

# LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE ET LA CRISE DU COVID-19

**Christophe Blot\***

*Sciences Po, OFCE*

---

La crise liée à la propagation de l'épidémie de Covid-19 a de nouveau poussé les banques centrales à réagir en assouplissant l'orientation de la politique monétaire, ce qui s'est traduit par le recours massif aux mesures non conventionnelles. Il en a résulté une forte augmentation de la taille de leur bilan. En amplifiant les programmes d'achat d'actifs, les banques centrales ont par ailleurs absorbé une large part de la dette émise par les États en 2020 pour faire face à la crise. Dans la zone euro, la BCE a de plus lancé un nouveau programme, le PEPP, destiné à réduire le risque de fragmentation. Cet article évalue l'effet de ce programme sur les écarts de taux d'intérêts souverains en zone euro et aussi l'effet des annonces de politique monétaire prises depuis le début de la crise sur les conditions de financement dans la zone euro. Les résultats suggèrent que l'ensemble des mesures prises a eu un effet significatif sur les taux souverains et les indices boursiers. Par ailleurs, les résultats de nos estimations indiquent qu'une augmentation des flux d'achat de titres, dans le cadre du PEPP, permet de réduire les écarts de taux des pays considérés généralement comme fragiles : Italie, Espagne, Portugal et Grèce.

*Mots clés* : Banques centrales, achats d'actifs, fragmentation, taux souverain.

---

Dès le mois de mars 2020, la diffusion de l'épidémie et la perspective des contraintes sur l'activité économique ont poussé les banques centrales à prendre des nouvelles mesures expansionnistes afin de limiter les effets de la crise sanitaire sur la croissance et le système financier. Ces décisions ont mis un terme à la normalisation de la politique monétaire qui était en cours aux États-Unis et retardé encore un peu plus la perspective d'un tel schéma dans la zone euro. La taille du bilan des banques

---

\* L'auteur remercie Éric Héyer et Paul Hubert pour leur relecture et leurs commentaires.

centrales s'est donc à nouveau fortement accrue. Une dimension essentielle des décisions de politique monétaire fut la politique d'achats de titres souverains. Depuis 2009 aux États-Unis ou au Royaume-Uni, et depuis 2014 en zone euro, les banques centrales acquièrent une part importante des dettes publiques. Contraintes par des taux courts proches ou fixés à 0 %, les banques centrales visent – via leurs opérations d'achats d'actifs – à amplifier le caractère expansionniste de la politique monétaire en influençant plus directement les taux longs et par ce biais l'ensemble des conditions de financement. Ce faisant, elles renforcent les interactions entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Les nouvelles opérations menées dans le cadre de la crise de la Covid-19 ont accentué le rôle qu'elles jouent pour le financement de la politique budgétaire.

Dans le contexte particulier de la crise sanitaire, l'efficacité des politiques économiques ne peut être évaluée à l'aune de l'évolution de la situation macroéconomique. En effet, avec la mise sous cloche des économies, les pertes de PIB pouvaient difficilement être atténuées et le rôle joué par la politique monétaire pour la préservation du revenu des agents non financiers est de fait bien plus marginal que celui de la politique budgétaire. Dans ces conditions, il était primordial que les banques centrales soutiennent les gouvernements en garantissant le financement de la politique budgétaire et jouent le rôle de prêteur en dernier ressort en fournissant la liquidité nécessaire au système bancaire. Cette action suppose une coordination, au moins implicite entre la banque centrale et le gouvernement. Dans la zone euro, cette coordination est plus difficile à mettre en place du fait du contexte institutionnel spécifique. En l'absence d'État fédéral et malgré le récent plan de relance européen, la réponse de politique budgétaire reste principalement décentralisée. Ce faisant, la capacité de relance et de soutien budgétaire des États membres peut être contrainte par un risque de tensions sur les taux, comme ce fut le cas pour l'Italie, premier pays touché par la pandémie. C'est pourquoi, les achats d'actifs réalisés par l'Eurosystème ont aussi été déterminés afin de réduire le risque de hausse des taux dans la zone euro. En complément du programme d'assouplissement quantitatif (APP, *Asset purchase programme*), la BCE a lancé le 18 mars 2020 le PEPP (*Pandemic emergency purchase programme*) dont la finalité est plus spécifiquement de limiter les écarts de taux d'intérêts souverains entre les pays de la zone euro. L'évolution des conditions de financement et du risque souverain sont donc deux dimensions essentielles de la politique monétaire en

zone euro, et l'efficacité des actions de la BCE doit se mesurer principalement au regard de ces deux objectifs. Nous proposons ici d'analyser l'impact des mesures prises par la Réserve fédérale et la BCE sur leur bilan et sur la dette publique. Par ailleurs, nous évaluons l'effet des programmes d'achat d'actifs mis en œuvre par la BCE sur les taux d'intérêt de la zone euro et les écarts de taux souverains entre États membres à partir d'une étude d'événement, qui permet de capter la réaction des marchés les jours d'annonce d'une décision de politique monétaire. Cette analyse est complétée par une évaluation de l'effet des achats de titres hebdomadaires réalisés dans le cadre du PEPP sur les écarts de taux de dix pays de la zone euro. En effet, au-delà de l'impact des annonces, se pose également la question de la capacité des programmes d'achats d'actifs à réduire les écarts de taux sur un horizon plus important que celui des jours d'annonce de politique monétaire. Dans l'ensemble, les résultats montrent que la BCE a pu influencer par ces décisions l'évolution des conditions de financement et que le PEPP a réduit le risque de fragmentation de la zone euro. Une hausse de 1 % des achats hebdomadaires aurait un effet immédiat sur les écarts de taux des pays les plus fragiles. L'écart de taux italien baisserait de 1,9 point de base et celui de l'Espagne et du Portugal de respectivement 1,2 et 1,6 point.

## 1. Un nouvel assouplissement de la politique monétaire

Aux États-Unis, la Réserve fédérale est intervenue rapidement en convoquant une réunion d'urgence du FOMC le 3 mars 2020 à l'issue de laquelle une première baisse de taux fut décidée. Puis, à nouveau à la suite d'une réunion d'urgence le 15 mars, la cible pour le taux des fonds fédéraux a été ramenée à 0,25 %. La banque centrale américaine a ensuite réactivé un ensemble de mesures non conventionnelles<sup>1</sup> et notamment les achats d'actifs : titres du Trésor (*Treasuries*) et MBS (*Mortgage-backed securities*)<sup>2</sup>. Depuis juin, ces achats s'élèvent respectivement à 80 et 40 milliards de dollars par mois.

---

1. Voir Cheng, J., Skidmore, D., & Wessel, D. (2020), « What's the Fed doing in response to the Covid-19 crisis? What more could it do », *Brookings Institution*, 9 ou *OFCE Le Blog* du 1<sup>er</sup> avril 2020 : « La Fed et le système financier : prévenir plutôt que guérir ».

2. La Réserve fédérale a initialement annoncé un programme de 700 milliards de dollars (500 milliards de *Treasuries* et 200 milliards de MBS) avant de déclarer que les achats se feraient dans « les montants nécessaires pour soutenir le bon fonctionnement du marché et la transmission efficace de la politique monétaire ». Ainsi, entre mars et mai, la Réserve fédérale a acheté pour plus de 1 500 milliards de *Treasuries* et plus de 200 de MBS.

Dans la zone euro, contrainte par un taux d'intérêt directeur déjà à 0 %<sup>3</sup>, la BCE a eu recours à une nouvelle série de mesures non conventionnelles à partir du 12 mars 2020, en amplifiant certains programmes existants complétés par des mesures spécifiques prises pour faire face aux effets de la pandémie. Après avoir augmenté les achats mensuels de titres souverains réalisés dans le cadre du PSPP (*Public securities purchase programme*), la BCE a annoncé, le 18 mars, le lancement d'un nouveau programme d'achat de titres souverains : le PEPP dont l'objectif est d'atténuer le risque de fragmentation dans la zone euro. L'annonce de ce programme est intervenue alors que de nouvelles tensions apparaissaient sur certains marchés de titres de dette souveraine, notamment en Italie, premier pays de la zone euro touché par la crise et contraint de prendre des mesures prophylactiques. En l'absence d'union budgétaire, la réponse de politique budgétaire reste décentralisée et se traduit par des impulsions différentes selon les pays. Étant donné les écarts de niveaux de dette publique, la perspective d'une dégradation des finances publiques risquait d'alimenter la défiance des marchés financiers craignant l'insoutenabilité de la dette. Avec le lancement du PEPP, les achats de titres effectués par les banques centrales de l'Eurosystème visent à limiter les écarts entre les taux souverains des États membres. Sur le plan opérationnel, il se distingue du PSPP par deux aspects essentiels. Contrairement au PSPP, le montant d'achat n'est pas défini sur une base régulière mais il est variable et ajusté chaque semaine selon les besoins. Le montant global des achats et l'échéance du programme sont cependant annoncés par le Conseil des gouverneurs. Ainsi, l'enveloppe a d'abord été fixée à 750 milliards, avant d'être portée à 1 350 milliards en juin et 1 850 milliards en décembre 2020<sup>4</sup>. Par ailleurs, Christine Lagarde a ajouté que la répartition de ces achats se ferait de façon flexible. En effet, dans le cadre du PSPP, la répartition des achats de titres souverains par pays se fait selon la part de chaque pays dans le capital de la BCE. Avec le PEPP, l'objectif n'est pas de s'écarter fortement de cette norme mais d'autoriser des déviations à court terme afin de tenir compte des tensions qui peuvent apparaître spécifiquement sur certains marchés. L'Eurosystème peut donc décider d'acheter plus de dette italienne lorsque l'écart entre le taux italien et le taux allemand s'accroît. Ce

---

3. Par ailleurs, le taux sur les facilités de dépôts qui constitue de fait le taux de référence sur le marché monétaire est quant à lui négatif depuis juin 2014.

4. Cette dernière annonce étend également l'horizon du programme fixé pour l'instant à mars 2022.

programme s'inscrit donc plutôt dans l'esprit du *Securities market programme* (SMP) mis en œuvre en mai 2010 lors de l'éclatement de la crise grecque et de l'OMT annoncé en septembre 2012 mais qui n'a pas été activé en pratique. À la différence du SMP, les achats ne sont pas restreints à un nombre limité de pays (Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne) et l'enveloppe est annoncée et significative. Et, relativement à l'OMT, les achats prévus dans le cadre du PEPP ne sont soumis à aucune conditionnalité.

Concernant les mesures de liquidité, la BCE a assoupli les conditions appliquées au TLTRO III (*Targeted longer-term refinancing operations*) à plusieurs reprises puis augmenté les liquidités fournies aux établissements de crédit *via* des LTRO supplémentaires puis avec des opérations spécifiques à la crise – PELTRO (*Pandemic emergency longer-term refinancing operations*) – pour des maturités comprises entre 8 et 16 mois<sup>5</sup>.

Le tableau 1 synthétise les principales annonces faites depuis le début de la crise sanitaire par la BCE. Aux opérations de liquidité (LTRO, TLTRO et PELTRO) et d'achats d'actifs (PSPP et PEPP) s'ajoutent également les décisions portant sur la fourniture de liquidités en dollars (accords de *swaps*) et les annonces sur l'assouplissement des collatéraux exigés pour les opérations de refinancement<sup>6</sup>. Le tableau n'intègre pas les annonces de « guidage prospectif des anticipations » (*forward guidance*) puisque celles-ci sont réitérées à chaque réunion du Conseil des gouverneurs. Ainsi, pour les taux d'intérêt, le communiqué de presse rappelle qu'ils resteront à leur niveau actuel ou plus bas tant que l'inflation n'aura pas suffisamment convergé vers un niveau proche mais inférieur à 2 % ; cette convergence doit également se refléter dans la dynamique de l'inflation sous-jacente<sup>7</sup>. De même, le communiqué de presse précise que les achats d'actifs réalisés dans le cadre de l'APP continueront aussi longtemps qu'il sera nécessaire pour renforcer l'orientation expansionniste de la politique monétaire. Il ressort égale-

---

5. Les TLTRO sont des opérations de liquidités qui permettent aux établissements de crédit de la zone euro d'obtenir un refinancement à des conditions très avantageuses – à un taux pouvant être inférieur au taux sur les facilités de dépôts qui est actuellement négatif – et selon les crédits qu'ils octroient aux agents non financiers.

6. Les opérations de *swaps* permettent à la BCE, en accord avec la Réserve fédérale, de fournir des dollars aux établissements de crédits de la zone euro qui n'ont pas accès au circuit d'octroi de liquidité de la banque centrale américaine.

7. De même la Réserve fédérale rappelle que le FOMC maintiendra les mesures d'assouplissement jusqu'à ce que ses objectifs soient atteints. Dans le cadre de sa stratégie de politique monétaire revue en août 2020, la Réserve fédérale vise un niveau d'emploi maximum et une inflation moyenne à 2 %. Puisque l'inflation fut généralement inférieure à cette cible depuis 2012, elle devrait tolérer une inflation supérieure à 2 % avant d'envisager un durcissement de la politique monétaire.

ment que certaines annonces ont été faites en dehors des réunions programmées toutes les six semaines du Conseil des gouverneurs. C'est généralement le cas des annonces sur les accords de *swap* ou la politique de collatéral. Ce fut surtout le cas pour le lancement du PEPP, annoncé très tardivement dans la soirée du 18 mars par un communiqué de presse.

Tableau 1. Synthèse des annonces de la BCE

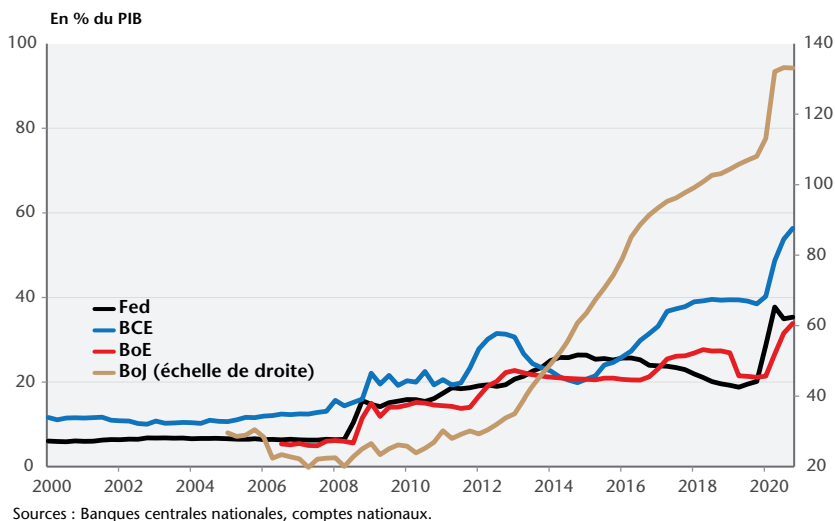
	Conseil des gouverneurs	APP	PEPP	Liquidité (LTRO, TLTRO & PELTRO)	Autres (collatéral, swaps)
12 mars	X	X		X	
15 mars*					X
18 mars*			750 Mds		X
20 mars					X
7 avril					X
30 avril	X			X	
4 juin	X		+ 600 Mds		
10 décembre	X		+ 500 Mds	X	X

Note : L'annonce du 15 mars est intervenue un dimanche et celle du 18 mars a été publiée à 23h53. Pour les annonces de swaps, ne sont ici répertoriées que les décisions visant à augmenter les opérations de fourniture de liquidités en dollars.

Source : BCE.

Ces différentes mesures se sont traduites par une forte augmentation de la taille du bilan de l'Eurosystème. Alors que l'actif avait été stabilisé autour de 4 600 milliards d'euros depuis 2018, il est passé en quelques semaines à plus de 7 000 milliards et atteignait mi-avril 2021 7 500 milliards d'euros soit plus de 55 % du PIB de la zone euro (graphique 1). Comparativement, la taille du bilan de la Réserve fédérale s'élevait à 35 points de PIB des États-Unis au quatrième trimestre 2020 mais la variation sur l'année est assez proche pour les deux banques centrales : un peu plus de 15 points de PIB suggérant que l'assouplissement de la politique monétaire a été relativement similaire en zone euro et aux États-Unis.

Graphique 1. Taille du bilan des banques centrales



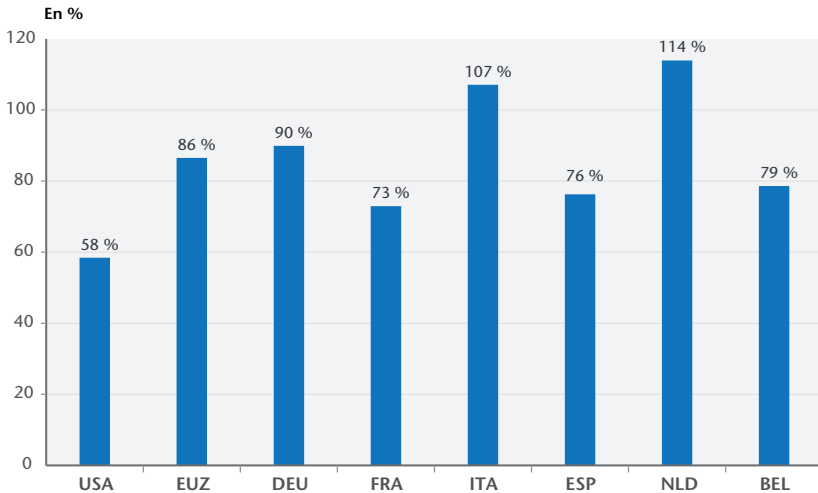
## 2. Une forte absorption des dettes publiques

La politique d'achat d'actifs ne fut pas uniquement un élément central de l'action des banques centrales en vue d'assouplir les conditions de financement. Elle a également contribué à faciliter le financement des dépenses publiques pendant la crise. Même si ces opérations ne furent généralement pas effectuées sur le marché primaire, c'est-à-dire à l'émission, les achats de titres souverains ont alimenté la demande garantissant ainsi que les détenteurs d'obligations publiques trouveraient une contrepartie. Le ratio entre les flux d'achat des banques centrales en 2020 et la variation du stock de dette renseigne sur la part de la dette qui a été absorbée par les banques centrales. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a ainsi acquis près de 60 % de la dette fédérale émise au cours de l'année (graphique 2). Dans la zone euro, ces achats sont généralement décentralisés et réalisés par chaque banque centrale nationale. On observe une hétérogénéité assez importante de la part de la dette absorbée par la banque centrale nationale qui va de 73 % pour la France à 114 % pour les Pays-Bas<sup>8</sup>. Ces différences sont liées aux spécificités du programme PEPP et surtout à l'évolution de la dette dans les États membres. Sur

8. Ce montant atteint même presque 180 % pour la Grèce. La part la plus faible est observée pour l'Estonie avec seulement 19 % de la dette absorbée par l'Eurosystème.

l'ensemble de l'année 2020, les banques centrales de l'Eurosystème ont absorbé 86 % de la dette publique émise par les États membres.

Graphique 2. Dette publique absorbée par les banques centrales en 2020



Note : pour la zone euro, le ratio s'appuie sur les données de titres souverains détenus par l'Eurosystème dans le cadre des programmes PSPP, PEPP et SMP et sur l'évolution de la dette publique de chaque État en 2020.

Sources : BCE, Réserve fédérale (Flow of funds), Eurostat.

Ainsi, si l'on s'intéresse non pas aux flux mais aux stocks, la banque centrale américaine détient désormais 22 % de la dette fédérale contre 13 % un an plus tôt<sup>9</sup>. Dans la zone euro, 26 % du stock de dette souveraine est détenu par l'Eurosystème. Du fait des critères de répartition de ces achats de titres et de la dynamique de la dette, une fraction plus importante de la dette allemande – 33 % contre 22 % pour la dette italienne – se retrouve dans le bilan de la banque centrale. Sur la base de la clé de répartition au capital de la BCE, la proportion de titres allemands dans le bilan de l'Eurosystème devrait atteindre 26,4 % contre 20,4 % pour les titres français, 17 % pour les titres italiens et 12 % pour les titres espagnols. Cette proportion est globalement respectée avec les titres détenus dans le cadre du PSPP. Elle l'est aussi avec le PEPP malgré la possibilité de s'en écarter temporairement afin d'éviter une augmentation trop importante des *spreads* (tableau 2). On note que

9. La normalisation progressive de la politique monétaire américaine avait effectivement conduit la banque centrale à réduire progressivement ces achats de titres puis à amorcer une réduction de la taille de son bilan. Ainsi, en fin d'année 2014, le stock de dette détenu par la Réserve fédérale atteignait 19 %. Il est ensuite retombé à 12,7 % au troisième trimestre 2019.



sur la période allant de mars à juillet, la part des titres italiens achetés a dépassé 20 % en moyenne alors que la part de l'Italie dans le capital de la BCE s'élève à 17 %. Cette part a ensuite progressivement diminué. En contrepartie, ce ne sont pas les achats de dette allemande qui ont été relativement moindres mais ceux de dette française. Entre mars et mai, la part d'obligations françaises acquises dans le cadre du PEPP était de moins de 14 % pour une part dans le capital de plus de 20 %. L'évolution de cette répartition reflète sans doute un risque de fragmentation plus élevé au début de la crise, en particulier pour l'Italie. Il faut cependant noter que la BCE ne divulgue pas la répartition hebdomadaire des achats effectués dans le cadre du PEPP, mais uniquement le montant global de titres achetés. Il peut donc y avoir une variance plus élevée à la fréquence hebdomadaire permettant d'ajuster les achats en fonction des tensions.

Tableau 2. Répartition par pays du programme PEPP

En %

	03/2020- 05/2020	06/2020- 07/2020	08/2020- 09/2020	10/2020- 11/2020	12/2020- 01/2021	02/2021- 03/2021	Part capital BCE
AUT	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	2,9
BEL	3,7	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6
CYP	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DEU	27,1	25,1	26,5	27,0	26,9	26,9	26,4
EST	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
ESP	13,0	12,9	12,3	12,2	12,2	12,2	12,0
FIN	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8
FRA	13,7	19,5	20,5	20,9	20,8	20,8	20,4
GRC	2,7	2,9	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
IRL	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
ITA	21,6	19,6	18,0	17,4	17,4	17,4	17,0
LTH	0,6	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,6
LUX	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3
LTV	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,4
MAL	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
NLD	6,0	5,6	5,9	6,0	6,0	6,0	5,8
PRT	2,4	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
SLJ	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
SVK	1,3	0,8	0,5	0,3	0,6	0,4	1,1

Source : BCE.

### 3. Les achats de titres en zone euro ont-ils réduit les taux et le risque de fragmentation ?

Les opérations d'achat de titres visent à influencer les conditions financières et donc les prix d'actifs. Elles se transmettent *via* la partie longue de la courbe des taux. En achetant des titres, les banques centrales de l'Eurosystème accroissent la demande, ce qui se répercute sur le rendement. Partant de la structure par terme des taux d'intérêt, l'impact sur les taux longs peut être décomposé en deux effets : un effet de signal et un effet de recomposition des portefeuilles des agents :

$$(1 + i_t^m) = (1 + i_t^1)(1 + E_t i_{t+1}^1) \dots (1 + E_t i_{t+m-1}^1) + \Gamma_t + \Theta_t \quad (1)$$

Dans l'équation (1), on note  $i_t^m$  le taux d'intérêt à la maturité ( $m$ ),  $\Gamma_t$  une prime de terme et  $\Theta_t$  une prime de risque souverain<sup>10</sup>. En supposant que la banque centrale contrôle le taux de court terme (pour simplifier, on peut supposer qu'il s'agit d'un taux d'une maturité d'un an), son influence sur les taux longs semble limitée puisque, toutes choses égales par ailleurs, l'effet direct de la décision de politique monétaire sur le taux long s'écrit :  $\Delta i_t^m = 1/m \cdot \Delta i_t^1$ .

L'effet dépasse cet impact direct puisque les décisions des banques centrales contiennent également une information sur l'orientation future de la politique monétaire influençant alors les anticipations de taux de court terme  $E_t i_{t+j}^j$ .

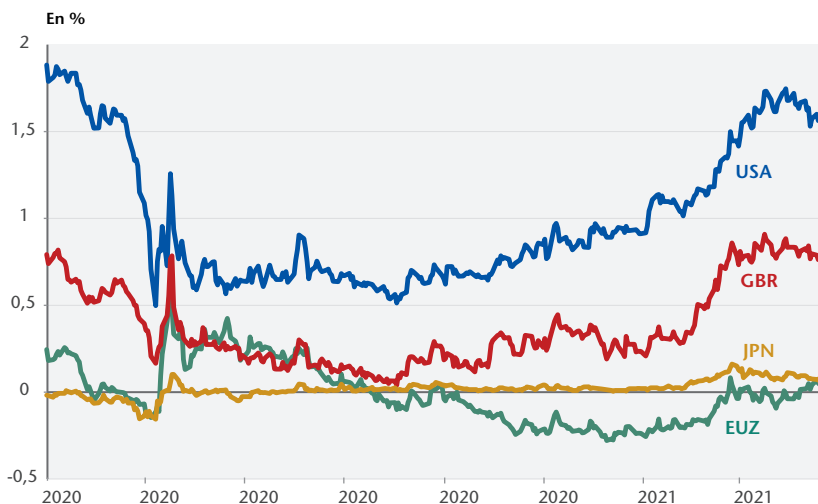
La mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles permet d'allonger l'horizon auquel la banque centrale influence les anticipations de taux futurs. Elle envoie effectivement le signal que sa politique restera expansionniste pour une durée plus longue (comparativement à une simple décision sur le taux court). D'ailleurs, une fois le taux court à la contrainte de taux zéro (Zero lower bound, ZLB), l'effet direct est de fait éteint. Au-delà du signal, la demande accrue pour les titres longs réduit la prime de terme  $\Gamma_t$ . Dit autrement, pour que les investisseurs acceptent de détenir des réserves émises par la banque centrale en contrepartie des achats d'actifs, le rendement des titres longs diminue, ce qui conduit à une réallocation des portefeuilles. Au-delà de l'effet sur les taux, les investisseurs peuvent ensuite privilégier des actifs proches substitués aux obligations souveraines acquises par la banque centrale. Il y a donc un report sur ces autres titres substituables – par exemple une obligation du Trésor américain ou une obligation

10. Cette prime peut être positive ou négative. On néglige par ailleurs un effet pouvant être lié à liquidité des marchés.

émise par une entreprise de la zone euro ou une action – ce qui se traduit par un ajustement des autres prix d’actifs, soit ici une baisse du rendement des obligations privées ou une augmentation du prix des actions. Par ailleurs, avec le PEPP, l’objectif n’est pas prioritairement de peser sur la partie longue de la structure par terme des taux mais sur la prime de risque souverain  $\Theta_t$ .

Après une courte phase de tensions sur l’ensemble des marchés entre le 9 et le 18 mars, le début de l’épidémie a été marqué par une baisse des taux souverains (graphique 3). Cette période reflète la forte incertitude relative à la situation sanitaire et aux réactions des gouvernements ou des banques centrales. Les indicateurs de volatilité issus des volatilités implicites sur les marchés boursiers américains et européens ont effectivement atteint un pic au cours de cette semaine : le 16 mars aux États-Unis et le 18 mars dans la zone euro. Le niveau d’incertitude fut même bien plus élevé que celui atteint pendant la période de la crise des dettes souveraines en 2011-2012 ou que pendant l’été 2015 marqué par une résurgence de la crise en Grèce et par une forte inquiétude sur la situation économique dans les pays émergents, notamment la Chine. Les taux ont ensuite baissé pour atteindre un point bas à 0,5 % pendant l’été. Dans la zone euro, le taux souverain moyen de la zone euro est passé en territoire négatif, atteignant un creux autour de -0,25 % en décembre.

Graphique 3. Taux souverains



Source : Refinitiv Eikon Datastream.

En l'absence d'union budgétaire et de dette commune aux États membres, le marché des dettes souveraines dans la zone euro est décentralisé, ce qui crée un risque de fragmentation matérialisé par la préférence des investisseurs pour la dette émise en euros dans un pays jugé plus sûr, l'Allemagne, au détriment d'une dette libellée également en euros mais émise par un État supposé plus risqué, comme l'Italie. Ce risque de fragmentation s'est fortement accru jusqu'au 18 mars avec des tensions importantes sur le rendement souverain italien. On observe effectivement une augmentation des écarts de taux vis-à-vis du taux allemand après la réunion du 5 mars au cours de laquelle Christine Lagarde répondait à un journaliste qui l'interrogeait sur ces écarts que la BCE « n'avait pas pour objectif de fermer ces écarts »<sup>11</sup>. Ces tensions se sont fortement réduites après le 18 mars et l'annonce du PEPP dont l'objectif est effectivement de limiter la fragmentation et donc de réduire les écarts de taux (graphique 4). En début d'année 2021, le taux italien reste néanmoins supérieur d'un point au taux allemand, bien en-dessous des 2,8 points du mois de mars 2020<sup>12</sup>. L'écart reste néanmoins plus élevé que l'écart espagnol ou portugais. L'évolution de ces écarts semblent cependant relativement corrélée entre ces pays<sup>13</sup>.

Ces différents éléments suggèrent un rôle de la politique monétaire au cours de la crise au moins pour assouplir les conditions de financement et, dans la zone euro, pour atténuer le risque de fragmentation<sup>14</sup>. Il est possible de mesurer plus précisément l'impact des annonces de politique monétaire à partir d'une étude d'événement. Ce type d'analyse consiste à estimer la réaction d'un prix d'actif à une annonce effectuée un jour donné. Sous l'hypothèse que les marchés intègrent toute l'information disponible, le prix des actifs réagit à toute information qui n'était pas anticipée par les marchés. En supposant également qu'il n'y a pas d'autres informations le jour d'annonce de la banque centrale, alors toute la variation du prix d'actif peut être imputée à la décision de politique monétaire<sup>15</sup>.

---

11. « We are not here to close the spreads », *OFCE le blog* du 20 mars 2020 : « [La BCE et la crise du Covid-19 : encore un effort ?](#) ».

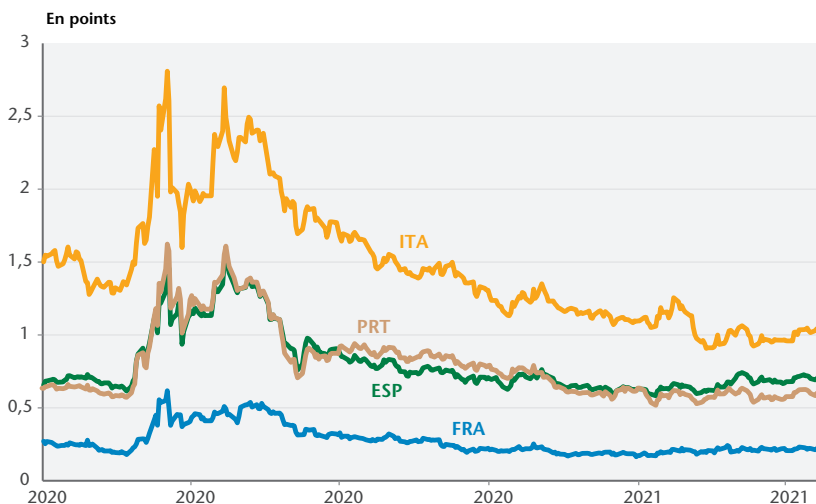
12. Fin 2011 et début 2012, au pire des tensions de la crise des dettes souveraines, l'écart entre le taux italien et le taux allemand avait dépassé 5 points.

13. Sur la période allant de janvier 2020 à février 2021, la plus faible corrélation est effectivement de 0,84 entre le *spread* portugais et le *spread* des Pays-Bas. Elle atteint 0,95 entre le *spread* italien et les *spreads* français ou espagnols.

14. À plus long terme, il existe cependant une tendance à la baisse des taux d'intérêt qui n'est pas liée à l'orientation de la politique monétaire mais qui résulte de facteurs structurels et notamment d'un excès d'épargne mondiale.

15. Voir Gürkaynak et Wright (2013) pour plus de détails sur les études d'événement.

Graphique 4. Écarts des taux souverains au taux allemand



Source : Refinitiv Eikon Datastream.

Nous analysons donc l'impact des mesures annoncées par la BCE depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2020. La période inclut donc principalement les annonces de politique monétaire liées à la crise sanitaire. Celles-ci sont mesurées par trois variables : deux variables indicatrices et un indicateur de surprise monétaire captant l'ensemble des décisions de politique monétaire les jours de réunion du Conseil des gouverneurs. La première variable indicatrice mesure les annonces relatives au PEPP, c'est-à-dire celle du 18 mars, puis les deux annonces d'extension du programme les 4 juin et 10 décembre. Comme l'annonce du 18 mars est effectuée en toute fin de journée, son effet sur les prix d'actifs ne peut être observé que le 19 mars<sup>16</sup>. L'ensemble des autres annonces réalisées lors des réunions du Conseil des gouverneurs est mesuré par la surprise monétaire en haute fréquence le jour de la réunion. La surprise monétaire correspond à la variation du taux OIS d'une maturité de deux ans<sup>17</sup>. Cette surprise monétaire est issue de la base de données d'Altavilla *et al.* (2019), mise à jour jusqu'en mars 2021<sup>18</sup>. Elle mesure la variation du taux OIS sur une fenêtre étroite qui débute avant la publication du relevé de décision de 13h45 et se termine après la fin de

16. En pratique, la variable indicatrice vaut donc 1 le 19 mars plutôt que le 18 mars.

17. Les OIS (*overnight index swap*) sont des *swaps* entre un taux fixe à une maturité donnée et un taux *overnight* (au jour le jour). L'OIS permet de mesurer les anticipations de marché pour le taux au jour le jour sur la période considérée. Il est donc un indicateur de l'anticipation des décisions de politique monétaire.

18. Voir [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset\\_EA-MPD.xlsx](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset_EA-MPD.xlsx).

la conférence de presse qui commence à 14h30 pour se finir vers 15h30. Les prix considérés par Altavilla *et al.* (2019) sont les prix médians sur les fenêtres de 13h25-13h35 et 15h40-15h50<sup>19</sup>. Enfin, nous distinguons les décisions – sur les accords de *swaps* entre banques centrales et les critères d'éligibilité des collatéraux – qui sont annoncées par communiqué de presse en dehors des jours de réunion du Conseil des gouverneurs (variable *press*). L'estimation contrôle également de la volatilité implicite des marchés boursiers (*vstoxx*). L'équation est estimée pour la différence première du taux souverain de la zone euro (équation 2) et pour l'indice boursier de la zone euro (équation 3). Pour les annonces du PEPP, nous estimons également ces mêmes équations en séparant l'annonce du 18 mars (*pepp18mars*), qui marque le lancement du programme des deux annonces suivantes (*pepp2*) qui modifient uniquement l'enveloppe allouée au programme et sa durée.

$$\Delta \text{sovyield}_{EUZ,t} = \beta_1 \cdot \text{pepp}_t + \beta_2 \cdot \Delta \text{OIS2}Y_t + \beta_3 \cdot \text{press}_t + \theta \cdot \text{vstoxx}_t + \mu_t \quad (2)$$

$$\Delta \text{eurostoxx}_t = \alpha_1 \cdot \text{pepp}_t + \alpha_2 \cdot \Delta \text{OIS2}Y_t + \alpha_3 \cdot \text{press}_t + \phi \cdot \text{vstoxx}_t + \eta_t \quad (3)$$

Tableau 3. Effets des annonces de politique monétaire de la BCE

	D.sovyld_euz	D.sovyld_euz	D.euro_stoxx	D.euro_stoxx
<i>ois2y_surprise</i>	3,201*** [0.00]	3,060*** [0.00]	-1,736*** [0.00]	-1,706*** [0.00]
<i>pepp</i>	-0,071 [0.08]		0,016 [0.17]	
<i>pepp18mars</i>		-0.169*** [0.00]		0.037*** [0.00]
<i>pepp2</i>		-0,024*** [0.00]		0,006 [0.59]
<i>press2</i>	0,02 [0.78]	0,016 [0.83]	0.029*** [0.00]	0.030*** [0.00]
<i>vstoxx</i>	0 [0.56]	0,001 [0.41]	0 [0.11]	0 [0.08]
Constante	-0,009 [0.50]	-0,014 [0.35]	0,006 [0.07]	0,007 [0.05]
N	340	340	340	340

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

Estimation sur données quotidiennes (5 jours par semaine) sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2020 au 21 avril 2021. Les p-value sont entre crochets. Les équations sont estimées avec l'estimateur Newey-West permettant de corriger la matrice des variances-covariances de l'hétéroscédasticité et l'autocorrélation des résidus (ici à l'ordre 4).

Sources : auteur et [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset\\_EA-MPD.xlsx](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset_EA-MPD.xlsx) pour les surprises monétaires.

19. La littérature sur les études d'événement privilégie généralement les fenêtres plus étroites, ce qui offre une meilleure garantie que les variations de prix d'actifs peuvent être imputées à la décision de politique monétaire et non à un autre événement.

Les résultats résumés dans le tableau 3 montrent que les différentes mesures de politique monétaire prises par la BCE pendant la crise sanitaire et captées par la surprise monétaire se sont traduites par un assouplissement des conditions de financement sur l'ensemble de la zone euro. La surprise monétaire mesurée par la variation du taux OIS à deux ans le jour du Conseil des gouverneurs a un effet significatif sur le taux souverain de la zone euro au seuil de 1%. L'effet est conforme au signe attendu puisqu'une surprise positive – qui se traduit par une hausse du taux OIS et donc par une politique monétaire plus restrictive qu'anticipée – est bien suivie d'une hausse du taux souverain. L'effet sur l'indice boursier est également significatif, une surprise positive entraînant une baisse de l'indice boursier.

La surprise monétaire synthétise l'ensemble des décisions de politique monétaire annoncées le jour de la réunion du Conseil des gouverneurs. Notons que ces surprises peuvent en fait traduire le fait que la politique monétaire est moins expansionniste qu'anticipée par les marchés entraînant ainsi une hausse du taux OIS, même si la BCE décide d'une augmentation de ces achats d'actifs ou d'une extension de la liquidité<sup>20</sup>. Dans ce cas et étant donné le signe de la variable mesurant la surprise monétaire, la décision du jour peut se traduire par une hausse des taux ou une baisse de l'indice boursier. C'est d'ailleurs ce qui s'est produit pour la réunion du 12 mars 2020 où malgré l'annonce d'une augmentation des achats de titres dans le cadre du PSPP et l'annonce d'opérations de liquidité, la décision a été perçue par les marchés comme restrictive ou moins expansionniste qu'anticipé, ce qui s'est traduit par une hausse du taux OIS (graphique 5)<sup>21</sup>.

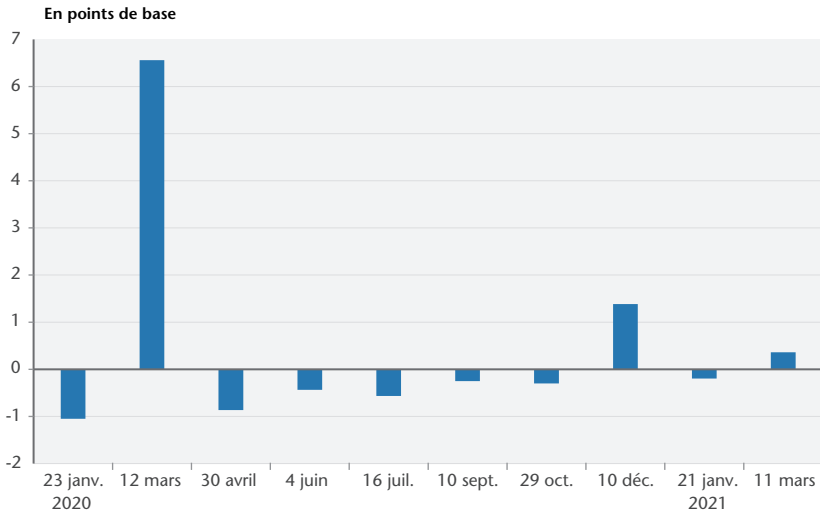
Les résultats du tableau 3 indiquent également que le programme PEPP a permis de réduire le taux moyen de la zone euro. La variable captant les trois annonces n'est significative qu'au seuil de 10 % mais l'effet le devient au seuil de 1% lorsque l'on distingue l'annonce du 18 mars de celles du 4 juin et du 10 décembre. L'annonce de la création du PEPP le 18 mars a eu un effet bien plus important sur le taux souverain en zone euro que les deux autres annonces modifiant le programme. Il faut cependant noter que l'effet de ces deux autres annonces peut être en partie déjà capté par la surprise monétaire. En

---

20. Rappelons également que l'absence de nouvelle décision peut aussi se traduire par une surprise positive ou négative selon que les marchés anticipaient un durcissement ou un assouplissement.

21. Cette surprise négative est cohérente avec l'analyse de Bernoth, Dany-Knedlik et Gibert (2020) qui reportent les évolutions quotidiennes de plusieurs prix d'actifs le jour des annonces de la BCE au début de la crise.

Graphique 5. Les surprises monétaire les jours de Conseil des gouverneurs



Source : [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset\\_EA-MPD.xlsx](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset_EA-MPD.xlsx).

effet, à la différence du 18 mars, les extensions du programme ont été annoncées lors des réunions du Conseil des gouverneurs. Lors de la réunion du 4 juin, la décision relative au PEPP fut la seule annonce de politique monétaire. Par contre, le 10 décembre, la BCE a également annoncé de nouvelles conditions pour les TLTRO, des opérations de liquidité (PELTRO) supplémentaires et la prolongation de conditions favorables pour les collatéraux. La distinction entre les différentes annonces est plus importante pour le cours boursier. Le rendement boursier a significativement augmenté après l'annonce du 18 mars mais pas après les autres annonces. Lorsque l'on mesure l'effet du PEPP sans faire cette distinction, l'effet n'est plus significatif.

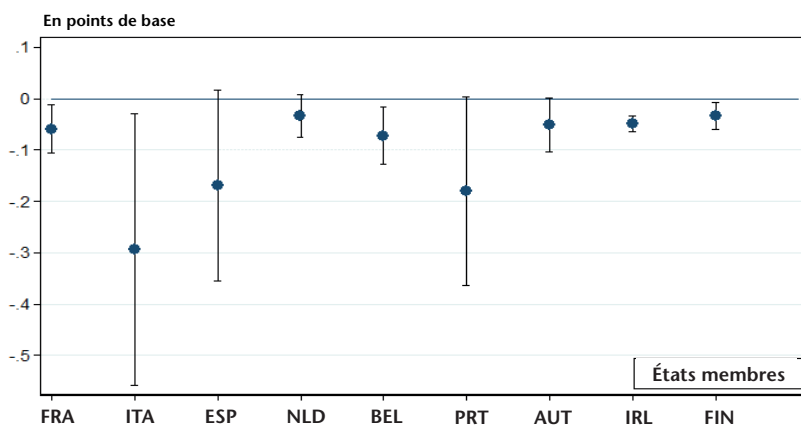
Enfin, il ressort que les décisions sur les accords de *swaps* ou sur les collatéraux annoncées uniquement *via* des communiqués de presse n'ont pas d'effet sur les taux souverains de la zone euro mais ont eu un impact favorable sur les cours boursiers. Ces résultats sont peu modifiés lorsque l'on considère une fenêtre journalière pour le taux OIS à 2 ans. Le tableau A1 en annexe illustre la réponse du taux souverain de la zone euro et du rendement boursier lorsque l'on considère l'écart entre le taux OIS le jour de l'annonce et celui de la veille.

L'équation (3) peut également être estimée sur le rendement souverain de chaque pays de la zone euro. Toutefois, puisque l'objectif du PEPP est principalement de réduire le risque de fragmentation, nous



estimons l'équation non pas sur les taux de chaque pays mais sur les écarts de taux souverains vis-à-vis de l'Allemagne. L'échantillon de pays considéré inclut la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, le Portugal, la Grèce, l'Irlande, la Finlande et l'Autriche. Le graphique 6 représente uniquement l'effet des annonces de PEPP sur les écarts de taux. Les résultats complets de l'estimation sont reproduits dans le tableau A2 en annexe. Les estimations suggèrent un effet significatif au seuil de 5 % des annonces de PEPP sur l'écart de taux français, italien, belge, irlandais et finlandais<sup>22</sup>. L'annonce de ce programme aurait donc contribué à réduire la fragmentation dans la zone euro le jour où ces décisions ont été prises.

Graphique 6. Effet des annonces de PEPP sur les spreads souverains



Estimation sur données quotidiennes (5 jours par semaine) sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2020 au 21 avril 2021. Les barres verticales correspondent à un intervalle de confiance à 95 %. Les équations sont estimées avec l'estimateur Newey-West permettant de corriger la matrice des variance-covariance de l'hétéroscédasticité et l'autocorrélation des résidus (ici à l'ordre 4).

Source : Calculs de l'auteur et [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset\\_EA-MPD.xlsx](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset_EA-MPD.xlsx) pour les surprises monétaires.

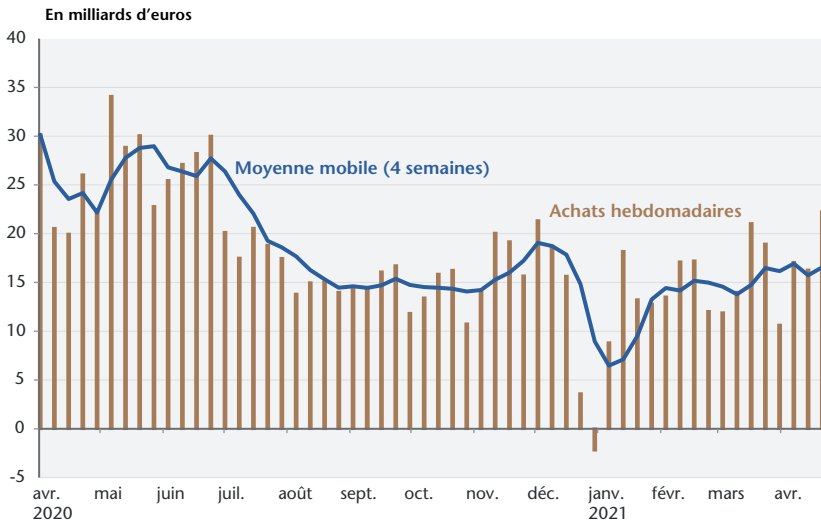
Il faut cependant noter que l'effet capté ici est estimé sur données haute fréquence. Le jour des annonces, il y a une réduction de ces écarts de taux vis-à-vis du taux allemand. L'effet pourrait cependant s'estomper dans les jours qui suivent au fur et à mesure que des nouvelles informations sur la situation économique ou sanitaire sont connues. Ortman et Tripier (2020) montrent notamment que la dynamique de la pandémie a eu un effet sur les écarts de taux. Une augmentation du nombre de décès aurait accru le risque souverain, ce

22. L'effet sur les taux espagnols et portugais est significatif au seuil de 10 %.

qui peut se justifier par l'anticipation que cette évolution de la crise sanitaire se traduirait par un besoin de réponse budgétaire plus important et donc par un creusement des déficits. C'est aussi la raison pour laquelle contrairement au PSPP, le rythme des achats du PEPP n'est pas déterminé à l'avance. Ils peuvent être modulés selon l'évolution des tensions sur les marchés de dette souveraine.

Le cadre opérationnel du programme PEPP permet d'évaluer son impact sur les écarts de taux au-delà de l'effet d'annonce en tirant profit de la variance hebdomadaire des achats d'actifs. En effet, même si la BCE ne communique pas d'informations détaillées sur la répartition hebdomadaire des achats d'actif, il est possible de tester l'effet des variations du montant global de titres achetés dans le cadre de ce programme. Les premières semaines après le lancement du programme, le volume d'achat était proche de 30 milliards d'euros. Il a ensuite baissé pour fluctuer autour de 15 milliards depuis août 2020, ré-augmentant temporairement en fin d'année (graphique 7).

Graphique 7. Achats réalisés dans le cadre du PEPP



Source : BCE.

Étant donné la finalité du programme, le montant des achats de titres est endogène à l'évolution de la fragmentation dans la zone euro. Les paramètres estimés à partir d'une relation directe entre les flux hebdomadaires et les écarts de taux seront par conséquent biaisés. Pour corriger ce biais d'endogénéité, nous proposons une démarche

en deux temps proche de celle utilisée dans Blot *et al.* (2020) pour analyser également l'effet des achats de titres dans la zone euro. Dans une première étape, nous régressons le montant des achats d'actifs sur un indicateur de fragmentation, déterminé par une analyse en composante principale (ACP) menée pour les écarts de taux de 10 pays de la zone euro<sup>23</sup> :

$$pepp_t = \rho \cdot pepp_{t-1} + \alpha \cdot frag_{t-1} + \sigma \cdot vix_t + \epsilon_t^{pepp} \quad (4)$$

Où  $pepp_t$  est logarithme des achats hebdomadaires de titres et  $frag_t$  correspond à la première composante principale issue de l'ACP estimée sur les écarts de taux. Les données de taux correspondent ici à des prix de fin de semaine – le vendredi – de telle sorte que les achats de titres à la semaine (t) peuvent être reliés à l'indicateur de tensions estimé à partir des écarts de taux du vendredi de la semaine (t-1). Le résidu de l'estimation de cette première étape peut ensuite être utilisé dans une deuxième équation pour mesurer l'effet des achats d'actifs corrigés du niveau de tension sur les marchés de dette souveraine dans les dix pays considérés, soit :

$$spread_{i,t} = \phi \cdot spread_{i,t-1} + \beta_1 \cdot \epsilon_t^{pepp} + \beta_2 \cdot \epsilon_{t-1}^{pepp} + \theta \cdot vix_t + \mu_t \quad (5)$$

Les résultats confirment l'effet du PEPP sur les écarts de taux dans la zone euro : une augmentation du volume de titres achetés au cours de la semaine se traduit par une réduction des *spreads* souverains à la fin de cette semaine (tableau 4). Il ressort que cet effet immédiat est plus important et significatif pour les taux italiens, espagnols, portugais et grecs. L'effet est cependant également significatif pour le *spread* de la France, des Pays-Bas, et de la Belgique. Malgré l'absence de données détaillées sur la répartition hebdomadaire des achats de titres, ce résultat semble cohérent avec les informations du tableau 2 indiquant qu'au moins, au début de la période, les achats des banques centrales de l'Eurosystème se sont relativement concentrés sur les titres italiens. Il en résulte une baisse du *spread* plus forte que pour les autres pays. Pour autant, le PEPP aurait également un effet significatif sur les *spreads* de l'ensemble des pays généralement considérés comme fragiles. Surtout, ces estimations suggèrent un impact du PEPP au-delà de l'effet d'annonce puisqu'ici, c'est bien le volume global d'achats d'actifs qui exerce un effet favorable. On note enfin que l'effet du choc décalé d'une semaine a un signe positif atténuant ainsi l'effet global des achats de titres. L'effet décalé est généralement plus faible et non significatif, sauf pour la France et les Pays-Bas.

23. France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Belgique, Portugal, Grèce, Irlande, Autriche et Finlande.

Tableau 4. Effet du PEPP sur les *spreads* souverains

	FRA	ITA	ESP	NLD	BEL	PRT	GRC	AUT	IRL	FIN
$\epsilon_t^{pepp}$	-0.567** [0.01]	-1.890*** [0.00]	-1.195** [0.01]	-0.219* [0.01]	-0.536* [0.04]	-1.592** [0.00]	-1.498* [0.05]	-0,269 [0.14]	-0,264 [0.11]	-0,213 [0.13]
$\epsilon_{t-1}^{pepp}$	-0.549** [0.01]	1,113 [0.06]	0,766 [0.23]	0.147* [0.04]	0,428 [0.10]	0,626 [0.37]	0,513 [0.63]	0,182 [0.23]	0,276 [0.07]	0,199 [0.17]
VIX	0,003** [0.00]	-0,007** [0.01]	0,007 [0.07]	0,001*** [0.00]	0,002 [0.09]	0,007 [0.09]	0,018* [0.01]	0,002* [0.03]	0,003** [0.00]	0,002* [0.01]
<i>Spread_pays</i> (t-1)	0.842*** [0.00]	0.883*** [0.00]	0.820*** [0.00]	0.845*** [0.00]	0.854*** [0.00]	0.819*** [0.00]	0.844*** [0.00]	0.842*** [0.00]	0.866*** [0.00]	0.863*** [0.00]
Constante	-0,031 [0.19]	-0,045 [0.53]	-0,049 [0.55]	-0,029** [0.01]	-0,030 [0.36]	-0,051 [0.56]	-0,185 [0.28]	-0,034 [0.09]	-0,084** [0.00]	-0,033 [0.06]
N	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

Estimation sur données hebdomadaires sur la période allant du 8 avril 2020 au 3 février 2021. Les p-value sont entre crochets. Les équations sont estimées avec l'estimateur Newey-West permettant de corriger la matrice des variance-covariance de l'hétéroscédasticité et l'autocorrélation des résidus (ici à l'ordre 4).

Sources : Calculs de l'auteur.

Tableau 5. Effet du PEPP sur les *spreads* souverains en contrôlant l'épidémie de Covid

	FRA	ITA	ESP	NLD	BEL	PRT	GRC	AUT	IRL	FIN
$\epsilon_t^{pepp}$	-0,481 [0.06]	-2.471** [0.00]	-1.518** [0.00]	-0.177* [0.03]	-0,459 [0.09]	-1.785* [0.01]	-1,727 [0.11]	-0,305 [0.22]	-0,234 [0.16]	-0.347* [0.02]
$\epsilon_{t-1}^{pepp}$	0.618* [0.01]	0,511 [0.48]	0,662 [0.24]	0.193* [0.04]	0,507 [0.09]	0,528 [0.45]	0,271 [0.83]	0,14 [0.37]	0.266* [0.04]	0,002 [0.99]
<i>Vix</i>	0.003** [0.01]	0.007** [0.00]	0,006 [0.11]	0.002** [0.00]	0,003 [0.07]	0,008 [0.11]	0.022** [0.01]	0,002 [0.05]	0.004*** [0.00]	0.001* [0.01]
<i>Spread_pays (t-1)</i>	0.825*** [0.00]	0.907*** [0.00]	0.829*** [0.00]	0.831*** [0.00]	0.835*** [0.00]	0.831*** [0.00]	0.846*** [0.00]	0.850*** [0.00]	0.832*** [0.00]	0.853*** [0.00]
<i>Décès_covid_pays</i>	-0,001 [0.69]	0,012 [0.17]	0.010* [0.03]	-0,001 [0.41]	-0,001 [0.68]	0,003 [0.26]	0,017 [0.28]	0,001 [0.38]	0.004*** [0.00]	0.027*** [0.00]
Constante	-0,029 [0.32]	-0,105 [0.31]	-0,066 [0.40]	-0.031* [0.01]	-0,039 [0.28]	-0,103 [0.37]	-0,327 [0.19]	-0,045 [0.11]	-0.098*** [0.00]	-0,025 [0.06]
N	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

Estimation sur données hebdomadaires sur la période allant du 8 avril 2020 au 3 février 2021. Les p-value sont entre crochets. Les équations sont estimées avec l'estimateur Newey-West permettant de corriger la matrice des variance-covariance de l'hétéroscélasticité et l'autocorrélation des résidus (ici à l'ordre 4).

Sources : Calculs de l'auteur.

Ces résultats vont également dans le sens de ceux obtenus par Eser et Schwaab (2016) pour le SMP dont la finalité était assez proche de celle du PEPP. Les flux quotidiens d'achats d'obligations – uniquement des pays à risques dans le cadre du SMP – ont bien permis de réduire le risque de fragmentation dans la zone euro. Enfin, les résultats obtenus à partir de l'estimation de l'équation (5) sont également robustes lorsque l'on contrôle l'évolution du nombre de décès liés à l'épidémie de Covid-19 (voir le tableau 5). Ortmans et Tripier (2020) montrent que cette variable a eu un effet significatif sur les écarts de taux en zone euro mais que cet effet s'est atténué après que les banques centrales ont mis en place leurs mesures de soutien. En contrôlant l'évolution de l'épidémie, l'effet sur l'écart de taux italien semble même renforcé. Inversement, l'effet du PEPP sur l'écart de taux grec n'est plus significatif de même que l'effet immédiat sur le *spread* de la France. Il semble par ailleurs dans cette configuration que l'effet sur le *spread* de la Finlande devient significatif.

#### 4. Conclusion

Dès le début de la pandémie, les banques centrales ont été réactives et ont rapidement assoupli l'orientation de la politique monétaire. Alors que les marges de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt étaient limitées, elles ont surtout réactivé ou amplifié les mesures non conventionnelles, ce qui s'est traduit par une nouvelle forte augmentation de la taille de leur bilan et par d'importants achats de titres souverains. Dans la zone euro, la BCE a de plus dû faire face à une nouvelle phase de tensions sur les taux souverains de plusieurs pays et en particulier l'Italie. C'est dans ce contexte qu'a été lancé le PEPP dès le 18 mars donnant la possibilité aux banques centrales nationales de l'Eurosystème d'acquérir des titres de dette publique et de pouvoir temporairement s'affranchir de la règle de répartition en fonction de la part de chaque pays dans le capital de la BCE.

Une analyse basée sur une étude d'événement montre que les décisions de politique monétaire dans la zone euro ont eu un effet favorable sur les conditions de financement. En particulier, l'annonce du PEPP le 18 mars s'est traduite par une baisse du taux souverain dans la zone euro, d'une hausse de l'indice boursier et surtout d'une réduction des écarts de taux vis-à-vis de l'Allemagne. Ce résultat ne se limite cependant pas à un effet d'annonce puisque nous montrons également que la mise en œuvre du programme – les achats hebdomadaires d'actifs – ont globalement atteint leur objectif de réduire les tensions

sur les marchés de dette souveraine des pays les plus fragiles comme l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce.

Ces résultats suggèrent donc qu'avec le PEPP, la BCE dispose d'un levier pour réduire le risque de fragmentation. Pour 2021, l'amélioration de la situation et la perspective d'une vaccination de la population devrait permettre un rebond de l'activité. Pour autant, les besoins en dépenses publiques restent importants pour organiser la campagne de vaccination, continuer à soigner les malades et soutenir les revenus des agents qui restent contraints par les mesures prophylactiques. Le maintien du soutien monétaire reste donc essentiel, ce qui explique aussi sans doute pourquoi la BCE a maintenu le PEPP au moins jusqu'en mars 2022. Il est crucial de maintenir la coordination implicite entre la politique monétaire et les politiques budgétaires. Elle pourrait même être renforcée en acceptant que les achats de titres s'écartent plus durablement du critère selon lequel ils doivent être proportionnels à la part de chaque pays dans le capital de la BCE. Un critère alternatif pourrait effectivement être de fixer une limite supérieure pour les écarts de taux, cible qui serait annoncée par la BCE.

## Références

- Altavilla C., Brugnolini L., Gürkaynak R. S., Motto R. et Ragusa, G., 2019, « Measuring euro area monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, n° 108, pp. 162-179.
- Bernoth K., Dany-Knedlik G. et Gibert A., 2020, « ECB and Fed monetary policy measures against the economic effects of the coronavirus pandemic have little effect », *DIW focus*, n° 3.
- Blot C., Creel J., Hubert P. et Labondance F., 2020, « The role of ECB monetary policy and financial stress on Eurozone sovereign yields », *Empirical Economics*, vol. 59, n° 3, pp. 1189-1211.
- Eser F. et Schwaab B., 2016, « Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme », *Journal of Financial Economics*, vol. 119, n° 1, pp. 147-167.
- Ghysels E., Idier J., Manganelli S. et Vergote O., 2017, « A high-frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme », *Journal of the European Economic Association*, vol. 15, n° 1, pp. 218-243.
- Gürkaynak R. S. et Wright J. H., 2013, « Identification and inference using event studies », *The Manchester School*, n° 81, pp. 48-65.
- Ortmans A. et Tripier F., 2020, « COVID-Induced Sovereign Risk in the Euro Area: When Did the ECB Stop the Contagion? », *CEPII Working Paper*, n° 2020-11.

## ANNEXE

Tableau A1. Effets des annonces de politique monétaire de la BCE

	<i>D.soyld_euz</i>	<i>D.soyld_euz</i>	<i>D.euro_stoxx</i>	<i>D.euro_stoxx</i>
<i>ois2y_surprise</i>	2.867*** [0.00]	2.726*** [0.00]	-1.317** [0.01]	-1.286* [0.01]
<i>pepp</i>	-0,076 [0.07]		0,018 [0.06]	
<i>pepp18mars</i>		-0.170*** [0.00]		0.038*** [0.00]
<i>pepp2</i>		-0,032 [0.12]		0,008 [0.16]
<i>press2</i>	0,019 [0.79]	0,016 [0.83]	0.030*** [0.00]	0.031*** [0.00]
<i>vstoxx</i>	0 [0.54]	0,001 [0.39]	0 [0.08]	0 [0.06]
Constante	-0,009 [0.48]	-0,014 [0.34]	0,007 [0.05]	0.008* [0.04]
N	340	340	340	340

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

Estimation sur données quotidiennes (5 jours par semaine) sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2020 au 21 avril 2021. Les p-value sont entre crochets. Les équations sont estimées avec l'estimateur Newey-West permettant de corriger la matrice des variances-covariances de l'hétéroscédasticité et l'autocorrélation des résidus (ici à l'ordre 4).

Sources : Calculs de l'auteur.



Tableau A2. Effet des annonces de politique monétaire sur les *spreads* souverains

	FRA	ITA	ESP	NLD	BEL	PRT	GRC	AUT	IRL	FIN
<i>ois2y_surprise</i>	2.536*** [0.00]	9.162*** [0.00]	3.116*** [0.00]	0.405** [0.00]	2.480*** [0.00]	4.295*** [0.00]	7.238*** [0.00]	1.127*** [0.00]	1.580*** [0.00]	0,072 [0.56]
<i>pepp</i>	-0.059* [0.01]	-0.294* [0.03]	-0,169 [0.07]	-0,033 [0.11]	-0.072** [0.01]	-0.180* [0.05]	-0,668 [0.15]	-0,051 [0.05]	-0.049*** [0.00]	-0.033** [0.01]
<i>press2</i>	-0,005 [0.77]	-0,037 [0.55]	0,006 [0.73]	0,031 [0.26]	0,017 [0.12]	-0,029 [0.23]	0,021 [0.87]	0,042 [0.13]	-0,017 [0.28]	0,04 [0.21]
<i>vstoxx</i>	0 [0.76]	0 [0.88]	0 [0.75]	0 [0.45]	0 [0.40]	0 [0.63]	0 [0.81]	0 [0.41]	0 [0.67]	0 [0.64]
Constante	0,002 [0.74]	0,004 [0.86]	-0,002 [0.82]	0,002 [0.50]	0,005 [0.35]	-0,004 [0.67]	-0,009 [0.84]	0,004 [0.44]	0,002 [0.69]	0,001 [0.65]
N	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

Estimation sur données quotidiennes (5 jours par semaine) sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2020 au 21 avril 2021. Les p-value sont entre crochets. Les équations sont estimées avec l'estimateur Newey-West permettant de corriger la matrice des variances-covariances de l'hétéroscédasticité et l'autocorrélation des résidus (ici à l'ordre 4).

Sources : auteur et [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset\\_EA-MPD.xlsx](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset_EA-MPD.xlsx) pour les surprises monétaires.

