

Quand la BCE a-t-elle stoppé la contagion de la Covid-19 aux marchés financiers ?

Aymeric Ortman & Fabien Tripier*

Au début de l'année 2020, la zone euro est entrée dans une double crise sanitaire et économique. À partir de la mi-février, les marchés boursiers et des dettes souveraines européens ont connu des tensions exceptionnelles, alimentées par la progression du nombre de cas de Covid-19. L'intervention de Christine Lagarde, le 12 mars, et son « nous ne sommes pas là pour resserrer les écarts de taux », a déclenché une nouvelle secousse sur les marchés et beaucoup considèrent que c'est l'intervention du 18 mars qui a permis de rétablir le calme. Pourtant la sensibilité des marchés au nombre de nouveaux cas de Covid-19, particulièrement forte début mars, s'est éteinte après l'intervention du 12 mars, mettant fin à une situation explosive sur les marchés de la dette souveraine italienne, espagnole et, dans une moindre mesure, française. La gestion de cette crise conforte le leadership de la BCE au sein des institutions européennes mais pose également la question de la poursuite de sa politique monétaire accommodante.

Au tout début de l'année 2020, l'épidémie de la COVID-19 a frappé l'Europe. Après la détection d'un premier cas en France le 24 janvier, la pandémie s'est ensuite étendue à tout le continent. Fin février, l'Italie a déclaré 22 nouveaux cas en Lombardie, poussant le gouvernement italien à prendre des mesures de confinement, d'abord régional le 8 mars puis national le 11 mars, afin de protéger sa population, suivi par ses homologues européens. Le 13 mars, l'Organisation mondiale de la santé désignait officiellement l'Europe comme le nouvel épice de la pandémie de coronavirus. Le 25 mars, tous les pays de l'Union européenne et plus de 150 pays dans le monde étaient touchés, selon le Centre européen de prévention et de contrôle des maladies.

L'accélération de la pandémie et, *in fine*, les mesures de confinement et les restrictions mises en place pour en limiter la propagation ont entraîné dès le 19 février d'importantes perturbations sur les marchés financiers européens.

Si elles ont été violentes, ces perturbations ont également été de très courte durée : fin mars 2020, l'effondrement des indices boursiers était enrayé et les taux d'intérêt des dettes souveraines étaient même orientés à la baisse. Quel a été le rôle de la Banque centrale européenne (BCE) dans cet apaisement des tensions financières ? Quand ses interventions

ont-elles réussi à rassurer les marchés ? Comment faire en sorte que la sortie de la crise sanitaire se fasse sans heurts ?

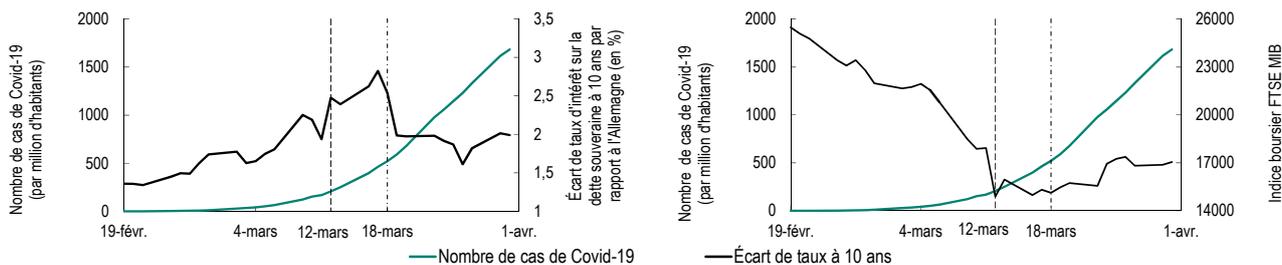
■ Face à la crise financière, la BCE est intervenue rapidement

L'Italie est emblématique de la transmission de la crise sanitaire aux marchés financiers (graphique 1). L'écart entre le taux de la dette souveraine italienne à 10 ans et celui de la dette souveraine allemande est passé de 1,4 % à 2,6 % entre le 19 février et le 12 mars. Cette explosion de l'écart de taux italien, en seulement quelques semaines, signe d'une intensification du risque souverain, a fait resurgir la peur d'une nouvelle crise des dettes souveraines en zone euro. Sur la même période, la Bourse de Milan enregistrait une baisse vertigineuse de 41,5 %, rappelant les crises financières les plus sévères, de 1929 ou 2008.

Face à la crise financière, l'Union européenne disposait d'une expérience importante. Celle-ci a été acquise depuis 2008 avec la succession des crises financière, bancaire et des dettes souveraines dont l'héritage a été un renforcement de la compétence européenne en matière de supervision

* Aymeric Ortman est doctorant à l'Université Paris-Saclay. Fabien Tripier est professeur à l'Université Paris-Saclay et conseiller scientifique au CEPII.

Graphique 1 – La transmission de la crise sanitaire aux marchés financiers en Italie



Sources : Datastream et Our world in data.

financière – avec la création du système européen de surveillance financière –, mais aussi en matière de résolution bancaire – avec l'Union bancaire pour les pays de la zone euro¹. Ces dispositifs sont venus compléter la compétence exclusive de la BCE en matière de politique monétaire ; elle a été la première institution à intervenir, en deux temps, les 12 et 18 mars².

Le 12 mars, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé un ensemble de mesures prévoyant (i) des opérations de refinancement à long terme (*longer-term refinancing operations, LTRO*) supplémentaires afin d'assurer la liquidité du système financier de la zone euro jusqu'en juin 2020, (ii) des conditions plus favorables à la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III) de juin 2020 à juin 2021 pour soutenir les prêts bancaires aux petites et moyennes entreprises touchées par la propagation du virus, et (iii) une enveloppe temporaire d'achats nets d'actifs supplémentaires de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année pour soutenir les conditions de financement dans le cadre du programme d'achat d'actifs (*Asset Purchase Programme, APP*) existant.

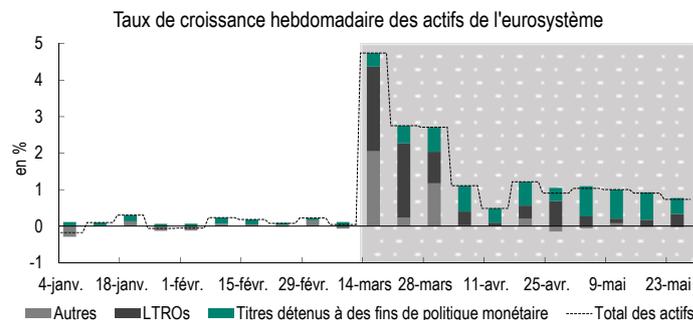
Mais la date du 12 mars a surtout marqué les esprits par l'erreur de communication de Christine Lagarde qui, au cours de sa conférence de presse, après avoir déclaré « Je peux vous assurer [...] que nous utiliserons toutes les flexibilités qui sont intégrées dans le cadre du programme d'achat d'actifs », précisait « nous ne sommes pas là pour resserrer les écarts de taux ». Cette dernière assertion a immédiatement été interprétée comme le contre-exemple parfait du fameux « quoi qu'il en coûte » de Mario Draghi et a conduit à une envolée des écarts de taux des pays du Sud de l'Europe, une chute de près de 17 % de la Bourse de Milan et des autres places financières européennes. Alors que Mario Draghi avait en son temps annoncé que la BCE ferait tout ce qui est en son pouvoir pour préserver l'intégrité de la zone euro et avait, par sa seule parole, ainsi calmé les marchés, Christine Lagarde exonérait son institution de la responsabilité d'assurer aux gouvernements de la zone euro les plus fragiles la possibilité de se financer sur les marchés sans avoir à payer des primes de risque conséquentes³. Une conférence de presse suivra sur CNBC pour tenter de corriger cette erreur de communication, durant laquelle Christine Lagarde précisa : « Je m'engage pleinement à éviter toute fragmentation dans un moment difficile pour la zone euro. Le paquet approuvé aujourd'hui peut être utilisé avec souplesse pour éviter les perturbations sur les marchés obligataires et nous sommes prêts à

faire preuve de la détermination et de la force nécessaires. » L'agenda de Philip Lane, économiste en chef de la BCE, est éclairant sur l'ampleur des tensions créées le 12 mars : comme l'a révélé le *Wall Street Journal*, c'est onze entretiens téléphoniques avec des banques et fonds d'investissement qu'il a eu ce jour-là pour clarifier le message de la BCE.

Six jours plus tard, le 18 mars, la BCE annonçait le lancement d'un nouveau programme d'achats d'actifs d'urgence lié à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*) d'un montant de 750 milliards d'euros jusqu'à la fin 2020. À cette date, la BCE réalisait également des opérations de marché importantes en offrant aux banques des facilités de refinancement à long terme exceptionnelles d'un montant de 109 milliards d'euros pour 98 jours. L'examen de la situation financière de l'Eurosystème donne la mesure de l'ampleur de cette opération de marché du 18 mars : elle correspond à une hausse de près de 18 % des facilités de refinancement offertes aux banques européennes et représente près de la moitié de la hausse de 4,7 % du total des actifs détenus par l'Eurosystème entre les 13 et 20 mars (graphique 2).

Il n'est pas possible de démêler les effets de la déclaration de Christine Lagarde sur les écarts de taux de ceux des annonces importantes de politique monétaire faites le même jour. Il est néanmoins possible d'analyser à quel moment les interventions de la BCE ont modifié la transmission de la Covid-19 aux marchés financiers européens.

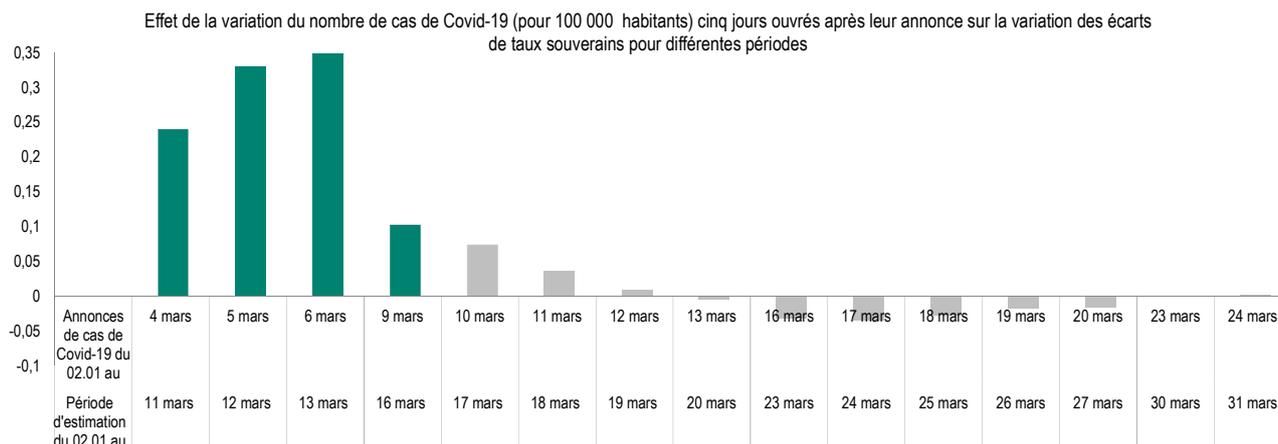
Graphique 2 – L'expansion du bilan de la BCE commence la semaine du 18 mars



Note : LTROs : opérations de refinancement à long terme (Longer-term refinancing operations).
Source : BCE.

1. Cela contraste avec le domaine sanitaire pour lequel l'Union européenne ne disposait pas de compétence forte ni d'expérience de gestion de crise à l'échelle européenne.
2. Une visioconférence a certes eu lieu le 10 mars, impliquant les membres du Conseil européen, ainsi que les dirigeants d'institutions, dont Christine Lagarde, présidente de la BCE, mais sans déboucher sur des décisions économiques d'envergure. La décision des ministres européens des Finances d'activer la clause dérogatoire générale prévue par le Pacte de stabilité et de croissance a été prise plus tard, le 23 mars, à la suite de la communication de la Commission européenne du 20 mars. Cette clause autorise les pays membres à s'écarter de manière temporaire des obligations budgétaires afin de faire face aux conséquences économiques de la pandémie.
3. Christine Lagarde précise lors de cette conférence de presse du 12 mars 2020 à propos du resserrement des écarts de taux : « Ce n'est pas la fonction ou la mission de la BCE. Il existe d'autres outils pour cela, et d'autres acteurs pour traiter ces questions. »

Graphique 3 – Après le 16 mars, les marchés européens de la dette souveraine ne réagissent plus à la pandémie



Note de lecture : L'effet estimé entre le 2 janvier et le 11 mars de la variation du nombre de cas de Covid-19 entre le 2 janvier et le 4 mars conduit à une variation des écarts de taux souverains en zone euro de 0,24 point de pourcentage. Celui estimé en ajoutant un jour ouvré, soit entre le 2 janvier et le 12 mars (donc pour la variation du nombre de cas de Covid-19 entre le 2 janvier et le 5 mars), s'établit à 0,33 point de pourcentage.

Note : Les bâtons verts indiquent que l'effet est significatif à 1 %, les gris qu'il n'est pas significatif.

Source : Ortmans et Tripier (2020).

■ Quand les marchés financiers ont-ils cessé de réagir à la diffusion de la Covid-19 ?

Pour cela, nous avons estimé les effets de l'expansion du nombre de cas de Covid-19, cinq jours ouvrés après leur annonce, sur la variation des écarts de taux d'intérêt sur la dette à 10 ans des pays européens par rapport à celui de l'Allemagne entre le 2 janvier et le 29 mai 2020 pour différentes sous-périodes⁴.

Le graphique 3 en fournit les résultats. Il montre que l'impact estimé entre le 2 janvier et le 13 mars est élevé et significatif, puis beaucoup plus faible pour celui estimé entre le 2 janvier et le 16 mars, et non significatif à partir de là.

L'analyse statistique⁵ identifie l'effet estimé entre le 2 janvier et le 13 mars comme celui marquant un changement de réaction des marchés à la pandémie (Ortmans et Tripier, 2020). Jusque-là, le signalement d'un nouveau cas pour 100000 habitants entraînait une hausse, cinq jours plus tard, de 0,35 point de pourcentage des écarts de taux souverains en moyenne en zone euro.

Quelles sont les implications de ce résultat pour apprécier les effets des interventions de la BCE sur les marchés, compte tenu de l'évolution de la pandémie ? Avec un changement de réaction des marchés après le 13 mars, cela signifie que l'intervention du 12 mars, seule action politique notable mise en œuvre dans la zone euro durant cette période⁶, a eu une certaine efficacité malgré la tempête financière qu'elle a déclenchée. Le « Nous ne sommes pas là pour resserrer les écarts de taux » de Christine Lagarde n'a pas empêché les marchés, compte tenu de l'expansion de la pandémie, d'être rassurés quant à la détermination de la BCE à prendre les

mesures nécessaires pour endiguer la contagion de la crise sanitaire à la sphère financière.

Après le 18 mars, par le double effet des annonces supplémentaires (le PEPP, principalement) et des opérations de marché (LTRO), qui ne débutent réellement qu'à cette date, les marchés se sont retournés avec une baisse des écarts de taux d'intérêt observés et une remontée des indices boursiers. Pour prendre la mesure de ce qui se serait produit, compte tenu de la progression de la pandémie, si les marchés n'avaient pas été rassurés, évaluons quels auraient été les écarts de taux d'intérêt sur les dettes souveraines si leur sensibilité au cas de Covid-19 estimée entre le 2 janvier et le 13 mars s'était poursuivie. Clairement, la situation était explosive : dès le 18 mars, on aurait observé des écarts de taux d'intérêt dans la zone euro du même ordre que ceux constatés lors de la crise des dettes souveraines de 2010-2012 (graphique 4).

■ Quels enseignements peut-on tirer de la gestion de la crise par la BCE ?

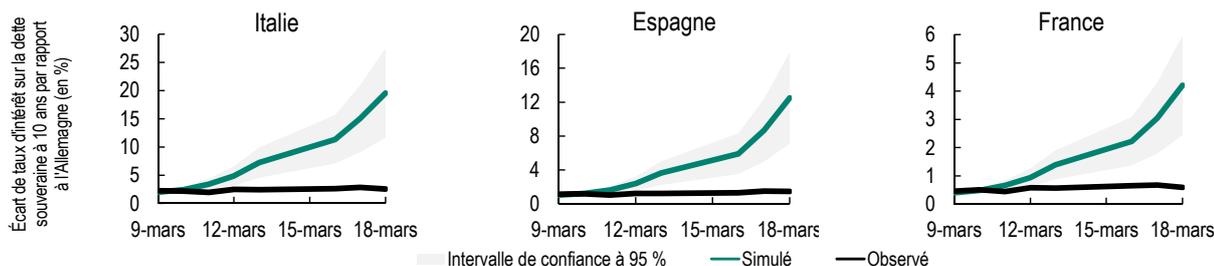
En évitant, par sa réaction rapide, une nouvelle crise des dettes souveraines, la BCE a confirmé son leadership parmi les institutions européennes. À cet égard, le contraste est saisissant avec ce qui a été fait en matière budgétaire. Si les ministres européens des Finances ont activé relativement rapidement, le 23 mars, la clause dérogatoire générale prévue par le Pacte de stabilité et de croissance, le soutien budgétaire européen a été beaucoup plus tardif. Le plan de relance de la Commission européenne, « Next Generation EU », proposé le 27 mai, a été adopté par le Conseil européen le 21 juillet et intégré dans le vote du budget européen au Parlement le 18 décembre. Mais un an

4. Ortmans, A., & Tripier, F. (2020). COVID-Induced Sovereign Risk in the Euro Area: When Did the ECB Stop the Contagion? Document de travail du CEPII, n° 11, octobre. À consulter pour les résultats de l'effet des nouveaux cas de Covid-19 sur les écarts de taux d'intérêt à différents horizons (le jour même, le lendemain, à 2, 3 et 4 jours après leur annonce) et sur la variation des indices boursiers.

5. Pour identifier la date de changement dans la réaction des marchés à la Covid-19, les impacts estimés pour chacune des périodes présentées sur le graphique 3 sont comparés à ceux estimés sur la période suivante, c'est-à-dire entre un jour ouvré supplémentaire et le 28 mai 2020.

6. Pour s'assurer que cet affaiblissement de la réaction des marchés ne résulte pas d'un changement dans la dynamique de la pandémie elle-même, qui aurait coïncidé avec les interventions de la BCE du 12 mars, nous avons testé plusieurs mesures du développement de la pandémie (fondées sur le nombre de décès plutôt que le nombre de cas, avec des retards pour tenir compte de la diffusion de l'information, rapportés ou non à la population), en tenant également compte du stade de la pandémie (par le logarithme du nombre de cas) et de sa vitesse de diffusion (par la variation de la variation du nombre de cas), ainsi que des différences d'endettement public des pays européens (en retenant uniquement les pays fortement endettés). L'ensemble de ces tests confirme que c'est l'effet estimé entre le 2 janvier et le 13 mars qui marque un changement de la réaction des marchés à la pandémie.

Graphique 4 – Sans l'intervention de la BCE les écarts de taux d'intérêt se seraient envolés



Note : Pour chaque date, l'écart de taux d'intérêt simulé est obtenu en ajoutant à l'écart de taux d'intérêt observé le 6 mars les effets cumulés⁷ du nombre de nouveaux cas annoncés à partir du 9 mars jusqu'à la date considérée sur la variation des écarts de taux d'intérêt. Les effets sont ceux estimés sur la période du 2 janvier au 13 mars.

Source : Ortman et Tripièr (2020).

après le début de la crise sanitaire en Europe, le dispositif est toujours en attente d'une ratification de la décision relative aux ressources propres par les États membres.

Cette crise souligne aussi le rôle décisif des décisions qui seront prises à l'avenir par la BCE pour la soutenabilité des dettes publiques. Si cette soutenabilité dépend de la croissance économique, elle dépend également de la politique monétaire à travers ses effets sur le niveau des taux d'intérêt. La gestion de la crise par la BCE en a stoppé la progression et leur niveau est depuis resté faible. Au 1^{er} février 2021, la moyenne des taux des dettes souveraines à 10 ans dans la zone euro est de -0,06 %, avec des écarts entre pays (-0,51 % en Allemagne, -0,25 % en France, 0,09 % en Espagne et 0,62 % en Italie) qui restent relativement modérés et stables du fait d'une politique monétaire toujours accommodante⁹.

Mais pour combien de temps ? Car le risque est, avec l'objectif actuel de cible d'inflation inférieure à, mais proche de, 2 % à moyen terme, qu'un retour de l'inflation conduise à une remontée prématurée des taux d'intérêt, comme en 2011 lorsque Jean-Claude Trichet, alors président de la BCE, avait annoncé une séquence de hausse des taux d'intérêt.

De ce point de vue, la révision actuelle de la stratégie de politique monétaire de la BCE⁹ est l'occasion de modifier l'interprétation du mandat de la banque centrale pour une nouvelle cible d'inflation¹⁰ qui puisse éviter une telle situation. Dans son discours de septembre 2020 sur l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE¹¹, Christine Lagarde reconnaît que l'objectif d'inflation n'est pas interprété de manière suffisamment symétrique (c'est-à-dire en considérant également dommageable les situations où l'inflation est en dessous de la cible que celles où elle est au-dessus) et pose la question d'un engagement des banques centrales à rattraper l'inflation « perdue » lorsqu'elle est restée un certain temps inférieure aux cibles¹². Avec une inflation moyenne dans la zone euro de 1,3 % depuis la crise de 2008¹³ et des prévisions d'inflation à long terme en dessous de sa cible de 2 %¹⁴, la BCE devrait utiliser la crédibilité de sa communication, dont elle a démontré l'importance au début de la crise de la Covid-19, pour communiquer davantage qu'elle ne le fait actuellement sur un changement à venir de sa cible d'inflation¹⁵. Car cette communication est essentielle pour convaincre les marchés que, contrairement à 2011, elle ne remontera pas les taux même si l'inflation devait dépasser 2 %, compte tenu de l'inflation des années passées.

7. Les effets sont cumulés en tenant compte des effets du nombre de nouveaux cas de Covid-19 sur la variation des écarts de taux d'intérêt aux différents horizons, le jour même, le lendemain... et jusqu'à 5 jours après leur annonce.

8. Le gouverneur de la Banque de France a d'ailleurs réagi le 1^{er} mars 2021 à la suite du ralentissement du programme d'achats d'actifs de la BCE et de la remontée des taux de la dette souveraine française fin février 2021.

9. Site de la BCE sur l'évaluation stratégique.

10. Il est important de souligner ici que la cible « inférieure à, mais proche de, 2 % à moyen terme » n'est pas définie par les traités européens, qui ne donnent pas de définition quantitative de la stabilité des prix, mais par une décision du conseil des gouverneurs de la BCE de 2003.

11. Source : BCE.

12. Aux États-Unis, la FED, qui a achevé sa revue stratégique en août 2020, a ajouté à sa cible d'inflation de 2 % la mention « 2 % en moyenne » indiquant que des périodes de faible inflation doivent être compensées par des périodes d'inflation qui dépassent la cible.

13. Source des données d'inflation sur la période janvier 2008 à janvier 2021.

14. Les prévisions d'inflation sont de 0,9 % pour le 1^{er} trimestre 2021, de 1,4 % à deux ans et 1,7 % à cinq ans pour la zone euro (source : BCE).

15. Plusieurs options sont possibles, comme l'adoption d'une cible de taux d'inflation moyenne ou alors d'un ciblage du niveau général des prix. La finalité est de retarder la remontée des taux directeurs après les phases de récession. Pour une discussion des coûts et bénéfices des différentes options, voir Jaillot, P. et Mojon, B. (2018). Les politiques d'objectifs des banques centrales en perspective, *Revue française d'économie*, 33(3), et Svensson, L.E.O. (2020). Monetary Policy Strategies for the Federal Reserve, *International Journal of Central Banking*, 16(1).

La Lettre du



© CEPII, PARIS, 2021

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
20, avenue de Ségur
TSA 10726
75334 Paris Cedex 07

Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepii.fr – @CEPII_Paris

RÉDACTEURS EN CHEF :
Isabelle Bensidoun
Fabien Candau

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RESPONSABLE DES PUBLICATIONS :
Isabelle Bensidoun

RÉALISATION :
Laure Boivin

La Lettre du CEPII
est disponible en version électronique
à l'adresse :
<http://www.cepii.fr/LaLettreDuCEPII>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
s'inscrire à l'adresse :
<http://www.cepii.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
SSN 2493-3813 (en ligne)
CCP n° 1462 AD

Mars 2021

Cette Lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

