

# La BCE face à la Covid-19: une institution monétaire au service de l'Union, des États membres et des citoyens européens

Frédéric Allemand (Research associate, Robert Schuman Institute. Faculty of Law, Economics and Finance)

## Abstract

Dans le cadre de la crise de la Covid-19, la BCE est la première institution de l'Union à avoir pris des mesures pour en contenir les effets sur la stabilité financière comme sur la stabilité des prix. La réactivité de la BCE, à travers notamment le lancement d'un nouveau programme d'achat massif de titres de dette publique contraste avec les difficultés rencontrées par les autorités budgétaires pour s'entendre sur un plan d'action.

## Introduction

Dans son essai intitulé *La crise de la culture*, Hannah Arendt analyse la crise comme une «rupture avec un passé qui ne fournirait plus les ressources pour penser notre présent et nous orienter dans l'avenir<sup>1</sup>». La crise est un *événement*, en cela qu'elle ne s'intègre pas dans une causalité de faits antérieurs: il est un fait radicalement nouveau, inédit. Selon ce point de vue, la crise n'est pas une étape au sein d'un processus finalisé, orienté vers son achèvement<sup>2</sup>. Elle est la «longue et difficile réécriture qui sépare deux formes provisoires du monde<sup>3</sup>».

La lutte contre l'épidémie de Covid-19 a conduit l'Union, les Etats membres et les citoyens européen à adopter des mesures radicales. Dans nombre de domaines, ces mesures furent inédites – restrictions des libertés de circulation des personnes dans et hors de l'espace Schengen, activation des dispositifs de chômage partielle au bénéfice de l'ensemble des entreprises impactées par la crise, activation de la clause dérogatoire générale en matière de discipline budgétaire, etc. Le domaine monétaire n'a pas été épargné par la crise sanitaire et les répercussions économiques prises pour contenir la propagation de l'épidémie. Cependant, après dix années passées de crises économiques, bancaires et budgétaires, l'état de crise compose une nouvelle normalité de l'UEM – dans laquelle la présente crise vient s'inscrire. De ce fait, les mesures prises en réaction à la crise de la Covid-19 par la BCE, pour être économiquement significatives, ne présentent pas un caractère inédit juridiquement. Elles n'ont pas la radicalité qu'ont pu avoir en leur temps la mise en œuvre des mesures non-conventionnelles. Il faut penser, comme nous y invite une déclaration de la BCE du 18 mars 2020, que l'institution monétaire s'est réservée une marge de manœuvre pour l'avenir, si la situation économique devait encore se dégrader<sup>4</sup>.

Après avoir présenté les mesures sanitaires, prudentielles et monétaires prises par l'Eurosystème et la BCE en réaction à la crise jusqu'à ce jour, les problématiques juridiques seront discutées.

<sup>1</sup>ARENDR, Hannah. *La crise de la culture: huit exercices de pensée politique*. Paris: Gallimard, 1972. Disponible sur: [WorldCat](#)

<sup>2</sup>REVAULT D'ALLONES, Myriam. Hannah Arendt penseur de la crise. *Etudes*, tome 415, vol. 9, 2011, p.198. Disponible sur: [WorldCat](#)

<sup>3</sup>ATTALI, Jacques. *Les trois mondes (pour une théorie de l'après-crise)*. Paris: Fayard, 1981. Disponible sur: [WorldCat](#)

<sup>4</sup>Le fait est suffisamment rare pour devoir être souligné: cette communication est prise en réaction à des déclarations du gouverneur de la banque centrale d'Autriche, Robert Holzmann, faites dans la presse concernant l'épuisement des moyens à la disposition de la BCE et de l'Eurosystème pour faire face à la crise de la COVID-19. Disponible sur: [BCE](#)

## Les réactions de l'Eurosystème et de la BCE face au Covid-19

Les réactions de l'Eurosystème et de la BCE ne sont confondent pas. Bien que la BCE soit à la tête et au centre du système qu'elle compose avec les BCN des États membres dont la monnaie unique est l'euro, les traités lui attribuent des missions en propre, spécifiques, en complément de ses missions monétaires – de la même sorte, les BCN peuvent être autorisées à exercer d'autres fonctions que celles reconnues dans les traités<sup>5</sup>. Faute de temps et d'expertise aussi, notre propos se concentrera sur les missions et fonctions assignées par le droit de l'Union à l'Eurosystème et à la BCE, à savoir la mission monétaire et la mission prudentielle. Nous commencerons par dire quelques mots d'un sujet peu abordé, les mesures sanitaires prises au titre du pouvoir d'organisation interne de la BCE. Elles sont les premières mises en œuvre par la BCE.

### Les mesures sanitaires

Ce sont les premières mesures annoncées par la BCE: la restriction des échanges physiques entre le personnel de la BCE et l'extérieur. Les déplacements non essentiels des membres du Directoire et du personnel sont limités, les conférences organisées à la BCE reportées *sine die* – à l'exception des conférences de presse, et les programmes de visite de groupe non-essentiels sont également suspendus. Le personnel en déplacement récent dans des zones à risque est invité à travailler à distance depuis son domicile.

Malgré ces mesures de prévention, le 9 mars, la BCE enregistre un premier cas de contamination parmi les membres de son personnel (3700 personnes). Les personnes en contact avec lui, une centaine, sont invitées à travailler à distance. Le même jour, la BCE teste en grandeur nature le travail à distance pour l'ensemble de son personnel, y compris celui travaillant dans les départements stratégiques que sont les salles de marchés et la gestion des systèmes de paiement<sup>6</sup>. Il s'agit d'anticiper l'application d'un régime de confinement par les autorités publiques allemandes. Dans les pays où le confinement a été décidé, le télétravail a été mis en place dans les BCN concernés, la Banque centrale du Luxembourg parmi d'autres<sup>7</sup>. Dès le 12 mars, 9 des 27 membres du Conseil des gouverneurs participent par visioconférence aux réunions de cet organe. L'indépendance opérationnelle de la BCE – caractérisée par le fait qu'elle définit elle-même les conditions d'emploi de ses personnels, ne l'exonère pas de l'obligation de respecter les réglementations sanitaires et des règles de police de l'Etat d'établissement de son siège. Une conséquence pratique: les inspections sur site prévues au titre de la surveillance prudentielle sont reportées<sup>8</sup>.

Un autre aspect de prévention sanitaire doit être mentionné: les restrictions pouvant être apportées à la circulation et à l'utilisation de la monnaie sous sa forme fiduciaire (billets et pièces).

Les premières sont d'ordre technique et portent sur le problème de la production, du stockage, de l'approvisionnement et de la remise en circulation des billets. Les banques centrales de l'Eurosystème avaient pris les mesures nécessaires pour garantir au maximum la chaîne de production des billets, pour disposer d'un stock suffisant de billets à distribuer aux banques commerciales, ou pour reprogrammer les transports par air de billets. L'objectif était de pourvoir à la demande en espèces qui pourraient se faire jour en particulier dans les pays où la circulation du *cash* est importante (Allemagne, Italie, Espagne, Grèce). De fait, les fortes dépenses alimentaires en vue de la constitution de réserves en début de confinement (mi-mars) se traduisent par un pic historique de la valeur des billets en euros en circulation (19 milliards d'euros). Hormis cet épisode, il n'y a au final aucune tension particulière sur l'accès aux billets en euros dans les États membres. Et ce, d'autant moins que les consommateurs ont été largement invités à privilégier les paiements électroniques.

Les secondes préoccupations sont d'ordre juridique et concernent le droit des autorités publiques ou des commerçants d'interdire l'euro fiduciaire comme moyen de paiement. Il convient de rappeler que les billets et pièces en euros ont cours légal sur le territoire des États membres dont la monnaie est l'euro, conformément à

<sup>5</sup>Article 14§4 statuts SEBC.

<sup>6</sup>Covid-19: journée de télétravail à la Banque centrale européenne. *FranceTVinfo.fr*, 9 mars 2020.

<sup>7</sup>Interview de M. Gaston Reinesch, président de la BCL. *Paperjam*, 22 avril 2020.

<sup>8</sup>ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus, 12 mars 2020. Disponible sur: [BCE](#).

l'article 16 des statuts SEBC, tel que complété par les articles 10 et 11 du règlement (CE) n°974/98 du Conseil<sup>9</sup>. Le droit de l'Union ne définit pas ce qu'est le "cours légal", mais en arrête certains aspects (autorité titulaire du pouvoir d'émission monétaire, nombre de pièces pouvant être remises pour un paiement). Dans l'attente de précision soit du législateur, soit plus prochainement de la Cour de justice (dans le cadre d'une question préjudicielle adressée par le Bundesverwaltungsgericht le 27 mars 2019<sup>10</sup>), chaque Etat membre conserve son régime du cours légal. Il est généralement admis que "le cours légal d'une monnaie signifie qu'un créancier ne peut la refuser comme moyen de paiement<sup>11</sup>". La dette est éteinte immédiatement par la remise du montant de monnaie correspondant. À ce titre, le considérant (19) du règlement n°974/98 indique que "les restrictions aux paiements au moyen de billets et de pièces, définies par les États membres en considération de motifs d'intérêt public, ne sont pas incompatibles avec le cours légal des billets et pièces libellés en euros, pour autant que d'autres moyens légaux soient disponibles pour le règlement des créances de sommes d'argent." En conséquence de quoi, les autorités publiques peuvent introduire des restrictions (temporaires) l'utilisation des billets et pièces sous la double condition d'une justification sanitaire et de l'existence de moyens de paiement alternatifs. À notre connaissance, aucune mesure nationale n'est intervenue en ce domaine, le choix a été de demander au secteur bancaire d'améliorer les services de paiement proposés à leurs clientèles. Les plafonds de paiement par carte sans contact ont été relevés de 30€ à 50€ le 11 mai dans une vingtaine d'États membres. Partant, un commerçant ne pouvait pas juridiquement refuser un paiement en espèces, au regard des risques représentés par leur manipulation. D'autant moins qu'une partie de la population, estimée à 5% en France, ne dispose pas d'autres moyens de paiement.

Autre sujet d'interrogation - et lié au précédent - qui surgit à l'occasion de la crise sanitaire, les billets et pièces peuvent-ils être des vecteurs d'infection? La problématique des risques de santé publique liée à la manipulation des espèces libellées en euros n'est pas neuve, pour avoir été considérée à partir de 1995 lors de l'engagement des préparatifs pour le passage à la monnaie unique. Le choix des métaux composant l'alliage des pièces (1 cent à 2 euros) s'est fait en faveur d'une forte présence de cuivre, au regard de ses propriétés antibactériennes. Ce qu'ont confirmé des études récentes<sup>12</sup>. En revanche, les billets, fabriqués à partir de fibres en coton, ne présentent pas ces mêmes propriétés. Cependant, ils sont recouverts d'un vernis de protection contre les souillures, ainsi qu'il a été rappelé par la Bundesbank lors d'un point-presse tenu spécifiquement sur ce sujet le 18 mars 2020<sup>13</sup>. La BCE a aussi lancé des études épidémiologiques auprès de laboratoires externes pour évaluer les risques de contamination par la monnaie fiduciaire<sup>14</sup>.

## Les mesures prudentielles

La Covid-19 a exposé le secteur bancaire européen à une accumulation de risques: risque de crédit (avec la hausse prévisible des prêts non performants, en raison des faillites des emprunteurs), un risque de volatilité du marché (re-pricing des actifs risqués – en particulier les créances détenues sur les PME et les ménages – au regard de la dégradation des perspectives économiques<sup>15</sup> – et par effet de conséquence, les valeurs bancaires dont les cotations boursières chutent de plus de 30% entre le 16/17 février et le 16 mars 2020 (50% pour les banques françaises), ainsi qu'un repositionnement sur les actifs sûrs (*flight to safety*) que sont les titres de dette publique en particulier allemands<sup>16</sup> - avec pour effet une ouverture des écarts entre les titres de dette publique européens) et un risque opérationnel (sous l'effet du travail à distance des personnels).

<sup>9</sup>Règlement (CE) n°974/98 du Conseil du 3 mai 1998 concernant l'introduction de l'euro. JO L 139/1; modifié en dernier lieu par le règlement (UE) n°827/2014 du Conseil du 23 juillet 2014, JO L 228/3.

<sup>10</sup>Demandes de décision préjudicielle, aff. jtes C-422/19 et C-423/19, déposées le 31 mai 2019.

<sup>11</sup>Livre vert de la Commission du 31 mai 1995 sur les modalités de passage à la monnaie unique, COM(1995) 333 final, p.63.

<sup>12</sup>Coronavirus: Here's why paper towels and coins beat hand dryers and banknotes. *Deutsche Welle*, 20 avril 2020.

<sup>13</sup>L'argent liquide ne présente pas de risque d'infection particulier pour les citoyens, Deutsche Bundesbank, 18 mars 2020. Disponible sur: [Bundesbank](#)

<sup>14</sup>PANETTA, Fabio. Beyond monetary policy – protecting the continuity and safety of payments during the coronavirus crisis. *ECB Blog*, 28 avril 2020. Disponible sur: [BCE](#)

<sup>15</sup>Fin février 2020, face aux conséquences économiques de l'épidémie en Chine et aux risques de la propagation de la Covid-19 hors de ses frontières, le marché primaire corporate en euros tombe à l'arrêt, avec de très rares émissions à compter de cette période. Voy. Le coronavirus gèle le marché primaire de la dette en euro. *Agefi.fr*, 25 février 2020. Disponible sur: [AGEFI](#)

<sup>16</sup>En mars, le taux d'intérêt exigé sur les Bunds à 10 ans s'approche du record historique relevé à l'été 2019 (-0,75%).

La stabilité des établissements de crédit, c'est-à-dire leur fonctionnement sur une base saine et sans à-coups, dépend en large partie de la situation économique et financière de l'Etat membre d'établissement – et inversement. Dans son arrêt *Pringle* de novembre 2012, la Cour de justice a rappelé que la stabilité financière relevait, pour l'essentiel, de la compétence des Etats membres en matière de politique économique.

Cette compétence de principe des États membres n'exclut pas une responsabilité de l'Union, au titre de ses compétences pour instituer un marché intérieur et, à ce titre, organiser la liberté d'établissement et de services bancaires (art. 53 TFUE, cf. CRD IV 2013/36) ou rapprocher les législations nationales (art. 114 TFUE, cf. CRR No 575/2013); ou au titre de ses compétences de contrôle prudentiel (art. 127§6 TFUE, cf. CRU 1024/2013, considérant (65)).

Dans ce contexte, l'Autorité bancaire européenne, en tant que régulateur du secteur bancaire, et la BCE, en tant que superviseur des institutions de crédit de la zone euro, ont annoncé, de façon concertée, une série de mesures garantissant que les banques puissent absorber les éventuelles pertes et continuer à financer l'économie réelle. Les 12 et 20 mars, la BCE a exercé un certain nombre d'options qui lui étaient ouvertes par la réglementation européenne applicable (CRD IV) – conformément à l'invitation de l'ABE<sup>17</sup>:

- Les critères de classification de prêts en prêts non performants ou en créances douteuses sont assouplis, de telle sorte à pouvoir prendre en compte les garanties apportées par les Etats ou les moratoires imposés sur le paiement des échéances de certains crédits (immobiliers par exemple). L'effet est de réduire les exigences imposées aux banques en termes de provisionnement des pertes, et donc de conserver leurs moyens financiers pour assurer leur capacité de financement de l'économie.
- Les banques sont autorisées à déroger temporairement à certaines exigences en termes de constitution de réserves de fonds propres et de liquidités, et à mobiliser leurs coussins de fonds propres contra-cycliques.
- Les banques sont aussi invitées à s'abstenir de verser les dividendes dus au titre de l'année 2019 et de l'année 2020 au-moins jusqu'en octobre 2020 (dont le montant est estimé à 30 milliards d'euros)<sup>18</sup> et de ne pas augmenter non plus la part variable de la rémunération des dirigeants. L'objectif est de renforcer la capacité des banques d'absorber les éventuelles pertes et de continuer à prêter au secteur privé. C'est aussi une contrepartie à l'assouplissement des exigences en matière de coussins de fonds propres et de réserves de liquidités, ainsi qu'aux mesures d'apport de liquidité de la BCE. Accessoirement, la mesure vise aussi à préserver la stabilité financière: sans encadrement, le paiement de dividendes par une banque et non par une autre aurait envoyé un signal assez clair quant aux difficultés rencontrées par cette dernière, avec un risque de fragilisation accrue.
- Afin de préserver la capacité opérationnelle des banques face à l'épidémie de Covid, dès le 3 mars 2020, la BCE a invité celles-ci à actualiser leurs plans de continuité d'exploitation en situation d'urgence<sup>19</sup>. Il s'agit d'assurer que les banques peuvent continuer à préserver leurs fonctions critiques même en cas de télétravail généralisé ou de personnels malades. De la même façon, les obligations de reporting sont ajustées, et la réalisation du stress-test programmé par l'ABE en 2020 est reporté à 2021, pour ne pas surcharger les équipes des banques.

Il faut observer que les mesures prudentielles prises par la BCE étaient facilitées par la situation relativement saine du secteur bancaire à la veille de la crise sanitaire, au regard notamment du dépassement des exigences en termes de fonds propres ou de liquidités, et de la réduction importante du nombre de prêts non-performants<sup>20</sup>.

## Les mesures monétaires

Ce sont celles qui ont concentré le plus l'attention, en particulier le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (ou PEPP).

<sup>17</sup>EBA Statement on actions to mitigate the impact of COVID-19, 12 mars 2020.

<sup>18</sup>Dans le cas français, le Haut Conseil de stabilité financière a appelé les banques française à la prudence sur les dividendes le 18 juin 2020.

<sup>19</sup>ECB, Contingency preparedness in the context of COVI-19, 3 March 2020, SSM-2020-0108.

<sup>20</sup>EBA, The EU Banking sector: first insights into the COVID-19 impacts, Thematic Note, EBA/REP/2020/17.

Le «Grand confinement» a pour effet premier d'exposer les ménages et les entreprises à des problèmes de liquidité – correspondant à l'écart entre leurs tombées de charges fixes et le paiement des échéances commerciales passées et les rentrées en baisse. Pour éviter que ces problèmes de liquidité ne se transforment en problèmes de solvabilité, les institutions de crédit ont rapidement annoncé la possibilité de report des mensualités, la reprogrammation des dettes ou l'accès à de nouveaux crédits<sup>21</sup>. Pour ces derniers, les demandes de crédit font consister majoritairement en des prêts à court terme de la part des entreprises soucieuses d'anticiper leurs tensions de trésorerie pendant la période d'inactivité. Dans un climat d'une certaine défiance entre institutions de crédit (malgré la publication d'indicateurs de transparence financière par l'EBA), le marché des prêts interbancaires se tend à partir de la mi-mars. Les principaux taux du marché à court terme (Euribor à 3 mois ou à 12 mois) augmentent d'environ 30 points entre début mars et début avril. Quant au taux des prêts au jour le jour (Eonia JJ), il reste stable malgré l'apport de liquidité des BCN<sup>22</sup>. Les conséquences sont doubles, économiques et monétaires: un renchérissement du crédit pour les ménages et les entreprises, accélère les faillites, les pertes de poids et, en bout de course, une récession plus forte que prévue marquée par un rebond du chômage et une dégradation plus importante des finances publiques (sous l'effet des stabilisateurs budgétaires automatiques); la dégradation des perspectives économiques fait repartir à la baisse le taux d'inflation à moyen terme. Mi-mars, les perspectives d'inflation de la BCE signalent un écart important par rapport à l'objectif de stabilité des prix (proche mais inférieur à 2% à moyen terme): 1,1% en 2020, 1,4% en 2021, 1,6% en 2022.

Dans ce contexte, la BCE intervient à plusieurs reprises:

- **le 12 mars**, avec (1) l'annonce du lancement d'opérations de refinancement à long terme supplémentaires de celles déjà envisagées/en cours (LTRO), avec application d'un taux négatif (égal à celui de la facilité de dépôt, -0,50%), (2) l'application de conditions favorables (taux négatifs jusqu'à 25 pts sous le taux de la facilité de dépôt) pour toutes les LTRO conduites entre juin 2020 et juin 2021; (3) l'ajout d'une enveloppe temporaire additionnelle de 120 milliards d'euros des programmes d'achat d'actifs (Asset Purchase Programmes, APP) – ce montant s'ajoute aux 20 milliards d'achat mensuels nets d'actifs décidés en octobre 2019 et appliqués depuis novembre 2019; et (4) le maintien des taux directeurs à leurs niveaux.

Ce même jour, plusieurs Etats membres annoncent unilatéralement la mise en place de contrôle à leurs frontières; ils sont imités dans les jours qui suivent par les autres Etats membres. Des mesures drastiques de confinement sont établies en Italie, en France, en Espagne, en Belgique, etc. Dans ce contexte, les mesures de la BCE sont jugées insuffisantes par les marchés, ce qui se traduit par une hausse des tensions sur le marché interbancaire (E3ME12M remonte de 6 points, E12M de 12 points entre les 12 et 13 mars)

- **le 15 mars, puis le 20 mars**, la BCE s'entend avec les principales autres grandes banques centrales de pays tiers (Réserve fédérale américaine, Bank of Canada, Bank of England, Bank of Japan, Swiss National Bank) pour garantir la liquidité en dollars.
- **18 mars 2020**, la BCE lance un nouveau programme d'achat d'actifs du secteur public et privé, dotés d'une enveloppe de 750 milliards d'euros. Les achats doivent être conduits "dans la mesure jugée nécessaire et proportionnée pour contrer les menaces<sup>23</sup>" ("in any case not before the end of the year"). Tous les actifs déjà concernés par l'APP sont concernés, avec l'ajout notable des titres de dette publique grecs. Autre distinction par rapport à l'APP et à sa composante relative à l'acquisition des titres du secteur public: le principe demeure celui d'acquisition décentralisées, selon la clé de répartition dans le capital de la BCE. La faible disponibilité de certains titres (en particulier allemands) se traduit par l'introduction d'une nouveauté: la flexibilité des acquisitions dans le temps, les différentes catégories d'actifs et entre les juridictions.

<sup>21</sup>BANQUE DE FRANCE. L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises: une première photographie à partir des données monétaires et financières à fin mars 2020. *Communiqué de presse*, 29 avril 2020. MINISTERE DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES. Les banques donneront des facilités à leurs clients en manque de liquidité du fait de l'épidémie du Covid-19. *Trésor-Info*, 27 mars 2020. Disponible sur: [Minefi](#)

<sup>22</sup>Le marché interbancaire sous tension. *La Gazette des communes*, 29 avril 2020.

<sup>23</sup>Article 4, Décision (UE) 2020/440 de la BCE du 24 mars 2020 relative à un programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie (BCE/2020/17), JO L 91/1.

Parmi les autres mesures, la BCE inclut les effets de commerce parmi les actifs éligibles au titre de la composante achat de titres du secteur privé (CSPP) et élargit aussi les types de titres qu'elle accepte en tant que contrepartie (collatéraux) du refinancement bancaire.

Cette mesure vise à soutenir directement le marché des titres de PME et leur financement.

- **Le 7 avril**, puis le 23 avril la BCE assouplit les conditions applicables aux actifs pouvant être mobilisés par les institutions de crédit comme garanties dans les opérations de refinancement. Cette mesure est associée à une réduction de 20% de la décote des actifs utilisés comme collatéraux. Ces différentes mesures sont temporaires et liées à la durée du PEPP. La dégradation du contexte économique s'est en effet traduit par une raréfaction des actifs «sans risque» - réduisant automatiquement la possibilité des banques d'emprunter auprès de la BCE pour obtenir des liquidités. Typiquement, le marché primaire de la dette privé est quasiment à l'arrêt.
- **Le 30 avril** marque une 3e étape importante. Les taux d'intérêt appliqués aux LTRO sont encore abaissés (jusqu'à 50 pts sous le taux des facilités de dépôt, soit -1%). Des opérations spécifiques de refinancement à très long terme (PELTROs, *Pandemic Emergency LTROs*) sont annoncées en complément des LTRO déjà prévues, à nouveau à des taux avantageux (25 points sous le taux des opérations principales de refinancement), avec des maturités de 16 mois réduites à 8 en fin de programmes.
- **Début mai**, les modèles économétriques de la BCE dressent un scénario très pessimiste pour 2020, avec une chute du PIB réel compris entre 5% et 12%<sup>24</sup>. A quoi s'ajoute une montée des risques sur la stabilité financière. Il devient certain que le ratio des prêts non performants va repartir à la hausse pour atteindre éventuellement les niveaux mesurés lors de la crise des dettes publiques<sup>25</sup>.
- **Le 4 juin constitue la dernière étape en date**, l'enveloppe du PEPP est accrue de 600 milliards d'euros et la durée des achats dans le cadre de ce programme étendue jusqu'à fin 2021, avec un réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance au moins jusqu'à fin 2022 ("until the Governing Council judges that the coronavirus crisis phase is over"<sup>26</sup>.) De même, le principal des titres acquis dans le cadre de l'APP et arrivés à échéance est réinvesti au-delà du moment où la BCE remontera ses taux directeurs.

## Quelques observations juridiques sur les mesures prudentielles et monétaires

Deux points méritent l'attention sur le plan juridique: l'articulation entre les différents objectifs de la BCE et les spécificités du PEPP. Je ne développerai pas ce dernier point car le professeur Mayer ne sera pas sans l'aborder, je suppose, quand il discutera de l'arrêt de la Cour constitutionnelle allemande du 5 mai dernier. Quoique cet arrêt ne vise pas le PEPP, il jette une ombre certaine sur sa légalité, vue de Karlsruhe.

### Une confusion des genres?

L'article 127 TFUE définit le mandat de l'Eurosystème et de la BCE. Deux objectifs leur sont assignés: le maintien de la stabilité des prix compose l'objectif principal, le soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, l'objectif secondaire. Le caractère secondaire de ce dernier signifie qu'il peut être poursuivi tant que l'objectif principal est réalisé ou que sa poursuite permet la réalisation de l'objectif principal. Les traités définissent les missions fondamentales et non fondamentales de l'Eurosystème (fondamentales: définition et mise en œuvre de la politique monétaire / non-fondamentales: contribution à la stabilité financière). La BCE

---

<sup>24</sup>Voy. les études publiées dans le Bulletin économique de la BCE de mars 2020, notamment: LANE, Philip R. The monetary policy response to the pandemic emergency. *ECB Blog*, 1 mai 2020. Disponible sur: [BCE](#)

<sup>25</sup>EBA. COVID-19 is placing unprecedented challenges on EU Banks. *News & Press*, 25 mai 2020.

<sup>26</sup>Conférence de presse de Christine Lagarde et Luis de Guindos, suite à la réunion du Conseil des gouverneurs, Francfort-sur-le-Main, 4 juin 2020. Disponible sur: [BCE](#).



se voie aussi reconnaître des missions propres non fondamentales (consultations législatives, contrôle prudentiel). S'agissant des missions spécifiques de contrôle prudentiel, leur exécution s'inscrit dans la poursuite de l'objectif d'assurer la sécurité et la solidité des établissements de crédit et la stabilité du système financier. Elles ne sauraient se rattacher à l'objectif de stabilité des prix. Chaque mission, monétaire, prudentielle, est exercée conformément à l'objectif qui lui est applicable, "de manière totalement séparée"<sup>27</sup>.

Les mesures prudentielles et monétaires adoptées le 12 mars ne signalent pas une confusion des genres, mais correspondent à la poursuite de deux objectifs distincts quoiqu'étroitement liés l'un à l'autre. Les mesures prudentielles adoptées par la BCE visent à répondre directement aux risques financiers qui pèsent sur les institutions de crédit. Selon la déclaration faite à la presse par Christine Lagarde, "Conformément à son mandat, le Conseil des gouverneurs est déterminé à soutenir les ménages et les entreprises face à la période actuelle de perturbations économiques et d'incertitudes accrues"<sup>28</sup>. Si on compare cette déclaration avec celles de septembre 2012 sur l'OMT ou de janvier 2015 sur l'APP, il est significatif que l'accent est mis sur le soutien à l'économie, et donc sur la réalisation de l'objectif secondaire. Aucune mention n'est faite de la stabilité des prix dans ce passage-clé. Détournement de pouvoir manifeste? La réponse est négative. Il n'y a aucune contradiction avec les traités, puisque le soutien au financement de l'économie réelle est supposé contribuer à terme à soutenir le niveau des prix.

Une mesure monétaire rend compte encore plus de cette articulation entre les objectifs, c'est celle relative au maintien, par la BCE, de sa politique de taux négatifs. Comme la BCE le remarque dans son *Bulletin économique* de mars 2020 qui consacre un article à la politique des taux négatifs<sup>29</sup>, "la transmission limitée des taux négatifs aux dépôts de détail, en particulier ceux des ménages, peut toutefois réduire la rentabilité des banques et, en définitive, entraver leur capacité à octroyer des prêts à l'économie réelle." Deux aspects se combinent ici: un objectif de stabilité financière et un autre de soutien à l'économie. L'on peut être surpris qu'une mesure typiquement monétaire, la fixation des taux directeurs, ait des visées en matière de stabilité financière. Le traité prévoit explicitement que l'Eurosystème apporte son soutien aux politiques économiques, auxquelles est rattachée la stabilité financière comme l'a rappelé la Cour dans son arrêt *Pringle* de novembre 2012. En outre, l'article 127§5 TFUE prévoit que l'Eurosystème "contribue" à la stabilité du système financier –sans prévoir les instruments à cet effet. En tout cas, cette "contribution" ne saurait se réduire à l'adoption d'avis ainsi que le mentionne l'article 25§1 statuts SEBC. Les traités n'autorisent l'Eurosystème à mettre en œuvre la politique monétaire qu'au travers d'interventions sur les marchés de capitaux ou au travers d'opérations de crédit avec des établissements de crédit ou d'autres intervenants de marché. Partant, la stabilité financière garantit la transmission des impulsions des décisions de politique monétaire. Comme Lucas Papademos, alors membre du Directoire de la BCE l'a relevé en 2006, "We do not have a similar direct responsibility for ensuring financial stability and efficiency. However, we do have a very strong interest in these issues (...) "<sup>30</sup> Aux fins aussi bien d'assurer la transmission de ces décisions monétaires que la réalisation à terme de l'objectif de stabilité des prix, le recours aux instruments monétaires est fondé pour contribuer à la stabilité financière<sup>31</sup>. Comme Christine Lagarde l'a précisé en réponse à une lettre d'un député européen fin avril 2020, ce faisant, la BCE ne substitue pas sa responsabilité à celle des autorités compétences dans les domaines économiques ou prudentiels<sup>32</sup>. Chaque domaine reste distinct. Seulement, elle témoigne de la complémentarité des différents domaines aux fins de la réalisation des objectifs d'une croissance équilibrée dans l'Union, conformément à l'article 3 TUE<sup>33</sup>.

<sup>27</sup>Considérant (65) et article 19 du Règlement (UE) n°1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.

<sup>28</sup>Lors de la conférence de presse qui suit la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 12 mars 2020, Christine Lagarde indique que "Conformément à son mandat, le Conseil des gouverneurs est déterminé à soutenir les ménages et les entreprises face à la période actuelle de perturbations économiques et d'incertitudes accrues."

<sup>29</sup>BOUCINHA, Miguel, et BURION, Lorenzo. Lex taux négatifs et la transmission de la politique monétaire. *Bull. économique de la BCE*, 2020/3, p.73 et s.

<sup>30</sup>PAPADEMOS, Lucas. Price stability, financial stability and efficiency, and monetary policy. Speech delivered at the *Third Conference on the Monetary Stability Foundation on 'Challenges to the financial system – ageing and low growth'*, Frankfurt-am-Main, 7 July 2006. Disponible sur: [BCE](#).

<sup>31</sup>En ce sens: SMITS, René. The Role of the ESCB in Banking Supervision. In: *Legal Aspects of the European System of Central Banks. Liber Amicorum Paolo Zamboni*. Frankfurt-am-Main, ECB, 2005, p.205. Disponible sur: [WorldCat](#)

<sup>32</sup>Letter from Christine Lagarde to Mr Emmanouil Fragkos, Frankfurt-am-Main, 21 April 2020 (Letter L/CL/20/95).

<sup>33</sup>Pour une présentation didactique des mécanismes de transmission à l'œuvre: ODENDAHL, Florens, PENALVER, Adrian et SZCRBOWICZ, Urzula. L'action des banques centrales pour aider l'économie à survivre au Covid-19, Bloc-notes Eco de la

Les réunions suivantes du Conseil des gouverneurs qui portent sur la création d'un nouveau programme d'achat d'actifs témoignent d'une justification plus en ligne avec l'orthodoxie habituelle: "Conformément à son mandat, le Conseil des gouverneurs est déterminé, **en vue de sauvegarder la stabilité des prix à moyen terme**, à continuer de soutenir les ménages et les entreprises dans la période actuelle de perturbations économiques et d'incertitudes accrues<sup>34</sup>."

Une version intermédiaire entre la conférence du 12 mars et celle du 30 avril est retenue dans la conférence de presse du 4 juin:

"Conformément à son mandat, le Conseil des gouverneurs est déterminé à apporter le degré nécessaire de **soutien monétaire** et à assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire à l'ensemble des secteurs et des pays. Par conséquent, nous avons adopté une série de mesures de politique monétaire **visant à soutenir l'économie** pendant sa réouverture progressive et à sauvegarder la stabilité des prix à moyen terme<sup>35</sup>."

On pourrait juger ces variations lexicales comme choses négligeables. La parole des banquiers centraux est précieuse et son efficacité parfois supérieure à la mise en œuvre effective des mesures annoncées, ainsi que nous le rappelle le *Whatever it takes* prononcé par Mario Draghi à Londres en août 2012. Ces précisions sont d'autant plus précieuses dans le contexte des relations tendues entre la CJUE et la Cour constitutionnelle allemande.

## **Vers un nouveau contentieux devant la Cour constitutionnelle allemande? Les spécificités du PEPP**

**Le deuxième point à mentionner est celui portant sur les caractéristiques du PEPP.** Le caractère véritablement "explosif" de ce programme doit être mis en relation immédiate avec l'interprétation que la Cour de Karlsruhe a fait des conditions de légalité des programmes OMT et PSPP. Un des problèmes majeurs soulevés par les programmes OMT et PSPP portait sur leur compatibilité avec l'interdiction de financement monétaire définie à l'article 123 TFUE et le respect du principe directeur de finances publiques saines énoncé à l'article 119§3 TFUE.

Sans entrer dans le détail, dans ses deux arrêts *Gauweiler* de juin 2015 et *Weiss* de décembre 2018, la CJUE a conditionné la légalité des programmes OMT et PSPP par rapport à l'article 123 TFUE et au principe de finances publiques saines, au respect d'une série de garanties. Une condition importante concernant l'un et l'autre aspect portait sur les limites encadrant l'acquisition d'une série de titres de dette publique d'un Etat membre. En particulier, la décision établissant le PSPP prévoit que les BCN ne peuvent pas détenir plus de 33% d'une émission donnée de titres de dette publique ou de 33% des encours de titres donnés. Une autre condition importante tient à la composition des achats qui doit respecter la clé de répartition pour la souscription du capital de la BCE. Partant, l'augmentation sensible de l'endettement d'un Etat membre ne saurait avoir pour effet une hausse du volume des titres détenus par sa BCN dans le cadre du PSPP. Au contraire, proportionnellement au nombre de titres émis, la part de titres détenus par la BCN diminuerait – la part des acquisitions étant fixe<sup>36</sup>.

Le PEPP ne reprend pas toutes les caractéristiques du PSPP. Si la composition des achats continue d'être "guidée" par la clé de répartition de la souscription du capital de la BCE, la BCE a décidé de l'appliquer selon une "approche flexible" entre les différentes catégories d'actifs et de juridictions. Selon le considérant (3) de la décision instituant le PEPP, "En raison de ces circonstances exceptionnelles et incertaines qui évoluent rapidement, le PEPP exige, par rapport à l'APP, une grande flexibilité dans sa conception et sa mise en œuvre et ses objectifs de politique monétaire ne sont pas identiques à ceux de l'APP." Ainsi, le montant de

---

Banque de France. Billet de la Banque de France, n°157, 15 avril 2020.

<sup>34</sup>Conférence de presse de Christine Lagarde et de Luis de Guindos à la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs du 30 avril 2020, Francfort-sur-le-Main. Disponible sur: [BCE](#).

<sup>35</sup>Conférence de presse de Christine Lagarde et de Luis de Guindos à la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs du 4 juin 2020, Francfort-sur-le-Main. Disponible sur: [ECB](#).

<sup>36</sup>Arrêt de la Cour de justice du 11 décembre 2018, Weiss, aff. C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000, §140.



l'enveloppe ne donne pas lieu à une répartition mensuelle mais est fournie pour la durée du programme. Les limites d'achats d'une série ou d'un encours ne sont plus reprises par rapport au PSPP. Cela signifie que la BCE pourra décider, au regard des circonstances, de concentrer ses achats sur une série de titres émis par un État membre donné. Tout au plus faut-il observer que les titres éligibles sont accrus, en particulier au regard des échéances qui peuvent aller de 70 jours à 30 ans (contre 1 an à 30 ans dans le cadre du PEPP) – a priori pour permettre un rééquilibrage dans la composition des titres avec les titres allemands pour lesquels peu d'émissions à longue échéance étaient prévues. Fin mai, les titres italiens étaient ceux qui bénéficiaient majoritairement du PEPP, représentant 21,6% de l'encours détenu (37 milliards d'euros), alors que la clé de souscription dans le capital de la BCE s'établit à 13,8%. L'Allemagne était le second bénéficiaire (27,1% soit 46,7 milliards d'euros alors que sa clé de répartition est égale à 21,4%), suivie de l'Espagne (12,9%, soit 22,4 milliards d'euros - clé de répartition égale à 9,6%). En revanche, les achats de titres français étaient sous représentés (13,6%, 23,5 milliards d'euros - clé de répartition égale à 16,6%). Ainsi qu'il a été observé, à ce rythme, la poursuite de la mise en œuvre des différents programmes d'achat pourrait conduire à ce que la BCE détienne 40% de l'encours de la dette publique de l'Italie, de l'Espagne et de la Grèce...<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup>ECB could own 40% of Italian gov' bonds by year end. *Capital Economics*, 19 mai 2020. Disponible sur: [Capital Economics](#)