

Des banques centrales prêtes à tout pour surmonter la crise

 lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/des-banques-centrales-pret-es-a-tout-pour-surmonter-la-crise-1194523

Sophie Rolland, *Les Echos*, 14 avril 2020

Prêts à lever des montagnes de dette pour lutter contre la crise, les Etats peuvent compter sur le soutien quasiment inconditionnel des banques centrales. Tirant les leçons des crises de 2008 et de 2012, ces dernières, Réserve fédérale américaine (Fed) et Banque centrale européenne (BCE) en tête, ont été plus réactives que jamais.

La crise vue par... Frédéric Ducrozet : « Tous les outils non conventionnels vont devenir conventionnels »

Cette fois, quinze jours auront suffi - du 3 au 18 mars - pour ramener l'ensemble des taux d'intérêt mondiaux à zéro et relancer les outils « non-conventionnels » déployés à la faveur des dernières crises. Et au fil des semaines suivantes, les instituts monétaires ont continué à enrichir leur arsenal. Révolutionnaire en 2012, le « *whatever it takes* » (quoi qu'il en coûte) de Mario Draghi semble être devenu la ligne de conduite de l'ensemble des banquiers centraux. « *La Réserve fédérale et la Banque centrale européenne ont pris des décisions qui semblaient jusque-là inenvisageables. Elles sont allées beaucoup plus loin qu'en 2008-2009 ou qu'au moment de la crise de la zone euro* », commente Gilles Moëc, chef économiste du groupe AXA.

Briser les tabous

Quitte à briser un certain nombre de tabous. La Banque centrale européenne a ainsi aboli les limites qu'elle s'était toujours fixées dans son nouveau programme d'achats de titres de 750 milliards d'euros. La mesure paraît hautement technique mais en s'affranchissant pour cette année de deux règles, celle qui limitait sa détention de l'encours d'une obligation à 33 % et celle qui l'obligeait à proportionner ses achats à la participation des Etats à son capital, elle s'est en réalité donné la possibilité d'intervenir quasiment sans limite pour soutenir un Etat en difficulté.

Elle peut, par exemple, acheter des obligations italiennes sans devoir acheter les titres allemands correspondants. « *C'est un véritable game changer pour la zone euro. La BCE dit aux gouvernements : endettez-vous en 2020, nous porterons la dette et celle-ci sera de facto monétisée* », souligne Stéphane Déo chez LBPAM.

La monétisation de la dette, une question sensible

Cette question de la monétisation est extrêmement sensible. « *La BCE doit à la fois donner suffisamment de marge de manoeuvre aux Etats pour qu'ils n'aient pas à mettre en oeuvre des politiques d'austérité destructrices, et éviter de donner le sentiment qu'il existe une solution magique et qu'elle finance désormais les dettes publiques* », explique Gilles Moëc.

INTERVIEW. François Villeroy de Galhau : « Si la BCE doit faire plus sur les achats d'obligations, elle le fera »

Le chef économiste d'AXA défend la solution d'un cantonnement de la dette liée à la crise. « *Dans la mesure où il s'agit d'un choc exogène, l'argument de l'aléa moral ne s'applique pas, et cette dette devrait pouvoir être portée par le bilan de la BCE jusqu'à son extinction* », argumente-t-il. D'autres, comme Anton Brender chez Candriam, estiment que la BCE devrait avoir le droit - à l'instar de la Fed - de détenir à son bilan un montant de dette publique équivalent à celui des billets en circulation, ce qui couvrirait l'augmentation de l'endettement liée à la crise.

Délester les banques du risque de crédit

Autre tabou brisé par la BCE : l'institution monétaire accepte temporairement de prendre davantage de risque de crédit, pour soutenir les banques. Les garanties apportées par les banques qui viendront chercher de la liquidité à son guichet pourront être de moins bonne qualité. La BCE acceptera notamment comme collatéral des prêts garantis par des Etats membres même mal notés par les agences de notation, dont les obligations grecques. Et les banques sont non seulement délestées du risque de liquidité mais elles peuvent désormais transférer leur risque de crédit. Un pas que la BCE n'avait jamais franchi et qui constitue une incitation très forte à prêter à l'économie.

Du côté de la Fed, la révolution concerne plutôt le soutien aux dettes d'entreprises. La BCE, déjà active sur le marché des obligations corporate, a certes étendu son action aux titres courts (commercial papers), mais cette extension paraissait relativement logique. En revanche, la banque centrale américaine n'a pas hésité à contourner la loi pour apporter son soutien aux entreprises. Comme elle n'a a priori pas le droit de prendre de risque de crédit, les emprunts obligataires d'entreprises seront achetés par un véhicule ad hoc (special purpose vehicle) conjoint entre la Fed et le Trésor américain, et garantis par ce dernier. « *La Fed continuera même à soutenir des entreprises dont la structure financière se dégraderait et dont la dette tomberait en catégorie spéculative* », poursuit Stéphane Déo.