

## Sur notre radar

### La syntaxe de Sintra

■ Le marché a fortement réagi au discours de Mario Draghi à la conférence de la BCE à Sintra ■ Cela témoigne du grand malaise créé par la perspective d'une normalisation de la politique monétaire ■ Les réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE du 20 juillet et du 7 septembre revêtent une importance toute particulière

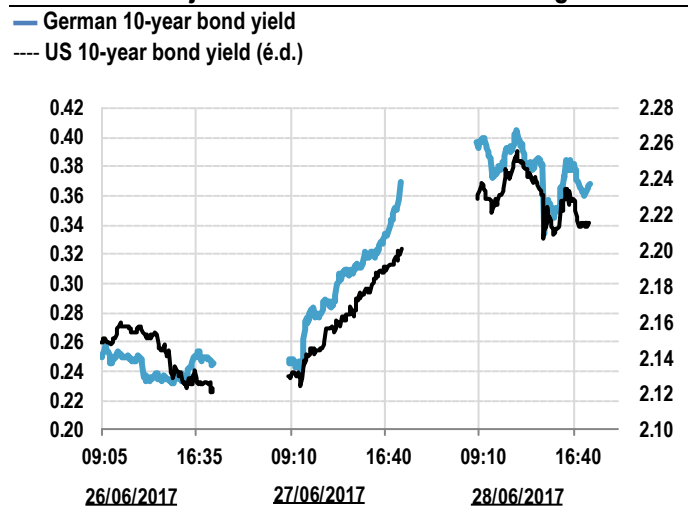
Comme une intuition de ses organisateurs qu'il allait se passer quelque chose ou peut-être était-ce pure coïncidence, la conférence annuelle de la BCE à Sintra (sur invitation seulement) pouvait être suivie, cette année, en direct par *webcast*. Quoi qu'il en soit, si l'année dernière l'heure était au pessimisme - au lendemain du vote des Britanniques, à une courte majorité, pour la sortie de l'UE - le ciel économique semblait cette année beaucoup plus dégagé et, dans ce contexte, la conférence est venue apporter son lot d'informations majeures dont l'effet a été fracassant sur les marchés. Cela n'est pas sans rappeler la conférence de la Fed à Jackson Hole, il y a quelques années, lorsque l'introduction de l'assouplissement quantitatif avait été évoquée.

Le marché a fortement réagi au discours d'introduction de Mario Draghi, comme le montrent les graphiques ci-joints sur l'évolution intra-journalière des rendements obligataires (on notera également l'impact sur les rendements américains) et celle de l'euro face au dollar. La forte tension enregistrée sur le marché est, dans une certaine mesure, compréhensible. La faiblesse de la volatilité est, certes, rassurante, mais elle est aussi source de frustration tant les opportunités de *trading* sont rares. Lorsque l'enjeu est important et que les choses commencent à bouger, il est crucial de ne pas rater l'opportunité qui se présente. La réaction particulièrement sensible des opérateurs semble dictée par cette maxime : « *Tirez d'abord et cherchez ensuite d'où vient le bruit !* » Opter pour ce type de position est d'autant plus facile que l'horizon d'investissement ou, plutôt, l'horizon de *trading* est à très court terme et que les coûts de transaction sont faibles : les positions peuvent être clôturées sans aucune difficulté.

De manière plus fondamentale, les fluctuations du marché témoignent surtout d'un grand malaise à l'idée qu'« elle » approche ; par « elle » il faut entendre la normalisation de la politique monétaire, autrement dit la réduction de l'assouplissement quantitatif par la BCE. De tels processus sont particulièrement longs : ainsi, aux États-Unis, le *tapering* a été évoqué pour la première fois par Ben Bernanke en mai 2013 ; il a été mis en œuvre en 2014. Il a fallu ensuite attendre jusqu'en décembre 2015 la première hausse des taux, puis jusqu'en décembre 2016, la deuxième. Cette année, le rythme s'est accéléré, avec deux relèvements, l'un en mars et l'autre en juin (un troisième est prévu pour le mois de décembre).

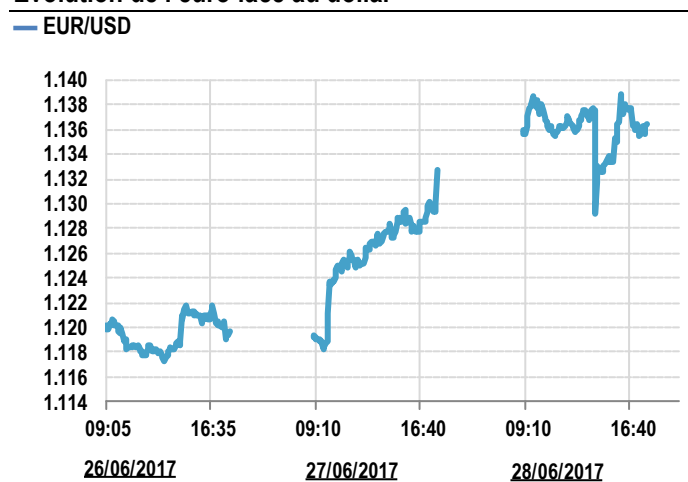
Malgré ce rythme très progressif, l'inquiétude n'en était pas moins vive sur les marchés (chacun se souvient de l'épisode du *taper tantrum* de 2013) même s'ils ont fini par retrouver, ensuite, un certain calme. Les choses pourraient très bien évoluer de la même façon dans la zone

#### Evolution intra-journalière des rendements obligataires



Sources : Bloomberg, BNP Paribas

#### Evolution de l'euro face au dollar



Sources : Bloomberg, BNP Paribas



euro. Les investisseurs réalisent à présent que la BCE, après avoir emprunté la voie rapide *du quantitative easing* (QE), pourrait bien à très court terme prendre un autre chemin, qui finira par nous amener vers une hausse des taux d'intérêt. Les marchés sont des mécanismes d'actualisation, de sorte que la réaction initiale sera disproportionnée par rapport à l'impact immédiat de telle ou telle décision de la banque centrale, les investisseurs anticipant également les mouvements ultérieurs.

C'est un peu comme si, lorsqu'un changement d'orientation de la politique monétaire se prépare, le raisonnement devenait binaire et sans nuance aucune. Les déclarations, censées au départ être très pondérées, finissent, après simplification à l'extrême, par devenir assez abruptes. Ce fut le cas des propos tenus par Ben Bernanke en mai 2013 : « *si nous observons une amélioration continue de la situation et avons le sentiment qu'elle est appelée à durer, nous pourrions lors des prochaines réunions... réduire le rythme de nos achats [d'actifs]* »<sup>1</sup>.

Ce commentaire, a priori anodin pour la plupart des gens, a eu l'effet d'un coup de tonnerre sur les marchés financiers. Il en fut de même, la semaine dernière, pour Mario Draghi qui, vers la fin de son intervention, a précisé : « *Avec la poursuite du redressement économique, une orientation constante de la politique monétaire deviendra plus accommodante et la banque centrale peut accompagner la reprise en ajustant les paramètres de ses instruments de politique monétaire – non en vue de durcir son orientation, mais de la maintenir globalement inchangée* »<sup>2</sup>. De prime abord, le lecteur peut se dire : « *Pourquoi tout ce raffut ?* ». Les marchés se sont, en fait, focalisés sur le passage indiquant qu'une orientation constante deviendrait plus accommodante avec la poursuite de la reprise, ce qui pouvait laisser entendre qu'un resserrement serait nécessaire pour que l'orientation de la politique monétaire reste inchangée. Les mises en garde qui suivaient - sur la volatilité du marché susceptible d'entraîner un durcissement injustifié des conditions financières ou sur la nécessité de faire preuve de prudence concernant l'ajustement des paramètres de la politique - n'ont pas été entendues. On peut en tirer deux conclusions : premièrement, de bons chiffres économiques devraient alimenter les anticipations de changement de la part de la BCE ; deuxièmement, il faut s'attendre à ce que les deux prochaines réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la BCE (celles du 20 juillet et du 7 septembre) suscitent plus de nervosité sur les marchés que ce ne fut le cas depuis longtemps.

William De Vijlder

<sup>1</sup> Source : Reuters

<sup>2</sup> Source : ECB, *Accompanying the economic recovery*, Discours d'introduction de Mario Draghi à l'occasion du forum annuel de la BCE à Sintra, 27 juin 2017

