



Veillée d'armes, faites donner Lagarde

A la veille de la réunion cruciale de la BCE, les marchés commencent à s'agiter. C'est le cas pour les taux d'Etat qui effacent une partie de leur baisse de ces derniers mois. Le taux 30 ans allemand vient même de repasser en territoire positif ! Côté actions, les titres « value », i.e. considérés comme présentant une valorisation basse et qui avaient été délaissés, reprennent quelques couleurs face aux titres « croissance », qui font la course en tête et qui présentent des multiples de valorisation exigeants. Une interprétation basique serait que les investisseurs prennent des profits sur les actifs qui ont le plus monté et qui leur apparaissent comme chers, actions et obligations, et qu'ils se replacent sur ceux qui ont moins monté, voire qui ont baissé. Ce mouvement peut paraître évident, mais il est attendu, espéré par beaucoup depuis de nombreux trimestres, et cache une question essentielle : prise de profit ponctuelle ou retour des préoccupations de valorisation sur les marchés ? Pourquoi pas un pari de confiance dans une relance budgétaire ?

Une partie de la réponse réside dans l'environnement de taux des banques centrales, dans la macro-économie et dans les politiques économiques. Des taux durablement bas voire négatifs brouillent les valorisations et poussent à des investissements pour de mauvaises raisons, par nécessité. Un manque de croissance conduit à se méfier des cycliques et à rechercher à tout prix des sociétés qui savent capter des suppléments de croissance. A l'inverse, un plan de relance significatif, Allemand ou européen, pourrait modifier ces dynamiques.

Cette semaine, nous aurons déjà les analyses de la BCE. Nous l'avons dit, nous attendons une baisse des taux, de 10 ou 20 bps, des mesures d'accompagnement pour les banques, qui rebondissent d'ailleurs sur les marchés actions, mais restons dubitatifs sur les autres mesures attendues, notamment les modalités de la reprise d'un Quantitative Easing. Quid d'un assouplissement des TLTRO dans un marché où leurs conditions apparaissent peu intéressantes pour les banques ?

Nous ne spéculerons pas plus longtemps. En attendant d'avoir les détails des mesures et la nature des débats avec plusieurs gouverneurs ouvertement opposés à des mesures trop accommodantes, nous revenons sur l'audition au Parlement européen de la successeur de Mario Draghi.

Christine Lagarde, future présidente de la BCE, a indiqué plusieurs pistes de réflexion sur l'évolution possible de la politique monétaire.

- **Une meilleure communication**, avec moins de jargon pour que la politique monétaire soit mieux comprise (à l'instar de ce qui s'est fait au FMI), et une plus grande ouverture d'esprit, de façon à rapprocher la BCE et ses actions du grand public et de ses préoccupations. Cela pourrait passer en particulier par les syndicats, les associations de consommateurs et les ONG. Une démarche qui n'est pas sans rappeler celle entreprise par la Fed depuis l'an dernier.

- **Mieux définir l'objectif d'inflation**, sans remettre en cause le totémique "inférieur à 2%, mais proche de 2%", elle a rappelé que 1,6% était considéré comme trop faible. Cette remarque s'inscrit dans une réflexion plus globale déjà menée au sein de la BCE sur l'objectif d'inflation.
- Naturellement, C. Lagarde ne pouvait pas donner d'indication sur la politique monétaire, d'abord parce qu'elle n'est pas encore en poste, ensuite car la définition de ces actions est du ressort de l'ensemble du conseil des gouverneurs. Néanmoins, elle semble favorable à la poursuite de la politique de taux faibles mise en œuvre par Mario Draghi. Elle semble souhaiter que les pays qui ont des excédents extérieurs (auxquels la directrice du FMI est évidemment très sensible) et disposent de marges de manœuvres budgétaires (c'est en particulier le cas de l'Allemagne et des Pays-Bas) les utilisent pour soutenir l'activité en zone euro. En cela, **la politique monétaire de la BCE devrait s'inscrire dans la continuité** de la politique actuelle.
- Une prise en compte **des contraintes climatiques**, avec deux pistes évoquées : faire une place spécifique aux *Green bonds* au sein du programme de QE (bien que ce compartiment du marché obligataire demeure limité) et prendre en compte des caractéristiques climatiques dans le traitement des actifs (par exemple, pour les prêts éligibles au refinancement BCE en leur appliquant des *haircuts* plus favorables, ou en utilisant des ratios prudentiels moins sévères). La question du changement climatique devrait être **intégrée aux objectifs de la BCE**.
- Mme Lagarde souhaite aussi que la BCE s'implique davantage dans **les réflexions sur les évolutions technologiques et fiduciaires disruptives**. Elle a mentionné les réflexions de Mark Carney, le gouverneur de la banque d'Angleterre, sur les crypto monnaies, ainsi que la création du *Libra* (une crypto-monnaie stable proposée par Facebook) à laquelle elle souhaite voir associées les banques centrales.
- **La diminution de la prépondérance du dollar américain** dans le monde fait également partie des ambitions de la directrice du FMI qui va quitter son poste à Washington, où elle a sans doute beaucoup observé et appris.

Au terme de cette audition, la commission des affaires économiques et monétaires du parlement européen a **recommandé que l'assemblée européenne, dont l'avis est consultatif, approuve la nomination de Mme Lagarde** à la tête de la BCE (la session est prévue du 16 au 19 septembre).

A n'en pas douter, Christine Lagarde est déjà en relation avec l'actuel président de la BCE et ses interventions préparent une transition douce.