourd'hui -0,5%). Voir [ce lien](#). Le 12 mars, la BCE a diminué ce taux minimum à 25 points de base sous le taux de dépôt. Voir [ce lien](#).

² Trois nouveautés principales ici par rapport au PSPP : la Grèce est incluse, il n'y a pas mention de limite par émetteur (fixée à 33% pour le PSPP), et les achats peuvent en théorie dévier des clés de répartition capital du capital de la BCE (par exemple l'Italie a environ 12% du capital de la BCE : le programme peut *in fine* aboutir à des achats de titres italiens pour plus ou pour moins de 12% du total des achats). Voir ce lien : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html . Notons qu'au 4 juin 2020 l'Eurosystème a surtout acquis des titres souverains via ce PEPP (près de 80% de ses achats), et que les actifs privés représentaient principalement des « *commercial papers* » et des « *corporate bonds* » ([lien](#)).

³ Plus d'informations : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html> . Le haircut est la différence entre la valeur de marché d'un actif et la valeur qui lui est attribuée en tant que collatéral dans une opération de prêt de liquidités ici.

date du 7 avril seront considérés (et évalués) par la BCE, même si ceux-ci ont été dégradés par les agences de ratings (les rendant en théorie non éligibles en l'absence de cette mesure)⁴.

- **Le 30 avril 2020**, le conseil des gouverneurs prend 2 décisions principales : 1) diminuer davantage le coût des TLTROs pour les banques satisfaisant les critères fixés (pouvant aller jusqu'à -1%, soit 50 points de base sous le taux de facilité de dépôt), et 2) lancer de nouvelles opérations de prêts à long terme aux banques, appelés PELTROs (pour « *Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations* »), consistant en sept opérations de prêt pour une maturité d'environ 1 an et un coût égal au taux de refinancement (« refi ») moins 25 points de base (soit -0,5 % actuellement).⁵
- **Le 4 juin 2020**, le conseil des gouverneurs décide d'augmenter l'enveloppe du PEPP de 600 milliards d'euros, le programme passant donc à 1,350 trillions d'euros. La date de fin du PEPP visée par la BCE est étendue à Juin 2021.

D'autres mesures fortes ont été annoncées, comme de nouveaux prêts à long terme aux banques (LTROs) le 12 mars⁶ ou l'extension du programme d'achat de dette d'entreprise (CSPP) à d'autres classes d'actifs.

2. La pertinence des politiques de la BCE

Commençons par une des deux mesures phares du 12 mars de la BCE : la prolongation du PSPP. Celle-ci va directement dans la continuation de ce qui avait été fait avant. On pourrait donc les justifier comme étant liées au premier objectif de la BCE, maintenir la stabilité des prix. Le canal conduisant à cet objectif est le même que celui employé auparavant : faire baisser les taux longs afin de soutenir la demande des agents économiques (consommation et investissement). Même si, dans ce contexte d'incertitude, on peut bien entendu douter de l'efficacité de ce canal par rapport à son efficacité passée. La question n'est pas vraiment là : à choisir on peut accorder à la BCE que faire plus était dans tous les cas certainement préférable au *statu quo*.

Pour ce qui est des autres mesures prises par la BCE depuis le 12 mars, on peut les voir, comme pour le PSPP, comme visant à stabiliser la demande afin *d'in fine* assurer la stabilité des prix. Mais de manière beaucoup moins directe qu'il était question ces dernières années. On peut également les penser comme s'inscrivant dans un cadre beaucoup plus large que celui qui a guidé ses décisions ses dernières années.

On peut notamment voir le PEPP comme un soutien direct (et temporaire) aux Etats dont la soutenabilité des finances risque d'être sévèrement questionnée. Les Etats font en effet face aujourd'hui à des dépenses très importantes. Comme l'expliquait Olivier Blanchard dans une discussion récente⁷, le danger pour beaucoup d'Etats est de voir leur taux d'emprunt monter. Le PEPP, en faisant en sorte que la banque centrale rachète de la dette publique, permet de limiter la montée des taux d'emprunt. En procédant ainsi, la BCE :

(1) aide les Etats à mener les dépenses actuelles nécessaires à la fois pour que la demande

⁴ Plus d'informations : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200422_1~95e0f62a2b.en.html

⁵ Plus d'informations : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200430~1eaa128265.en.html>

⁶ Les LTRO sont alloués chaque semaine, et ont une échéance portée au 24 juin, juste avant le début de la première nouvelle opération de TLTRO

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_2~06c32dabd1.en.html

⁷ Voir ce lien : https://www.youtube.com/watch?time_continue=2204&v=9jSyhtYq_ME&feature=emb_logo

ne chute pas davantage et pour que le tissu productif ne s'effondre pas ;

(2) fait officiellement en sorte que la transmission de sa politique monétaire ne soit pas atteinte (une hausse du risque perçu pourrait faire remonter les taux d'intérêt dans certains pays)

La première partie de cette action peut être vue comme une action de soutien indirect à la demande, mais aussi comme une action en lien avec les autres parties du mandat de la BCE⁸. Ou bien tout simplement comme un *policy-mix* : l'action des gouvernements est soutenue par leur banque centrale dans ce contexte exceptionnel. C'est peut-être cette essence différente qui a justifié des modalités différentes pour le PEPP, comme l'inclusion de la Grèce.

La BCE agit aussi pour **diminuer le risque de « seconde vague économique »**. Ses actions pour les banques y sont directement liées. Pour éviter cette « seconde vague », il faut éviter que la crise de l'économie réelle 1) ne s'emballe (avec des faillites d'entreprises, davantage de chômage, et donc une baisse profonde de demande...) 2) ne migre dans la sphère financière (avec des problèmes de solvabilité des ménages et d'entreprises, conduisant à des faillites de banques...).⁹ Les actions de la BCE peuvent être vues dans cette optique d'éviter une seconde vague :

- Les TLTROs, comme les PELTROs, permettent de soutenir indirectement les entreprises (et donc l'offre) et les ménages, notamment en diminuant le risque que le robinet du crédit ne se ferme. Si le robinet du crédit venait à se fermer davantage, cela alourdirait la facture sur les faillites d'entreprises, et donc sur le chômage, et donc sur la demande. L'économie serait de nouveau mise à mal pour plusieurs années.
- Les TLTROs, comme les PELTRO, permettent aussi de soutenir les banques en cas de doutes sur leur situation financière, en leur assurant un financement important et stable dans cette période. Ils permettent ainsi de diminuer les risques de crise de liquidité et de crise financière.
- Les mesures sur l'élargissement des collatéraux et la baisse des *haircuts* permettent de limiter les risques de *fire-sales*, de limiter les risques de crises de liquidité, et de soutenir indirectement l'offre de crédits aux entreprises.

Les TLTROs, comme l'élargissement des critères d'acceptabilité des collatéraux, permettent donc de soutenir l'offre indirectement, dans une optique de soutien de plus long terme à l'économie. Les PELTROs visent peut-être davantage par essence à limiter le risque de problèmes de liquidités bancaires.

La dernière mesure (élargissement des collatéraux et baisse des *haircuts*) rend le risque « moins cher » et donc plus attractif pour une banque, et donc ainsi pour le système financier. Au coût bien sûr de plus de risque de perte financière pour la banque centrale, et donc en définitive pour le contribuable. Markus Brunnermeier le disait récemment : les Etats et leur banque centrale, dans cette période, doivent paradoxalement prendre plus de risques s'ils veulent limiter la matérialisation des risques. C'est en partie ce que fait la BCE

⁸Le mandat de la BCE inclut notamment « *Supporter les politiques économiques dans l'union en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union* », ceux-ci incluant « le plein emploi » et « une croissance économique équilibrée ».

⁹ Sur ce point voir l'article du CEPII de Fabien Tripier:

<http://www.cepii.fr/BLOG/bi/post.asp?IDcommuniqu=793>

actuellement.

3. Conclusion

La BCE, comme beaucoup d'autres banques centrales, a dû prendre des mesures fortes et atypiques pour répondre à ce choc inhabituel lié à l'épidémie de Coronavirus. Si certaines de ces mesures ressemblent sur la forme à celles prises dans les années passées, elles se distinguent néanmoins sur le fond. Le but du PEPP n'est par exemple pas directement de baisser les taux longs comme le QE récent, mais d'éviter une hausse des primes de risques et d'aider les Etats à prendre les mesures nécessaires pour le maintien de l'offre et de la demande. Le PEPP et les PELTRO doivent permettre à la BCE de diminuer **le risque de seconde vague économique**. Le lien entre ces actions et la stabilisation économique est plus indirect qu'auparavant.

Pour plus d'informations sur le PEPP, voir cette FAQ sur le site de la BCE :
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/pepp-qa.en.html>