



Entre les lignes, les réticences de la BCE

La BCE a énuméré 8 mesures de soutien à l'économie et au système bancaire. Analysons la manière dont la BCE utilise les outils que nous avons présentés dans la newsletter de cette semaine. En commençant par souligner que la plupart des mesures annoncées ne concernent que des horizons lointains, à compter de juin 21.

Le Quantitative Easing

L'enveloppe du PEPP est augmentée de 500 mds pour atteindre 1850 mds, mais on n'a pas d'indication sur le rythme des achats. En fait, ce montant correspond à l'allongement de la durée de la période d'achats, étendue à mars 22. Entre les lignes **on sent la réticence du conseil à accroître le QE.** Primo, l'APP de 20 mds par mois, qui existait avant la crise sanitaire (redémarré en novembre 2019), avait été accru au printemps de 120 mds supplémentaires pour 2020 (soit 32 mds / mois), ce qui le portait à 360 mds. **En 2021 on va revenir à 20 mds par mois**, soit en principe 240 mds sur l'année, et c'est le PEPP qui va se substituer à ce déclin. Secundo, C. Lagarde a indiqué lors de la conférence de presse que **l'enveloppe du PEPP ne serait pas nécessairement utilisée entièrement.** C'est une première et c'est sans doute une concession faite aux orthodoxes pour obtenir leur aval sur l'extension du PEPP. En contrepartie, la

BCE dit clairement que cette enveloppe pourrait être accrue si nécessaire, mais cette assertion n'est pas nouvelle. L'avantage du PEPP sur les autres programmes de l'APP est sa plus grande **flexibilité**, mais il n'y a aucune précision sur la répartition, privé/public ou géographique, des achats. Je crois aussi que C. Lagarde a volontairement laissé en suspens la question de savoir si la décision avait été prise à **l'unanimité** ?

Le refinancement bancaire

De nouveaux PELTRO et TLTRO seront créés. Mais si la première série de prêts "pandémie", les PELTRO d'échéance septembre-21, a rencontré une certaine demande, avec 22,14 mds attribués, la demande a vite fondu, 1,8 mds pour la série août-21 puis 2,63 mds pour la série juillet-21. **Le besoin est limité.** Quant au maintien des refinancements en devise c'est juste un filet de sécurité, il ne répond aux besoins que d'un très petit nombre d'établissements pour des montants très faibles (l'encours total des 13 opérations ouvertes est inférieur à USD 1 md).

La mesure la plus immédiate est **l'assouplissement des conditions d'accès aux TLTRO III**, notamment le pool de prêts éligibles pourra être financé à 55% au lieu de 50%. S'y ajoute



l'annonce de **3 nouvelles tranches en juin, septembre et décembre 21**. Le taux minimal de -1.0% est inchangé, mais il sera maintenant accessible jusqu'en juin 22 (au lieu de juin 21). La conditionnalité pour l'accès au meilleur taux du TLTRO III sera modifiée pour encourager l'augmentation (et plus seulement le maintien) des encours de prêts. **La demande au titre des TLTRO III s'amenuise**, elle est revenue de 1308,43 mds en juin, à 174,46 mds en septembre et 50,41 mds en décembre, annoncé aujourd'hui. Les futurs TLTRO III, toujours à 3 ans, sont rassurants, mais cela ne devrait pas chambouler la liquidité des banques. Il est très probable qu'elles vont massivement roller les TLTRO III existants vers les nouveaux en 2021. Le relèvement du ratio collatéral/allocation de 50% à 55%, pourrait quand même **aider les établissements les plus fragiles**. Au vu des dépôts totaux du système bancaire, qui se montent à 3 559 mds au 8 décembre, on constate que le marché interbancaire reste très figé.

Pour le reste des mesures annoncées aujourd'hui ce ne sont que **des prolongements de mesures existantes**.

Les perspectives économiques

La prévision de chute du PIB cette année a été amoindrie, -7,3% quand même au lieu de -8,0%, mais cette relative bonne nouvelle est plus que compensée par l'érosion du rebond de 21, revu de +5,0% à +3,9% seulement. La prévision d'inflation pour cette année ressort à 0,2% (vs. 0.3% selon l'estimation de septembre). C'est surtout **l'absence de réel retour à la normale sur l'inflation** qui doit préoccuper. En dépit d'un effet de base favorable sur le pétrole et du relèvement de la TVA en Allemagne on n'arrive qu'à 1,0% en 21.

L'horizon des prévisions du staff de la BCE a pour la première fois été étendu à 2023. La croissance économique retombe alors à 2,1% seulement et, surtout, **l'inflation reste nettement en deçà de l'objectif, à 1,4% en 2023**, malgré trois années (21-23) de croissance soutenue. La politique monétaire aussi expansionniste que possible ne permettrait pas d'atteindre l'objectif... **pour la 5^{ème} année consécutive, ou même la 11^{ème}** si l'on considère que l'inflation de 1,76% en 2018 n'est pas assez proche des 2% !

Achevé de rédiger par Dominique Barbet le 10/12/20 à 16h00