



## A propos de ce que Mario Draghi n'a pas dit

Il n'y a pas eu de chiffres économiques ou d'événements susceptibles de faire bouger les marchés au cours de la semaine passée, les marchés sont ainsi restés assez calmes. Néanmoins, la volatilité implicite, toujours bon marché, s'est un peu reprise, et l'or a continué de se renchérir, alors que les cours des métaux s'érodaient. Curieusement, **le prix du pétrole** tend à progresser en Europe (le Brent à Rotterdam) mais il est plutôt en baisse aux Etats-Unis (le WTI à Cushing); en fait cela reflète des tensions localisées sur certaines infrastructures de transport ou de raffinage dans un contexte de hausse de la consommation globale.

Le mouvement qui a retenu notre attention ce sont les prises de profits, en fin de semaine, sur **le marché obligataire européen**, qui ont pesé, en particulier, sur le marché italien. C'est une réaction au discours pourtant très rassurant, voire lénifiant, "*confiance, patience et persévérance*"... tenu par le président de la BCE. Il faut sans doute s'intéresser davantage à ce que Mario Draghi n'a pas dit! **Les incertitudes s'amplifient autour de la future politique monétaire de la BCE**, alors que les agents économiques et les opérateurs marchés sont préoccupés par des sujets divers et des questions parfois antinomiques.

### Sur l'activité économique

La croissance est repartie, la confiance est revenue, l'emploi progresse affirme la BCE. Pourtant le marché du travail ne présente aucune tension inflationniste, ni en Europe (ni d'ailleurs dans la plupart des autres pays). Ce n'est pas l'appel à accélérer les réformes structurelles qui va changer les choses. En affirmant que des réformes du marché du travail doivent aller dans le sens d'une diminution de la dualité entre les emplois protégés et les emplois précaires (et pas seulement vers une flexibilité accrue), Draghi semble admettre en creux, que **le taux naturel d'inflation a baissé**. Dès lors, le taux d'intérêt d'équilibre à long-terme est faible, faute d'inflation, et le taux à court-terme "normal" serait quasi-nul, puisque **l'objectif d'inflation est presque hors d'atteinte**.

### Sur les bulles spéculatives

La BCE a indiqué qu'il existait **des bulles spéculatives en formation** sur les marchés immobiliers de certaines villes. Cette préoccupation est nouvelle pour la BCE. Certains membres du conseil pensent – probablement de plus en plus fort – que la politique monétaire a des effets indésirables. Mario Draghi a précisé avec fermeté qu'aux yeux de la BCE, les taux négatifs pouvaient avoir des inconvénients (largement moindres que leurs avantages) mais pas le QE. Néanmoins, ces bulles en formation sont sans doute un facteur qui pourrait affecter la conduite de la politique monétaire.

### Sur le taux de change

**L'appréciation de l'euro est sans doute un problème** pour la BCE, même si elle ne veut pas le reconnaître ouvertement car cette hausse pénalise l'activité et contrarie la remontée de l'inflation. Cela dit, **la BCE est désarmée** face à cette situation.

La politique de change n'est pas de son ressort et, surtout, elle manque d'instrument pour arrêter l'appréciation de l'euro. Que faire contre un excédent courant qui pousse l'euro vers le haut ? Les taux courts sont déjà négatifs et les interventions ne peuvent être que vaines si elles sont menées en solo.

Nous pensons que **l'euro devrait continuer à s'apprécier**, modulo des corrections temporaires.

### Sur la politique monétaire

Mario Draghi a dit que **les taux directeurs sont et resteront très bas pour très longtemps**, "*bien après la fin du QE*". Mais ce qui préoccupe les marchés c'est moins le niveau des taux directeurs que les conditions de la poursuite du programme d'achat au-delà de la fin de l'année. Sur ce sujet, Draghi a renvoyé les réponses à l'automne, probablement fin Octobre pour l'essentiel, voire plus tard. Il n'a donné aucune indication sur la forme que peut prendre cette annonce : si l'on aura alors un programme sur une période longue (l'année 2018) ou courte (c'est-à-dire des indications au trimestre le trimestre, voire à chaque réunion). Nous penchons pour la seconde solution, la BCE adoptant en cela une communication proche de celle de la Banque d'Angleterre.

**La prévisibilité de la politique monétaire ne semble plus être une nécessité pour la BCE**, mais au contraire une contrainte qu'elle semble vouloir alléger. Avec l'amélioration du climat économique et l'apaisement de la crise financière, c'est le retour du fameux "*ECB never pre-commits*" (la BCE ne promet rien) cher à Jean-Claude Trichet.

A l'inverse, la Fed devrait nous confirmer la semaine prochaine, son programme sur 5 trimestres de montée en puissance du QT (le Quantitative Tightening, l'inverse du QE, c'est-à-dire la diminution progressive de l'encours de papier détenu). **La Fed reste donc partisane d'une politique monétaire annoncée longtemps à l'avance**. Ces approches divergentes sont confirmées par le fait que Mario Draghi a répondu ne voir aucun avantage à publier des prévisions de taux d'intérêt, similaires aux dots de la Fed.

### Sur la pérennité du QE

A la question de savoir comment gérer le problème de **la rareté croissante du papier disponible pour le QE** (la "scarcity"), Draghi a opté pour une dérobade, affirmant que la question s'était posée depuis le début du QE et que l'on avait toujours trouvé des solutions. Dont acte. Mais le problème est de plus en plus aigu et va encore s'accroître en 2018 avec la poursuite du QE, même à un rythme plus lent. Pire, après l'arrêt des nouveaux achats, le simple réinvestissement des montants remboursés sera très difficile dans les pays qui ont un excédent budgétaire.

Nous pensons que **cela devrait soutenir le marché obligataire allemand**, quitte à provoquer un ré-élargissement des spreads souverains.