

Les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème face au COVID-19

Par [Vincent Grossmann-Wirth](#)

En réponse à la crise du COVID-19, l'Eurosystème a très vite mis en œuvre plusieurs mesures importantes pour soutenir le financement de l'économie par le canal du crédit bancaire et celui du financement de marché. Ces mesures sont de trois ordres : adaptation et extension des opérations de crédit, assouplissement du dispositif de garanties, renforcement des programmes d'achat de titres.

Tableau : principales décisions de politique monétaire prises en mars-juin 2020

Mesures	12 mars	18 mars	7 avril	22 avril	30 avril	4 juin
Opérations de crédit	TLTROIII : période spéciale COVID, taux bonifié à DFR-25pb. LTRO bridge : 13 opérations d'échéance juin 2020, taux DFR	[15 mars] Dollar : annonce d'opérations hebdomadaires à 84 jours [20 mars] Dollar : opérations à 7 jours portées à fréquence quotidienne			TLTROIII : taux bonifié sur période spéciale à DFR-50pb PELTRO : 7 op. d'échéance T3 2021, taux MRO-25pb	
Cadre de collatéral		Annonce d'ajustements à venir du cadre de collatéral	Paquet de mesures : extension des créances privées, baisse généralisée des décotes de 20 pts de %, hausse de la limite OBNS...	Notations : gel au 7 avril des titres éligibles, avec un seuil à CQS5 (CQS4 pour les ABS)		
Achats fermes de titres	APP : enveloppe de 120 Mds € d'achats nets additionnels jusqu'à fin 2020	PEPP : programme de 750 Mds € jusqu'à fin 2020			PEPP : publication désagrégée des données tous les 2 mois à partir du 2 juin	PEPP : augmentation à 1350 Mds€, horizon étendu à fin juin 2021, réinvestissement au moins jusqu'à fin 2022

DFR : taux de la facilité de dépôt ([deposit facility rate](#)) ; MRO : opérations principales de refinancement ([main refinancing operations](#)) ; CQS : échelon de qualité de crédit ([credit quality step](#)) ; OBNS : obligations bancaires non sécurisées ; TLTROIII, PELTRO LTRO bridge, APP, PEPP : cf. définitions dans le corps du texte.

Source : Banque de France

Si les politiques sanitaires et budgétaires sont au premier plan des réponses publiques face au COVID-19, le rôle de la politique monétaire est également clé, en particulier pour maintenir la liquidité du secteur financier et veiller à ce que le secteur réel (ménages, entreprises, administrations publiques) continue de bénéficier de conditions de financement favorables pendant cette période. Dès le début mars, l'Eurosystème (la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro) a ainsi lancé, comme [les autres grandes banques](#)

[centrales](#), une série de mesures pour préserver l'efficacité de la transmission de la politique monétaire et parer aux risques de fragmentation des marchés financiers dans la zone euro (Tableau).

Extension et adaptation des opérations de crédit de l'Eurosystème

Les conditions des opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO) ont été **significativement assouplies** pour soutenir l'octroi du crédit à l'économie. Les TLTRO, mises en œuvre au fil de trois séries depuis 2014, sont dites « ciblées » car les droits de tirage et les taux appliqués dépendent du volume des prêts accordés aux entreprises non financières et aux ménages (hors immobilier), constituant une incitation à prêter pour les banques.

La BCE a ainsi décidé le [12 mars 2020](#) (puis à nouveau le [30 avril 2020](#)), d'assouplir encore davantage la troisième série d'opérations, lancée en 2019 (TLTROIII), notamment en instaurant une période spéciale de juin 2020 à juin 2021, pour laquelle le taux appliqué est désormais fixé à 50 points de base en-deçà du taux de la facilité de dépôt (soit actuellement -1%). Il est aussi plus facile pour les banques emprunteuses de bénéficier des taux les plus favorables, grâce à une réduction des cibles de crédit.¹

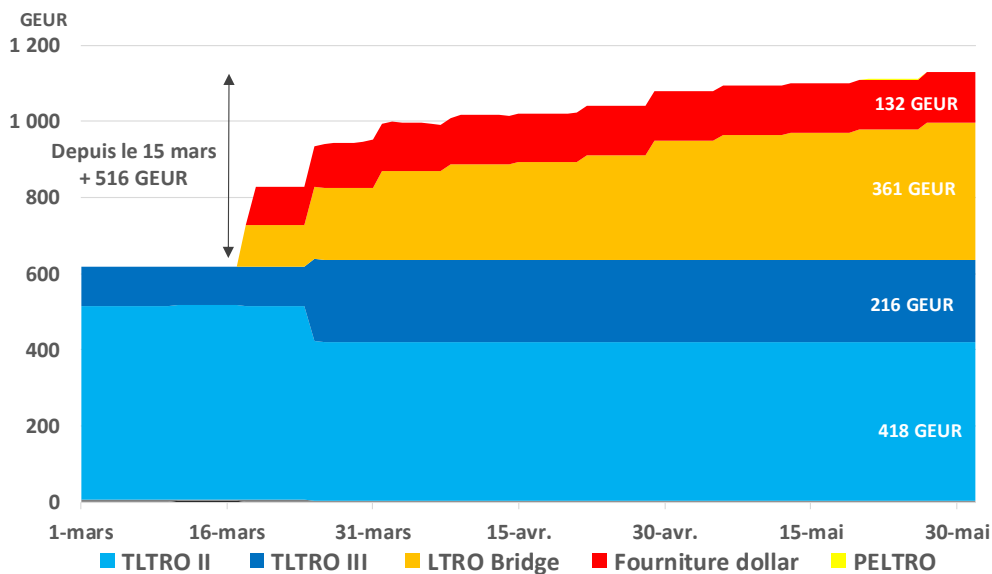
L'Eurosystème a également lancé de nouvelles opérations :

- **Les « LTRO bridge »** : annonce le [12 mars 2020](#) d'une série de 13 opérations de refinancement de long terme (LTRO) additionnelles, conduites par voie d'appels d'offre hebdomadaires à taux fixe (au taux sur la facilité de dépôt, DFR) sans limite de montant, arrivant toutes à échéance le 24 juin 2020 (date de règlement de l'opération de TLTROIII de juin). Le but de ces opérations est de fournir un soutien en liquidité pour faire le « pont » jusqu'aux TLTROIII assouplies.
- **Des opérations en dollar** : annonce le [15 mars 2020](#), dans le cadre d'une action coordonnée entre six grandes banques centrales, d'adjudications hebdomadaires pour la fourniture de liquidité en dollar à plus long terme (84 jours) au taux de OIS+25 points de base. Les opérations à 7 jours ont en outre été portées à une fréquence quotidienne (le [20 mars 2020](#)).
- **Les PELTRO** : annonce le [30 avril 2020](#) d'une nouvelle série d'opérations de refinancement justifiées par l'urgence pandémique (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO). Les 7 opérations de PELTRO seront menées à partir de fin mai 2020 par voie d'appels d'offre sans limite de montant et au taux MRO – 25 points de base. Elles arriveront à échéance progressivement entre juillet et septembre 2021 et fourniront un backstop de liquidité, notamment pour les banques qui ne pourraient pas participer aux opérations de TLTROIII.

Suite à ces mesures, l'encours de refinancement des banques de la zone euro auprès de l'Eurosystème en euro et en dollar a significativement augmenté (hausse de plus de 500 Mds € entre mi-mars et fin mai), pour atteindre plus de 1000 Mds € (Graphique), avant même l'opération TLTROIII de juin.

¹ Cf. sites de la [BCE](#) et de la [Banque de France](#) pour plus de détail.

Graphique : Encours du refinancement des banques auprès de l'Eurosystème



Sources : BCE, Banque de France

Assouplissement du dispositif de garanties

L'Eurosystème a aussi assoupli son dispositif de garanties (ou collatéral) le [7 avril 2020](#), permettant d'augmenter les montants d'actifs éligibles aux opérations et de soutenir l'octroi de crédit bancaire à l'ensemble de l'économie :

- **l'élargissement du champ des créances privées éligibles** (prêts bancaires), qui permet en particulier d'y inclure les prêts aux entreprises garantis par l'État (PGE).
- **une série d'autres mesures temporaires** comprenant la suppression du montant minimal de 25 000 euros requis pour la mobilisation des créances privées et une augmentation de 2,5 % à 10 % de la limite de concentration appliquée aux titres bancaires non sécurisés dans le pool de collatéral déposé par les banques.
- **un abaissement temporaire de 20 % des décotes sur l'ensemble du collatéral**, auquel s'ajoute une réduction permanente de 20 % en moyenne des décotes applicables aux seules créances privées, permettant de dégager environ 140 Mds € de collatéral éligible aux opérations de politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs a en outre décidé le [22 avril 2020](#) de réduire de façon préventive l'impact négatif d'éventuelles dégradations des notations financières d'agence sur le montant de collatéral disponible, en gelant les dites notations pour les actifs négociables (titres) déjà éligibles.

Soutien au financement de marché et réponse au risque de fragmentation financière dans la zone euro

L'Eurosystème a aussi soutenu le canal du financement de marché afin d'assurer le maintien de conditions de financement favorables dans la zone euro, par un renforcement substantiel de ses programmes d'achats de titres :

- Une enveloppe supplémentaire de 120 Mds € d'achats nets d'actifs d'ici la fin 2020, dans le cadre du [programme APP](#) existant, a d'abord été décidée le [12 mars 2020](#), avec [la volonté d'assurer une présence renforcée sur le segment des titres d'entreprises](#), pour soutenir le financement de l'économie.
- Un nouveau programme d'achats pour faire face à l'urgence pandémique (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) de 750 Mds € a ensuite été lancé le [18 mars](#), incluant toutes les catégories d'actifs du [programme APP](#), initialement jusqu'à la fin 2020. Ce programme vise à la fois à maintenir la bonne transmission de la politique monétaire et à permettre un nouvel assouplissement de l'orientation de la politique monétaire.
- L'enveloppe consacrée au PEPP a enfin été augmentée de 600 Mds € à 1350 Mds € le [4 juin](#), et l'horizon fixé pour les achats nets a été étendu jusqu'à fin juin 2021. Les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance seront également réinvestis au moins jusqu'à fin 2022.

Les achats de titres effectués dans le cadre du PEPP couvrent également le **marché du papier commercial émis par des entreprises non financières** pour répondre plus directement à leurs besoins de trésorerie.

Ces achats sont aussi réalisés **de façon flexible (dans le temps, entre catégories d'actifs et entre juridictions) et peuvent être toujours ajustés** qu'il s'agisse de leur volume ou de leur composition. De plus, les limites que l'Eurosystème s'est imposé en la matière peuvent être revues dans le cas où elles pourraient constituer des entraves à l'accomplissement de sa mission.

L'encours global des programmes d'achats de titres de l'Eurosystème s'élevait à 2978 Mds € à fin mai, [dont 235 Mds € au titre du PEPP](#), et devrait continuer à augmenter de façon substantielle dans les prochains mois.