CONVICTIONS
Asset Management

Comment la BCE est devenue une Banque centrale crédible …

Il ne fait pas de doute que la Banque centrale européenne a pris une toute autre envergure depuis l'arrivée de son nouveau président Mario Draghi. Ses discours et ses décisions ont marqué la fin de la crise systémique de la zone euro qui aurait pu mettre en péril de nombreuses banques, ainsi que certains de ses pays membres et conduire à une fin programmée de la zone euro.

Mais que s'est-il passé pour que les marchés prennent tout à coup au sérieux les décisions de la BCE et les discours de son président ? Pourquoi Jean-Claude Trichet a-t-il échoué là où le nouveau président de la BCE a réussi à faire comprendre aux Allemands la nécessité d'agir ?

Depuis 2011, la BCE a orchestré son action en 5 actes pour parvenir à ses objectifs :

- **Acte 1. Décembre 2011 : Le LTRO (long-term refinancing operation) finance les banques de façon illimitée à 3 ans**

  Les tests de résistance menés par l'Autorité bancaire européenne évaluent les engagements des banques sur les emprunts d'Etat à leur valeur de marché. La publication des résultats génère des inquiétudes et provoque une nouvelle crise de liquidité pour les banques européennes. Le spectre de la crise systémique est de retour. Pour éviter le pire, la BCE décide d'accorder des prêts d'un montant illimité aux banques pour une durée de trois ans. C'est le fameux LTRO, long term refinancing operation.

- **Acte 2. Septembre 2012 : L'OMT (Outright Monetary Transactions) permet l'achat de titres d'Etat et la BCE se déclare prête à perdre son statut de créancier privilégié**

  Au cours de l'été 2012, l'Espagne et l'Italie voient les rendements de leurs emprunts flamber sur les marchés. Pour nombre d'observateurs, l'avenir de la zone euro est en jeu. Fin juillet, Mario Draghi parvient à ramener le calme sur les marchés en déclarant qu'il fera tout pour préserver l'euro. Quelques semaines plus tard, il détaille le programme de rachats de titres sur le marché de la dette (OMT) qui peut être enclenché si un pays demande une assistance financière.

- **Acte 3. Octobre 2012 : Devant le Bundestag, Mario Draghi explique aux députés allemands que la déflation est un risque aussi important que l'inflation**

  Depuis le début de la crise, les Allemands sont hantés par une reprise de l'inflation. Attaqué en permanence par le président de la Bundesbank, Mario Draghi est auditionné à sa demande par la Commission des finances du Bundestag. Mario Draghi explique alors le bien-fondé de l'OMT et surtout que le risque principal pour la zone euro ne réside pas dans l'inflation mais dans la déflation.

- **Acte 4. Mai 2013 : La baisse des taux monétaires à un niveau historique et la volonté clairement affichée d'agir si besoin est, en s'inscrivant dans la durée**

  Pendant longtemps, la BCE a éprouvé une réticence certaine à faire baisser son principal taux directeur en deçà de 1 %. Pour Jean-Claude Trichet, une politique monétaire à taux zéro n'était pas adaptée au cas de la zone euro. En juillet 2012, Mario Draghi a rompu avec ce dogme en ramenant le taux phare à 0,75 % puis à 0,50 % en mai 2013. Vu l'ampleur de la crise, les taux de la BCE peuvent tendre vers zéro.

- **<u>Acte 5.</u> Juillet 2013 : Changement radical dans la communication avec l'instauration de la «forward guidance» ou orientation prospective sur les taux d'intérêt**

  Le 4 juillet, Mario Draghi n'annonce pas de nouvelles mesures de politique monétaire non conventionnelle mais une révolution dans la communication de la BCE. Elle adopte le modèle de la «forward guidance» ou orientation prospective sur les taux d'intérêt. Selon Mario Draghi, ils resteront bas, voire ils baisseront pour une période prolongée. De quoi donner de la visibilité aux investisseurs et surtout, cela permet de se démarquer de la politique monétaire de la Fed qui commence à évoquer la probabilité d'un resserrement monétaire.

La stratégie de la BCE depuis bientôt deux ans a permis d'effacer certaines erreurs du prédécesseur de Mario Draghi et surtout des dirigeants politiques de la zone euro. Nous allons essayer de comprendre la montée en puissance de la BCE, et la réussite de son action (les taux d'emprunt des Etats sont quasiment au plus bas). Pour chacune de ces 5 étapes, nous analyserons l'apport des changements opérés et quel a été l'objectif de la Banque centrale.

<u>Acte 1.</u> Décembre 2011 : Le LTRO (long-term refinancing operation) finance les banques de façon illimitée à 3 ans

Alors qu'aux États-Unis, les stress tests des banques sont rapidement parvenus à rassurer les investisseurs, les autorités prudentielles européennes n'ont pas agi, loin s'en faut, avec la même efficacité. Les bons résultats des stress tests qui ont été menés courant 2010 sur plus de 90 banques européennes n'ont guère duré longtemps. Quelque temps après leur publication, l'Irlande sonnait l'alarme avec la faillite ou plutôt la mise sous tutelle d'Anglo Irish Bank, Allied Irish Bank et Bank of Ireland… Créée en novembre 2010 pour renforcer le Système européen de supervision financière, l'Autorité bancaire européenne (EBA) se lance à son tour dans les stress tests. En juillet 2011, elle publie ses résultats: sur 90 banques étudiées, seuls huit établissements échouent. Loin d'apaiser les craintes, les bons résultats de ces tests renforcent l'inquiétude des investisseurs sur l'état de santé des banques alors que la crise de la dette en zone euro connaît un nouveau pic.

Or les banques détiennent en masse des emprunts d'Etat européens. Pour tenter de calmer le jeu, Jean-Claude Trichet décide le 7 août 2011 de réactiver le programme de rachats d'obligations souveraines qui avait été instauré en 2010, lors du premier plan de sauvetage de la Grèce. Jean-Claude Trichet, en se montrant aussi rigoriste que les Allemands dans l'interprétation du traité de Lisbonne qui interdit à la BCE d'acquérir des emprunts d'Etat, a limité autant qu'il le pouvait les rachats de titres par la BCE. Cette intervention a minima n'a trompé personne. Et si les taux d'intérêt se sont légèrement détendus après la décision de la BCE, ils sont repartis à la hausse et ont dépassé ce niveau initial, faisant craindre le retour d'une crise systémique.

La pertinence des stress tests de l'EBA est telle que trois mois après leur publication, Dexia, qui avait pourtant franchi brillamment l'obstacle est en faillite. Il a fallu dans de telles circonstances rassurer les marchés et lancer une série de stress tests complémentaires dès le mois d'octobre.

L'Autorité bancaire européenne se doit alors de montrer que les banques étaient en difficulté et de trouver la faille qui pouvait étayer une opinion pessimiste. Le raisonnement est vite trouvé. Que détient une banque italienne en quantité ? Des titres d'Etat italien. Que détient une banque française en quantité ? Des titres d'Etat français. Et quel est le point faible d'une banque de la zone euro ? Les achats d'obligations de son propre Etat. «We got it !!» (N'oublions pas au passage que le siège de l'EBA est à Londres). Le nouveau stress test sera donc beaucoup plus contraignant, sous l'artifice de la transparence. Et c'est là que l'évaluation à la valeur de marché du risque souverain fait son apparition : l'ensemble des actifs détenus par une banque sera valorisé au prix du marché pour calculer ses besoins en fonds propres.

Auparavant, le risque souverain n'était pris en compte, pour les tests développés par les Autorités prudentielles européennes, que pour une faible partie correspondant à une classe comptable déterminée d'actifs, à savoir les créances inscrites dans le trading book, (destinées à être vendues à très court terme). Les autres catégories d'actifs n'ayant en théorie pas d'impact car les investissements en dettes souveraines ont vocation à être conservés jusqu'à leur remboursement. Or, l'aggravation des risques d'États souverains de la zone euro, tels que la Grèce, a donné un prétexte aux marchés et aux autorités de tutelle bancaires pour changer la donne. Les banques sont alors quasiment obligées par le régulateur européen de vendre à perte leurs obligations souveraines jusque-là considérées comme sans risque. La hausse des taux des pays dits périphériques provoque une spirale infernale : les ventes entrainent les ventes, les pertes sont potentiellement abyssales. Les taux d'emprunt des pays les plus faibles de la zone euro montent inexorablement. Les pays ne trouvent plus de créanciers. C'est la crise de liquidité qui frappe même les banques les plus solides: on prédit - une nouvelle fois - la fin de la zone euro.

La BCE tient une part de responsabilité dans ce fiasco, pro-cyclique s'il en est. Elle aurait dû avertir l'Agence Bancaire européenne de la bombe qu'elle menaçait de faire exploser par son incompétence. Mais le moment est sans doute mal choisi, Jean-Claude Trichet est sur le départ pour la retraite et on attend… son successeur. L'heure est grave pour la zone euro. L'économie européenne repose sur le système bancaire : 70 % de l'économie est financé par les banques. Si les banques vont mal, l'économie souffre, si les banques sautent, c'est l'euro qui vole en éclat.

Le 8 décembre 2011, l'EBA estime au vu des résultats des stress tests que les banques européennes nécessitent 114,7 milliards d'euros de recapitalisation. Le même jour, Mario Draghi, quelques semaines après son intronisation à la présidence de la BCE, frappe fort. Il annonce un financement illimité à 3 ans pour l'ensemble du système bancaire (long term refinancing operation, LTRO). Près de 1 000 milliards d'euros seront demandés. Mario Draghi a pris ses marques. Le système bancaire est sauvé.

Fin de l'acte 1

Acte 2. Septembre 2012 : L'OMT (Outright Monetary Transactions) permet l'achat de titres d'Etat et la BCE se déclare prête à perdre son statut de créancier privilégié

En ce mois de juillet 2012, la crise de la dette en zone euro est repartie de plus belle. Les taux souverains à 10 ans de l'Espagne se hissent à 7,60 % et ceux de l'Italie à 6,60 %. Mario Draghi va jouer une partition en deux temps pour ramener le calme sur les marchés. Le 26 juillet, il prononce un discours à Londres, à la «Global Investment Conference», où il assène que la BCE est prête à faire tout le nécessaire pour préserver l'euro. Et il ajoute «Croyez-moi, cela sera suffisant.» Le président de la BCE explique par ailleurs que la prime de risque sur la dette souveraine de certains pays entrave la transmission de la politique monétaire. Pour Mario Draghi, il incombe à la BCE de remédier à cette situation, comme son mandat l'y autorise. Ces déclarations suffisent à enclencher une baisse des taux des pays périphériques sur le marché.

Mais c'est lors de la réunion de politique monétaire de la BCE le 6 septembre, que Mario Draghi porte l'estocade. Il annonce que la BCE rachètera des titres d'Etat (de 1 an à 3 ans) sur le marché secondaire sans limitation de montant. Mais il pose des conditions. Pour bénéficier de ce mécanisme, baptisé Outwright monetary transaction (OMT), un pays de la zone euro doit faire appel au Mécanisme européen de solidarité (MES), obtenir une réponse favorable et accepter les conditionnalités assorties. La création de l'OMT marque un véritable tournant dans la politique de la BCE. Le but de la manœuvre est évidemment de faire baisser les taux d'intérêt des pays périphériques. Pour Mario Draghi, la prime de risque sur ces taux intègre les craintes d'un éclatement de l'euro dans les deux ou trois ans à venir et d'un remboursement des dettes dans une autre devise. La BCE veut avec force et détermination constituer un rempart efficace contre les risques systémiques qui menacent la zone euro.

Au-delà de cette annonce, on peut se demander quelle est l'inflexion fondamentale dans le discours du nouveau président de la BCE. Là où Jean-Claude

Trichet a échoué en rachetant avec parcimonie des obligations d'Etat en 2010 et en 2011, Mario Draghi va réussir. Car il a prononcé le mot magique pour une Banque centrale. Dans le nouveau programme de l'OMT comme dans le LTRO, il a utilisé le terme stratégique : «illimité». «No ex ante quantitative limits are set on the size of Outright Monetary Transactions». Avec une réelle force de frappe et une détermination sans faille, la BCE a pu inverser la tendance imposée par les marchés. Mais cela n'aurait pas suffi, si en même temps la BCE n'avait pas corrigé une grave erreur en acceptant de perdre son statut de créancier privilégié. Pour en comprendre la portée encore faut-il en comprendre la genèse.

Le 18 octobre 2010, un sommet tripartite organisé à Deauville réunit Nicolas Sarkozy, Angela Merkel et Dmitri Medvedev, le président russe. Lors d'une promenade en tête à tête, Angela Merkel et Nicolas Sarkozy préparent le Sommet des chefs d'Etat de l'UE qui se réunit le 29 octobre. Ils tombent d'accord pour exiger une restructuration de la dette grecque et faire participer les créanciers privés. Démagogiques à souhait pour plaire aux populations et pourfendre les vils spéculateurs, l'Allemagne et la France se sont crues obligées de n'impacter que le secteur privé en omettant d'intégrer à la restructuration de la dette, le FMI, les pays de la zone euro et la BCE. Mais les deux chefs d'Etat n'ont pas eu conscience que cette décision pouvait avoir des conséquences néfastes. Seule, la BCE a marqué son opposition à un tel projet mais elle a prêché dans le désert. Imposer une restructuration de la dette grecque aux seules banques et autres institutions financières était une arme à double tranchant. Et ceci pour plusieurs raisons. Avec un tel mécanisme, plus les Etats (et en premier lieu les Banques centrales) achètent de la dette d'un pays, plus les risques de pertes augmentent pour les créanciers privés en cas de restructuration de la dette.

En juillet 2011, lors de l'octroi d'un deuxième plan d'aide à la Grèce, la restructuration de la dette est actée avec une participation du secteur privé à l'effort financier. La décote de la dette détenue par le secteur privé devait être de 21 %, elle atteindra près de 65 % in fine car plus d'1/3 des créanciers n'a pas été touché (FMI, BCE, et Etats européen). Quant aux banques grecques elles se sont retrouvées en première ligne car elles détenaient l'essentiel de la dette souveraine de leur propre pays. Quant au secteur officiel, il a pris ses précautions. Juste avant la restructuration, la BCE a échangé ses obligations grecques (une cinquantaine de milliards) contre des obligations de même valeur faciale et de même maturité pour éviter toute décote. L'échange est technique, visant exclusivement à isoler les titres détenus par les créanciers publics de ceux en possession des créanciers privés, appelés à renoncer à une partie de leurs actifs. Cette mécanique a eu des effets redoutables. Lorsque le président de la BCE de l'époque a décidé de soutenir l'Italie et l'Espagne en août 2011, gagnées par la contagion de la crise de la dette, mal lui en a pris! Le risque sur les dettes souveraines périphériques a augmenté et les taux de crédit à 10 ans de l'Italie et de l'Espagne sont montés au-delà de 7,5 %. Pour un investisseur, le raisonnement a été simple : plus la BCE achète une dette moins il faut en détenir car plus la restructuration sera importante. Il n'en fallait pas moins pour créer un risque systémique. Les investisseurs se sont finalement servis de la BCE pour se décharger de leurs titres et n'ont pas créé, comme la Fed a su si bien faire durant des années, une dynamique avec le fameux adage «Don't fight the Fed». La BCE était dans l'impasse.

En septembre 2012, la mise en place du programme des opérations monétaires sur titres (OMT) a permis de rétablir le bon fonctionnement du marché et de restaurer la confiance dans la zone euro. C'est ainsi que, depuis cette annonce, les marchés obligataires sont plus stables. Les écarts de rendement souverain à long terme de l'Espagne, de l'Italie et de l'Irlande ont enregistré un recul compris entre 150 et 250 points de base, le repli ayant même atteint près de 500 points de base pour le Portugal. «En bref, la BCE a été très active dans sa réponse à la crise» se plait à souligner Draghi. Mais à travers l'OMT c'est le statut de créancier privilégié de la BCE qui a été modifié. La BCE accepte désormais d'être traitée en cas de défaut comme les autres créanciers. C'est certainement cette nouvelle donne qui a changé la trajectoire des marchés financiers et de la dette. Car à l'instar de la Fed, la BCE est capable de créer une dynamique, que l'on peut résumer par «Don't fight the BCE». Les marchés financiers et donc les créanciers sont maintenant prêts à accompagner la BCE.

Fin de l'acte 2

Acte 3. Octobre 2012 : Devant le Bundestag, Mario Draghi explique aux députés allemands que la déflation est un risque aussi important que l'inflation

Dès le début de la crise de la dette européenne, et les débats qu'elle suscite, les craintes allemandes se sont focalisées sur une constante : l'inflation. Selon une étude menée en 2011 par l'institut IFOP pour la fondation Jean-Jaurès et la fondation allemande Friedrich-Ebert, 77 % des Allemands souhaitaient que la BCE «continue d'avoir pour principale mission de lutter contre l'inflation et la hausse des prix». Dès lors, une politique monétariste de la BCE pour lutter contre la crise de la dette était impossible. L'accroissement trop important de la masse monétaire ou une monétisation de la dette devenaientt un sujet de discorde.

La Banque centrale allemande puis la BCE n'ont cessé d'agir pour ancrer l'inflation de la zone euro à un niveau inférieur à 2 %. Mais il apparaît assez probable que la BCE tenait compte de deux niveaux d'inflation pour évaluer la réussite de sa politique : l'inflation moyenne de la zone euro et l'inflation allemande. Nul ne doute qu'en août 2008, contre toute attente, le Conseil des gouverneurs de la BCE a justement augmenté son taux directeur du fait d'une inflation allemande qui se situait au-delà des 3 %. Si on élimine les effets TVA, ainsi que les produits énergétiques et alimentaires, l'inflation a été négative en Grèce et au Portugal en 2012, et a été inférieure à 1 % en Espagne. L'inflation était de 1,7 % en Italie, alors que la hausse des prix a été de plus de 3 % en apparence dans la péninsule italienne. En France, elle n'a pas dépassé 1,2 % au lieu de 2,2 % en apparence. Et pour la zone euro dans son ensemble, cette mesure hors TVA et produits volatils a conduit au chiffre de 1,2 % au lieu du taux officiel de 2,5 % en 2012.

La BCE a même fait de la lutte contre l'inflation un outil pédagogique. Sur le site internet de la BCE, on trouve dans la section «éducation» un dessin animé destiné aux écoles. On peut ainsi lire en introduction: «Regardez notre dessin animé sur la stabilité des prix, faites la connaissance du monstre de l'inflation et découvrez pourquoi il importe de maintenir une inflation faible et stable.»

Mais il ne faut pas limiter la mission de la BCE au seul combat contre l'inflation à l'heure où le risque de déflation est devenu beaucoup plus prégnant. Or, en octobre 2012, le coup de génie du président de la BCE est d'être auditionné à sa demande par la Commission des Finances du Bundestag. Il veut répondre aux attaques incessantes du président de la Bundesbank, Jens Weidmann, sur les conséquences néfastes des décisions de la BCE depuis le lancement du LTRO puis l'adoption du programme OMT. Le but de l'intervention de Mario Draghi était double : expliquer l'OMT (acte II) et montrer qu'il ne conduisait pas à l'inflation, mais surtout alerter sur la baisse des prix constatée dans certains pays de la zone euro. En effet, le «monstre de la déflation» refait surface. Une maladie incurable contre laquelle le Japon se bat depuis plus de vingt ans. Le phénomène inquiète tout le monde, y compris Mario Draghi. Devant les députés allemands, le président de la BCE a pointé du doigt les risques de déflation. La BCE a annoncé clairement la couleur, comme Ben Bernanke l'avait fait en 2009 : il faut aussi lutter contre le risque de baisse des prix et le risque de déflation.

Fin de l'acte 3

Acte 4. Mai 2013 : La baisse des taux monétaire à un niveau historique et la volonté clairement affichée d'agir si besoin est, en s'inscrivant dans la durée

L'ancien président de la BCE a toujours éprouvé une réticence certaine à baisser les taux de façon trop importante. Il a maintes et maintes fois laissé entendre qu'un taux zéro (ou proche de zéro) n'était pas adapté à la zone euro à l'inverse de ce qui se pratiquait au Japon et aux Etats-Unis. «J'insiste sur le fait que nous pensons que, dans notre cas, en tenant compte de tous les éléments, une politique monétaire à taux zéro ne serait pas appropriée», soulignait Jean-Claude Trichet lors d'une rencontre avec la presse à Tokyo.

Et la BCE n'a pas hésité à naviguer à contre-courant. Quelques semaines avant les deux grandes crises systémiques de 2008 et 2011, la BCE a donné un tour de vis monétaire. En juin 2008, la BCE a augmenté ses taux pour «contrer» les risques de surchauffe inflationniste, alimentés par le pétrole cher et l'envolée des prix des alimentaires, et «prévenir» les dangers d'effets de second tour, en clair d'un emballement généralisé et durable des prix via des hausses salariales élevées. En avril 2011, alors que la crise de la dette au sein de la zone euro était loin d'être endiguée, la BCE relevait le principal taux directeur de 25 points de base à 1,5 %. Deux mois plus tard, le président de la BCE indiquait : nous sommes dans un monde où il peut y avoir une hausse des taux à la prochaine réunion.

Déjà en août 2009, lors du symposium des Banques centrales à Jackson Hole, dans son discours intitulé «Credible alertness revisited», Jean-Claude Trichet avait voulu illustrer la pertinence de la politique de la BCE vis-à-vis de ses homologues américains sur le niveau des taux d'intérêt en zone euro. En résumé, il n'y avait pas de nécessité à baisser les taux d'intérêt de manière trop forte en injectant des liquidités dans le système. Les mois qui ont suivi ont démontré le contraire.

L'ancien président de la BCE est resté inébranlable, même au plus fort de la crise, en laissant au minimum le taux directeur à 1 % alors que d'autres Banques centrales comme la Fed, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, et même la Banque du Canada avaient décidé de soutenir massivement leurs économies en maintenant leurs taux directeurs à un niveau bien plus bas. Nous n'excluons pas d'abaisser encore les taux, mais de façon «très mesurée», disait-il...

En juillet 2012, Mario Draghi a rompu définitivement avec cette doctrine en baissant les taux à 0,75 % soit sous le seuil psychologique de Monsieur Trichet. En mai 2013, il a enfoncé le clou en diminuant le taux directeur de la BCE à 0,50 %, un niveau inimaginable deux ans auparavant. Un changement structurel est en marche… Au vu de l'ampleur de la crise, l'approche doctrinale n'est plus de mise… Les taux d'intérêt peuvent baisser vers 0 %, ce n'est plus une utopie.

Fin de l'acte 4

Acte 5. Juillet 2013 : Changement radical dans la communication avec l'instauration de la «forward guidance» ou orientation prospective sur les taux d'intérêt

A l'approche de la réunion de politique monétaire de la BCE, prévue le 4 juillet, les marchés financiers sont nerveux et l'aversion au risque est repartie de plus belle. La Fed a fait monter de plusieurs crans la pression depuis le 19 juin. A l'issue du Comité de politique monétaire (FOMC), la Fed a annoncé qu'elle pourrait réduire avant la fin de l'année son programme de quantitative easing (QE) qui consiste en des achats d'actifs (bons du Trésor et créances hypothécaires titrisées). La Fed met deux conditions au ralentissement du QE : l'amélioration de l'économie américaine et la baisse du taux de chômage sous le seuil de 7 %. Quant à la fin du quantitative easing, elle se concrétisera si les clignotants sont au vert en milieu d'année 2014. Et

si la Fed a pris soin de préciser que sa décision était conditionnée à l'évolution de la croissance américaine, sous l'effet de la surprise les marchés n'ont retenu que les perspectives de diminution des injections de liquidité par la Banque centrale. En conséquence, les taux d'emprunts d'Etat américains sont repartis très vite à la hausse en entrainant, par effet de contagion, les taux allemands. Les taux des pays périphériques se sont légèrement tendus à l'exception de ceux du Portugal, où la dégradation de l'économie et les tensions sociales ont fait monter dangereusement les taux.

Mais le plus inquiétant est à venir : au Portugal, la crise politique couve. Les dissensions au sein du gouvernement sur le régime d'austérité mené à marche forcée finissent par provoquer la démission de deux ministres. La coalition au pouvoir menace d'éclater, ce qui aurait pour conséquence de provoquer des élections anticipées. Le climat de méfiance envers la zone euro est aussi renforcé par une nouvelle dramaturgie grecque. Les représentants de la Troïka dépêchés à Athènes négocient avec le gouvernement pour déterminer s'ils lui octroient ou non une nouvelle tranche d'aide financière.

Et c'est dans un tel environnement, une nouvelle fois chahuté, que la BCE réunit son comité de politique monétaire le 4 juillet. Personne n'attend une nouvelle baisse des taux directeurs mais peut-être davantage de précisions sur les mesures de politique monétaire non conventionnelles que la BCE pourrait mettre en place pour soutenir l'économie européenne et faciliter notamment l'accès au crédit des PME. Mais ce n'est pas là que Mario Draghi, lors de son discours et de ses réponses au cours de la conférence de presse, va une fois de plus infléchir de façon radicale le dogme très germanique de la Banque centrale. Pour la première fois, depuis la création de la BCE en 1999, Mario Draghi introduit le concept de «forward guidance» ou orientation prospective, sur l'évolution des taux directeurs. Il déclare au début de son intervention : «Le conseil des gouverneurs anticipe que les principaux taux directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas pour une période prolongée». Exit donc la phrase rituelle: «we never pre commit» («nous ne nous engageons jamais à l'avance»), si chère à Jean-Claude Trichet dès qu'on lui posait une question sur l'évolution probable des taux.

Mario Draghi a rompu avec une tradition qu'il avait lui-même reprise jusqu'au 4 juillet. Le président de la BCE a par ailleurs expliqué que trois variables pourraient infléchir cette position : les perspectives d'inflation, l'évolution de l'économie et les conditions monétaires (évolution des agrégats et du crédit). Mais il est vrai que la BCE n'a donné aucune précision sur ce qu'elle entendait par période prolongée.
Que faut-il voir dans cette nouvelle stratégie de communication de la BCE ? Certes la «forward guidance» donne de la visibilité aux investisseurs en évitant les anticipations erronées sur les taux directeurs de la Banque centrale qui se traduisent par l'évolution des taux de marché. Mais en prenant ce virage, avec une orientation durable des taux à la baisse, Mario Draghi a voulu marquer la différence entre la politique monétaire de la BCE et celle de la Fed. Depuis l'annonce par Ben Bernanke d'une stratégie de sortie du QE, les craintes d'un durcissement généralisé se sont manifestées. Désormais le message est clair pour les marchés : les taux de la BCE sont dissociés des taux américains. La BCE n'a pas emboîté le pas de la Fed, sauf sur l'adoption de la «forward guidance».

A ce jour quatre Banques centrales ont adopté ce style de communication beaucoup plus transparent: la Banque centrale de Nouvelle Zélande, la Banque centrale de Norvège, la Banque nationale tchèque et plus récemment la Fed. L'efficacité de la «forward guidance» fait encore débat parmi les économistes. En décembre 2012, la Réserve Fédérale de Saint-Louis a publié un document de travail sur ce sujet. Ses auteurs en concluent que si la «forward guidance» améliore la capacité des investisseurs à prévoir les taux futurs, elle peut difficilement accroître la capacité des Banques centrales à contrôler les taux à long terme. Sur ce chapitre-là, le débat est loin d'être clos.

Mais en attendant, le 4 juillet Mario Draghi a fait coup double : franchir une nouvelle étape dans le fonctionnement de la BCE et dissocier la politique monétaire de la zone euro de celle des Etats-Unis.

Fin de l'acte 5

Conclusion : D'autres défis attendent la BCE mais les Etats doivent restaurer leur crédibilité

Nous avons essayé de montrer comment, en cinq étapes majeures et en moins de 2 ans, Mario Draghi a œuvré pour faire de la Banque centrale européenne une Banque centrale crédible pour les marchés financiers.

La BCE a déjà fait beaucoup pour stabiliser les marchés et soutenir l'économie et avec un certain succès mais la politique monétaire a des limites. Même si la BCE est parvenue à réduire le risque pesant sur la zone euro d'un risque «systémique» à un risque «macroéconomique», ce sont aux gouvernements et aux parlements de tout mettre en œuvre pour accroître la croissance potentielle, renforcer la compétitivité et construire une Union économique et monétaire (UEM) plus forte et plus stable. Il est évident que les pays de la zone euro doivent adopter une nouvelle stratégie susceptible de créer de la croissance et des emplois, et de soutenir les modèles sociaux sans générer une charge de la dette insoutenable.

D'autres défis attendent l'institution européenne :

- L'union bancaire constitue la nouvelle étape qu'il ne faudra pas rater et la BCE sera certainement au cœur du mécanisme de surveillance.

- Une union plus forte est toutefois indispensable au-delà de l'union bancaire. À terme, un rapprochement doit s'opérer entre les pays de la zone euro dans tous les domaines de la politique économique.
  - Il faut mettre en œuvre une véritable gouvernance macroéconomique à l'échelle de la zone euro, combinant la politique monétaire et la politique macro prudentielle de la BCE.
  - La mission de la BCE reste très encadrée et son efficacité est réduite par l'absence d'un ministre des Finances de la zone euro.

- L'euro doit être intégré à une zone monétaire à part entière en élargissant le statut de la BCE, afin qu'elle puisse se porter au secours d'un Etat en proie à une crise de l'endettement souverain, en lui affectant désormais, au-delà de la stabilité monétaire, un objectif de stabilité financière.

A terme, sans une Fédération de la zone euro, les crises et les déséquilibres réapparaîtront inexorablement. Seule une Fédération serait à même de répondre aux inefficiences et aux blocages issus d'une Union monétaire inachevée.

La crédibilité de la Banque centrale ne fait plus aucun doute mais malheureusement elle est aujourd'hui le seul acteur crédible pour les marchés et les investisseurs. Les Etats et les politiques doivent maintenant restaurer leur crédibilité, sous peine d'avoir à faire face – encore une fois – à un retour de la crise systémique, qui serait alors beaucoup plus délicate à gérer.

Alexandre HEZEZ, Actuaire, *Responsable de la Gestion*
et **Dominique MARIETTE**, *Conseillère du président*

Etude achevée de rédiger le 24 juillet 2013

Convictions AM
15 bis rue de Marignan
75008 Paris

Tél : +33 (0) 1 70 37 39 50
www.convictions-am.com • info@convictions-am.com
Agrément AMF : GP08000033 • 494 909 906 RCS PARIS B

Le présent document est fourni à titre d'information et ne présente aucun caractère contractuel. Les informations contenues dans ce document sont remises uniquement à titre d'information et ne sauraient constituer une information contractuelle ou légale. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.