

# ECOWEEK

N°19-23, 7 juin 2019

## BCE : prête mais pas pressée

■ La BCE a légèrement assoupli sa politique monétaire en prolongeant sa *forward guidance* sur les taux directeurs ■ Par ailleurs, les conditions de la troisième campagne de TLTRO III sont un peu moins généreuses que les précédentes ■ Un débat s'est ouvert au sein du Conseil des gouverneurs sur la manière de réagir en cas d'aggravation de la situation ■ Au vu des fondamentaux de la zone euro, la BCE n'est pas pressée, pour le moment, de réagir à la prolongation des incertitudes. Une manière de ne pas brûler trop vite ses cartouches.

La BCE est prête à assouplir encore sa politique monétaire mais rien ne presse. C'est ce qui semble ressortir de la conférence de presse de Mario Draghi. La décision d'un assouplissement supplémentaire, avec le prolongement de la *forward guidance* (les taux directeurs devraient se maintenir à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin du premier semestre 2020), a en effet été unanime.

Par ailleurs, les marchés ont estimé que les nouvelles opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO) étaient moins généreuses que les précédentes<sup>1</sup>. De plus, la BCE a fait s'envoler l'espoir de mise en place d'un système de rémunération à plusieurs niveaux (*tiering*<sup>2</sup>) en déclarant qu'« à ce stade, la contribution positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante de la politique monétaire et à la convergence soutenue de l'inflation n'est pas compromise par des effets secondaires possibles sur l'intermédiation bancaire »<sup>3</sup>. Résultat, l'euro s'est raffermi face au dollar et les rendements obligataires ont légèrement augmenté.

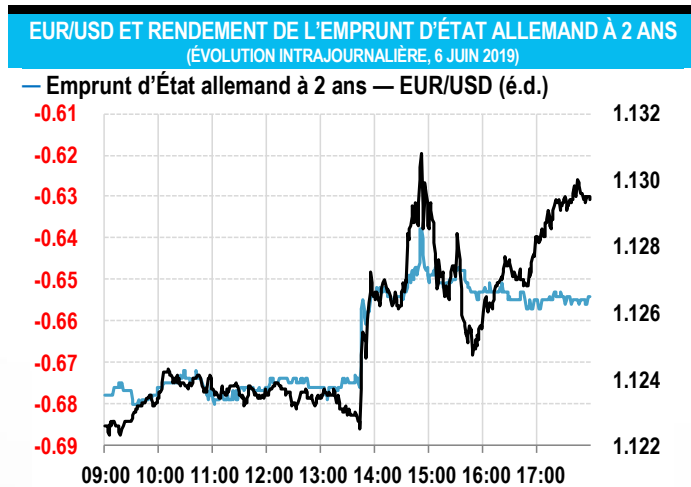
La réaction du marché n'a rien de surprenant : une détente de la politique monétaire a les faveurs des investisseurs car, toutes choses égales par ailleurs, elle entraîne une appréciation des cours des actifs. De plus, les allusions de Jerome Powell à une éventuelle baisse du taux de la Fed, en réaction aux vents contraires qui soufflent sur les échanges commerciaux, ont peut-être alimenté l'espoir que la BCE pourrait commencer à agir dans ce sens. Le fait qu'elle ne fasse pas preuve d'empressement n'est pas une surprise. Même si l'industrie manufacturière est à la peine, les secteurs des services et du bâtiment affichent une bonne résilience et les fondamentaux favorables devraient continuer à soutenir l'économie de la zone euro. Et c'est d'autant moins surprenant qu'en dépit du discours sur les outils dont dispose encore la BCE, la marge d'assouplissement de sa politique est bien plus mince qu'auparavant : lorsque les munitions commencent à manquer, mieux vaut viser juste. Cependant, l'annonce la plus intéressante de la conférence de presse est certainement celle d'un débat en cours au sein du Conseil des gouverneurs sur la disposition à agir en cas d'événements défavorables, plusieurs membres envisageant la possibilité de nouvelles baisses des taux, la reprise du programme de rachat d'actifs (QE) ou un nouveau prolongement de la *forward guidance*. Sur le front de l'inflation comme dans le monde militaire, une seule stratégie donc : qui veut la paix, prépare la guerre et s'y prend suffisamment tôt.

William De Vijlder

<sup>1</sup> Dans la nouvelle série TLTRO III, pour les banques dont l'encours de prêts éligibles augmente suffisamment, le taux peut être aussi faible que celui de la facilité de dépôt plus 10 points de base. Dans la série TLTRO II, le taux pouvait être aussi faible que celui de la facilité de dépôt.

<sup>2</sup> Dans un système de rémunération à plusieurs niveaux, différents taux seraient appliqués aux réserves excédentaires déposées par les banques auprès de la banque centrale. Une partie des réserves pourrait même être exemptée.

<sup>3</sup> BCE, déclaration introductive à la conférence de presse de Mario Draghi, Président de la BCE, et de Luis de Guindos, Vice-président, Vilnius, 6 juin 2019



Sources : Bloomberg, BNP Paribas

p. 2 Revue des marchés

p. 3 Baromètre

p. 4 Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

Eco  
WEEK