



## BCE : une générosité en trompe-l'œil

La clef de voute des révisions des prévisions de la BCE c'est **un net repli de la croissance dès 2019** (la médiane est à 1,1% en mars au lieu de 1,7% en décembre). Ce qui a 3 conséquences majeures :

- un petit peu plus de chômage, mais, curieusement, surtout en 2021,
- **moins d'inflation sous-jacente** pendant 3 ans (la prévision est abaissée de 0,2 point chaque année), alors qu'il y a pourtant presque autant de hausses de salaires
- **l'objectif d'inflation de la BCE n'est jamais atteint** sur les 3 années d'horizon de la prévision (1,6% seulement en 2021) !

Il est dès lors nécessaire que **la BCE annonce un assouplissement de sa politique monétaire :**

- les taux directeurs seront inchangés au moins jusque **fin 2019** (au lieu de fin de l'été) avec toujours un refinancement à taux fixe et *full allotment*, au moins jusqu'en mars 21.
- le réinvestissement total des remboursements de l'APP sera maintenu, encore longtemps après le début de la hausse des taux.
- et surtout l'annonce, très attendue, de la mise en œuvre d'une troisième série de TLTRO.

**A y regarder de plus près, ces 7 TLTRO III**, qui seront lancés entre sept 19 et mars 21 **ne sont pas si généreux**. Leur **durée est de 2 ans contre 4 ans** pour les TLTRO II. Le montant finançable sera limité à 30% des actifs éligibles au 28 février 2019 : cela va **réduire le montant disponible** pour les gros emprunteurs. Le coût sera lié au taux de refi, avec des "*incentives*", qui restent à préciser, pour les banques qui font du crédit à l'économie. Mario Draghi a clairement dit que cela ne devrait plus permettre d'utiliser ces fonds pour des opérations de portage sur dette publique.

Cela va obliger les banques à trouver d'autres ressources sur le MLT, à se tourner davantage vers les marchés avec les coûts et les risques que cela impose. **La BCE pousse, très gentiment, mais fermement, les banques vers la sortie des TLTRO**. Elle cherche à normaliser le fonctionnement du marché interbancaire.

Draghi affirme que **la politique monétaire est toujours expansive, c'est vrai. Est-ce qu'elle l'est davantage qu'avant ?**

- **Oui**, elle est plus généreuse que si la BCE n'avait rien annoncé aujourd'hui.
- **Non**, car le bilan de la BCE aujourd'hui stable en montant va diminuer dans les trimestres à venir et donc baisser en % du PIB.

Élément marquant de la conférence de presse, **les risques restent orientés à la baisse**, malgré la révision des prévisions et l'ajustement de la politique monétaire. Draghi a souligné que c'était inhabituel : dans ce genre de situation les risques redeviennent usuellement équilibrés. Moralité, la BCE "en garde sous le pied", car elle soupçonne qu'elle pourrait décevoir.

Les marchés, qui ont vu la Fed changer de stratégie avant même le ralentissement, comptaient sur la BCE pour relancer l'activité européenne, ils peuvent être déçus. **La normalisation de la politique monétaire sera un peu plus lente, mais elle reste au programme**. Aux banques de se sauver elles-mêmes.