

## La BCE prise au piège de « la vente de la nouvelle »

Le choc du rendez-vous de décembre de la Banque Centrale Européenne a été rude. Entre jeudi dernier avant le communiqué du conseil des gouverneurs et la conférence du président Mario Draghi, et la clôture en fin d'après-midi, l'euro est passé de 1,054 à 1,0981 dollar. Ainsi la monnaie unique a regagné plus de 4 % en quelques minutes. Dans le même temps, l'indice CAC 40 a perdu 4,9 %.

Quel bouleversement a provoqué cette tempête ? A regarder froidement : aucun.

### Pas de mauvais éléments dans la batterie de mesures annoncée jeudi

La BCE a réduit son taux -déjà négatif- de dépôts, le ramenant de -0,2% à -0,3%. Elle a annoncé le prolongement de six mois, de septembre 2016 à mars 2017 de son programme de rachat d'actifs aux banques (ajustement quantitatif ou QE) en l'étendant aux obligations émises par les collectivités locales. Au rythme de 60 milliards d'euros par mois, cela représente 360 milliards d'euros. Le montant cumulé prévu passe ainsi de 1.140 milliards à 1.500 milliards d'euros, ce qui représente une augmentation de 31,5 %. Ainsi, à la fin programmée de son QE, l'institut d'émission de la monnaie unique présentera un bilan de près de 3.700 milliards d'euros, nettement supérieur aux 3.000 milliards de la mi-2012, le pic avant la reprise de liquidités destinée à piloter la croissance après le sauvetage de l'euro. Ce sera 32 % du produit intérieur brut de la zone euro qui sera en compte à la banque centrale.

On cherche de mauvais indicateurs dans cette batterie d'actions et on les cherche en vain. La BCE prend des mesures et en annonce d'autres qui vont toutes dans un sens favorable aux marchés financiers. Elle injecte massivement des liquidités dans l'économie sur le modèle de la Réserve Fédérale ou de la Banque du Japon, elle cherche à contraindre les banques à les utiliser pour l'activité de crédit en pénalisant les dépôts. L'expérience a montré que ce type d'actions peut se transmettre de façon très atténuée à l'économie réelle. En revanche, les effets des QE sur la valorisation des actifs (obligations bien sûr, mais aussi actions et immobilier) sont avérés et peuvent se mesurer, par exemple, à la performance de l'indice Dow Jones, multiplié par 2,2 depuis le début de l'assouplissement quantitatif américain fin 2008.

### La BCE n'observe pas de dégradation du cycle

La réaction des marchés financiers cette semaine trouve-t-elle sa source dans des analyses économiques pessimistes qui auraient poussé le banquier central à accélérer la politique de soutien à l'activité ? Évidemment, si le cycle de croissance était fort et assuré, si l'inflation était proche ou même supérieure à l'objectif de 2 % de l'institut d'émission, si le marché de l'emploi risquait la surchauffe du fait d'un chômage au niveau minimum, un plan comme celui qui s'accélère ne serait pas suivi. Pour autant, l'exposé de Mario Draghi ne comporte pas beaucoup d'éléments nouveaux et, en tout cas ne décrit pas une forte dégradation de la conjoncture.

Le constat est plutôt une confirmation des tendances, qui définissent un cycle d'autant mieux assuré que son rythme (voisin de 1,5 % par an) est limité. De plus, les conditions de change sont centrales dans les décisions prises : la dévaluation de l'euro par rapport au dollar est de l'ordre de 12 % en un an après la nette remontée de jeudi. Le rééquilibrage de la croissance entre les États-Unis (ou elle suit un rythme proche de 2,5 %) et la zone euro passe par celui des parités monétaires. Les déclarations du patron de la BCE depuis plus d'un an ont été autant d'occasion d'affirmer que tout serait fait pour poursuivre cette dévaluation (ou cette réévaluation du dollar).

Les mesures annoncées jeudi allaient dans ce sens, d'autant qu'un relèvement (limité) des taux directeurs américains, nuls depuis 7 ans, se profile pour la réunion du comité monétaire de la Réserve Fédérale le 16 décembre.

## Un compromis en-deçà des attentes a lancé la « vente de la nouvelle » ; Prochain rendez-vous le 16 décembre à la Fed

La violente réaction, précisément sur la parité euro/dollar et sur les Bourses européennes ne ressort ainsi pas d'éléments que l'on puisse qualifier d'objectifs. Ce qui est en cause, c'est simplement une certaine déception : depuis trois mois Mario Draghi avait beaucoup parlé et, s'en tenir à ce qu'il avait dit, cela s'est finalement révélé en deçà de ce qui était attendu.

Au-delà de sa brutalité, la réaction des marchés est tout ce qu'il y a de classique : les opérateurs avaient « acheté la rumeur » (d'une forte accélération du programme d'injections monétaires), ils ont « vendu la nouvelle » (de son annonce précise). La maxime est une des plus robustes dans sa réalisation parmi celles de la Bourse. Elle s'applique aux sociétés cotées au moment de la publication de leurs performances commerciales et financières et, en l'espèce, à une stratégie aux implications multiples.

La décision jeudi elle-même est par nature issue d'un compromis entre les différentes tendances qui peuvent s'opposer au sein du conseil des gouverneurs de la BCE. Les analyses quant à la conjoncture économique et les effets à attendre des décisions

sont forcément diverses et, au-delà de la responsabilité de la communication, le président doit trouver un consensus. La « nouvelle » a été vendue d'autant plus fortement qu'il y a eu une inflexion (légère) par rapport à ce que M. Draghi avait laissé entendre.

Pour aller plus loin, on peut même se demander si, pour se donner des marges de manœuvre, plutôt que d'être en-deçà d'attentes qui avaient été largement suscitées, la BCE n'aurait pas eu intérêt à différer les annonces et s'abstenir. Quitte à être sanctionné sur les changes (et sur la Bourse), autant aller au bout et conserver des marges de manœuvre intactes. Pourquoi faire moins qu'attendu plutôt que ne rien faire ?

Cela dit, la « nouvelle » une fois vendue, la place revient au fondamentaux et ... aux anticipations d'autres « nouvelles ». Les données qui ont guidé la BCE doivent être plutôt favorables : l'activité se développe, sans besoin d'une forte amplification de la stratégie monétaire. De plus, des marges de manœuvre sont encore disponibles si nécessaire, comme l'abaissement du taux de dépôt à -0,40%, une augmentation du rythme mensuel du QE ou l'élargissement de la gamme des créances qu'il peut refinancer.

Au total, c'est plutôt une bonne nouvelle qui a déçu du fait d'un discours imprudent en amont. La prochaine « nouvelle » qui est anticipée est le relèvement des taux de la réserve Fédérale et les mesures qui vont l'accompagner. Le rendez-vous est fixé au 16 décembre. La mesure de l'approbation des marchés ou de leur déception sera l'évolution (à la hausse) du dollar. C'est ce rendez-vous qui est fixé pour qu'un rallye boursier se développe fin 2015 et début 2016.