

Comment les années Draghi ont changé la Banque centrale européenne



Équipe Études et Stratégie CPR AM
Laetitia Baldeschi, Juliette Cohen et Bastien Druet

LA FIN D'UNE ÉPOQUE

Le Directoire de la Banque centrale européenne (BCE) qui comprend 6 membres va être très largement renouvelé d'ici le début de l'année 2020. Outre le départ du président Mario Draghi le 31 octobre prochain, le vice-président de la BCE Vítor Constâncio a vu son mandat s'achever le 31 mai 2018, le chef économiste, Peter Praet a quitté la BCE le 31 mai et le responsable des opérations de marché Benoît Cœuré le fera le 31 décembre. Enfin, il faut ajouter à ces départs, la démission surprise de Sabine Lautenschläger pour marquer son opposition à la relance du programme d'achats d'actifs, qui sera effective au 31 octobre 2019. C'est donc une grande partie de l'équipe qui a vécu la crise de la zone euro et qui a pris des mesures exceptionnelles pour faire face aux défis de l'inflation ultra-basse et du maintien de l'unité de la zone qui quitte aujourd'hui l'institution.

Nous essayons dans notre livre Comment les années Draghi ont changé la BCE de faire le bilan de ces « années Draghi » en abordant de façon synthétique une dizaine de thèmes qui nous ont semblés représentatifs des changements majeurs qu'a connus l'institution sur cette période. Il consacre la majorité de ses chapitres aux évolutions de la politique monétaire, bien entendu, mais il aborde également les sujets de gouvernance et de communication ainsi que l'évolution du rôle de la BCE en matière de surveillance bancaire. Nous vous proposons dans la suite de cet article un aperçu de quelques thèmes qui ont été abordés dans cet ouvrage.



LA BCE FACE AU RISQUE D'ÉCLATEMENT DE LA ZONE EURO

Mario Draghi a pris ses fonctions en novembre 2011 en pleine tourmente économique et financière en Europe. La zone euro était entrée en récession, les tensions sur les marchés obligataires étaient fortes avec les spreads de l'Italie et de l'Espagne vis-à-vis de l'Allemagne qui avaient fortement progressé et dépassaient les 350 points de base et les doutes sur la survie de la zone euro étaient vives. La Grèce, l'Irlande et le Portugal avaient déjà demandé des plans d'aide. Le marché interbancaire ne fonctionnait plus, les banques étaient très exposées à leur dette souveraine et la part des prêts non performants dans leurs bilans avait fortement augmenté.

Dans ce contexte de fragmentation de la zone euro, Mario Draghi a destiné ses premières mesures d'ampleur aux banques en annonçant deux opérations de refinancement à long terme fin 2011 et début 2012 qui ont permis de faire retomber les craintes liées au secteur bancaire.

Cependant, ces annonces n'ont pas permis de dissiper les craintes sur certaines dettes souveraines. Pour cela, il a fallu attendre sa fameuse intervention de juillet 2012 où il a affirmé que la zone euro serait préservée « whatever it takes » et qui laissait entendre que la BCE était prête à intervenir massivement pour préserver la zone euro.

C'est à partir de ce moment-là que les spreads des pays périphériques ont baissé de façon durable. Ces annonces seront soutenues par Wolfgang Schäuble et Angela Merkel qui étaient conscients de la nécessité d'affirmer de façon forte que l'euro était irréversible.

VER UNE COORDINATION RENFORCÉE

Le renforcement de la coordination européenne en matière économique et financière était apparu comme une nécessité pour des pays qui partagent une monnaie. La BCE a ainsi fait partie des institutions, aux côtés de la Commission européenne, du Conseil européen et de l'Eurogroupe, qui ont rendu un rapport intitulé « Vers une véritable Union économique et monétaire » en juin 2012. Il constituera le point de départ de l'Union bancaire et du renforcement de la gouvernance économique de la zone même si beaucoup des objectifs définis à l'époque n'ont pas encore été atteints.

Pour la BCE, le changement majeur qui en a découlé, réside dans les nouvelles prérogatives qui lui ont été attribuées en matière de supervision bancaire via le Mécanisme de Supervision Unique à compter de 2014. Ce sont désormais des équipes de la BCE, indépendantes des équipes qui se consacrent à la politique monétaire, qui assurent la supervision des établissements bancaires importants de la zone euro.

LE LONG CHEMIN VERS LE QUANTITATIVE EASING

De 2012 à 2015, la BCE n'a pas procédé à des achats d'actifs tandis que la Fed et la BoJ avaient mis en place des mesures d'assouplissement monétaires très agressives. En zone euro, le chemin vers le Quantitative Easing a été long car il a fallu faire face à l'opposition de principe de plusieurs de ses membres, notamment Jens Weidmann, le président de la Bundesbank. Celle-ci s'était exprimée dès l'annonce du programme OMT en septembre 2012, alors même que la conditionnalité forte associée au programme OMT a fait qu'il n'a jamais été activé.

Il faudra que les craintes de déflation deviennent particulièrement vives à partir de la mi-2014 pour que le Conseil des gouverneurs décide de lancer un programme d'achats de dettes publiques et privées de 60 milliards d'euros par mois en mars 2015. L'objectif avancé était de stimuler la croissance et l'inflation grâce à la baisse des taux

à long terme. Le programme durera près de 4 ans et portera sur plus de 2000 milliards d'euros d'achats d'actifs. Dans une étude de mars 2019, la BCE a estimé que le QE avait fait baisser les taux à 10 ans de la zone euro d'environ 100 points de base et contribué ainsi à la baisse de la charge de la dette et à la relance du crédit accordé au secteur privé.

DES RÉSULTATS EN DEMI-TEINTE

Malgré un arsenal de mesures non conventionnelles importantes, l'inflation est restée relativement basse en zone euro ce qui fait douter de l'efficacité des politiques qui ont été menées. Cependant, Peter Praet a expliqué que le Conseil des gouverneurs pensait que l'inflation aurait été encore plus basse si la BCE ne les avait pas prises. Plusieurs études menées par la BCE et la Banque de France en ont fourni des estimations. Quant aux opérations de TLTRO de maturité longue (2 à 4 ans), plusieurs études montrent qu'elles auraient eu un effet positif sur l'octroi de crédit aux entreprises non-financières et elles figurent désormais durablement dans la boîte à outils de la BCE.

DE NOUVEAUX DÉFIS

La politique monétaire est aujourd'hui plus questionnée que jamais, qu'il s'agisse de l'efficacité des mesures mises en œuvre, des effets négatifs des politiques monétaires expansionnistes ou encore des faibles marges de manœuvre dont disposent désormais les banques centrales pour intervenir. Nous assistons au retour en grâce des politiques budgétaires. Mario Draghi a, à plusieurs reprises, appelé les gouvernements à renforcer, par leurs réformes structurelles et les mesures budgétaires, l'efficacité des politiques monétaires. La boîte à outils à disposition des banquiers centraux va continuer à évoluer et le débat sur l'objectif d'inflation pourrait revenir. Enfin, les dissensions au sein du Conseil des gouverneurs, très fortes au début du mandat de Mario Draghi avant de s'apaiser pendant un temps, semblent refaire surface aujourd'hui.

La BCE a achevé ces années post-crise avec de nouvelles prérogatives. Celles-ci continueront à évoluer, notamment car elle devra de plus en plus tenir compte des grands défis du XXIe siècle, que ce soit la lutte contre le changement climatique ou celle contre les inégalités.

cpr-am.com |  [@CPR_AM](https://twitter.com/CPR_AM) |  [cpr-asset-management](https://www.linkedin.com/company/cpr-asset-management)

Pour d'information, contactez : karine.gauthier@cpr-am.com

Rédaction achevée : octobre 2019 - Design & conception : Karine Matteotti - Marketing & Communication CPR AM

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.

