

L'incontournable... Les dates clés du mandat de Mario Draghi à la Banque centrale européenne

- Une épanadiplose narrative.** Cette figure de style littéraire qui consiste àachever une œuvre comme on l'a commencée, décrit plutôt bien l'action menée par Mario Draghi durant son mandat de Gouverneur à la Banque centrale européenne. Retour sur huit années de politique monétaire accommodante...

- 3/11/2011.** Dès sa première réunion de politique monétaire à la tête de la BCE, Draghi annonça une réduction du taux d'intérêt « Refi » (principal taux directeur, duquel découlent les taux d'intérêt pratiqués par les banques commerciales dans leur activité de crédit). Cette décision marqua une rupture dans la stratégie de hausses des taux opérée par son prédécesseur Jean-Claude Trichet entre avril et juillet 2011. Draghi récidiva un mois plus tard lors de la réunion du 8/12/2011. Le tempo était donné.

- 26/7/2012.** A Londres, au pire de la crise des dettes souveraines (le scénario du Grexit était alors très probable) Draghi sauva l'Union monétaire en seulement trois mots : « *whatever it takes* ». La BCE s'engagea en effet à préserver l'euro, « *quois qu'il en coûte* ». Cette formule suffit à rétablir la confiance des investisseurs vis-à-vis des Etats les plus fragiles (baisse des taux souverains à 10 ans). Un modèle de crédibilité.

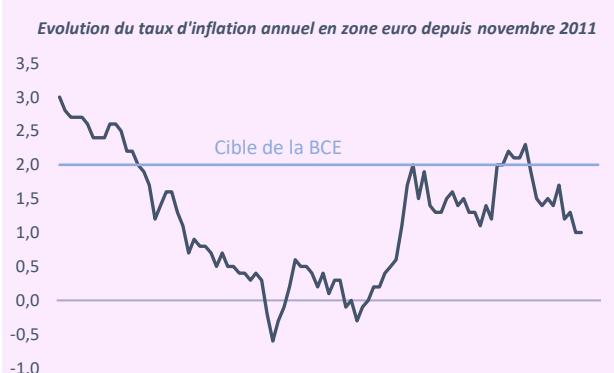
- 6/9/2012.** Draghi matérialisa le « *whatever it takes* » en créant le programme OMT (Opérations Monétaires sur Titres) : il permet à chaque Etat membre de la zone euro qui en ferait la demande de bénéficier d'un financement direct de sa dette publique. Cette mesure, qui de fait était sur le fil du rasoir du mandat de la BCE (maintien d'une inflation « inférieure à, mais proche de 2% à moyen terme »), n'a jamais été activée, sa simple existence ayant suffi à provoquer une détente sur les marchés obligataires.

- 5/6/2014.** Alors que le spectre de la déflation hantait l'Europe depuis un an, Draghi annonça une réduction du taux « Refi » à 0,15% (un plus bas d'alors) et activa pour la première fois le levier non conventionnel de la politique monétaire : lancement d'opérations de refinancement de long terme ciblées (TLTRO) et application d'un taux négatif sur les dépôts bancaires à la BCE (voir Focus dans l'Actu-Eco 345). Ces mesures étaient destinées à soutenir l'activité de crédit des banques auprès de l'économie réelle.

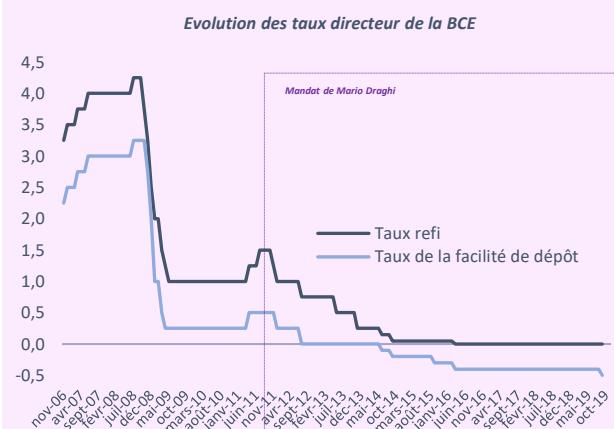
- 22/1/2015.** Le décrochage des anticipations d'inflation poussa Draghi à franchir le Rubicon : il annonça le lancement d'un gigantesque programme d'assouplissement monétaire (QE pour « quantitative easing ») censé inciter les investisseurs à réallouer leur portefeuille vers le financement de l'économie réelle (voir Focus dans l'Actu-Eco 338). Du fait de fragilités persistantes, le 10/3/2016 Draghi annonça l'ouverture totale des vannes monétaires : taux « Refi » à 0%, taux sur les facilités de dépôts à -0,4%, nouvelles opérations de TLTRO et hausse du QE. Tout simplement inédit.

- 13/12/2018.** La reprise économique poussa Draghi à diminuer le stimulus monétaire en mettant fin au QE et en annonçant une première hausse des taux d'ici à l'été 2019. Après 7 années de politique accommodante, la normalisation semblait enfin amorcée.

- 12/9/2019.** Pour sa dernière réunion de politique monétaire, Draghi a annoncé un nouveau train de mesures accommodantes du fait de l'assombrissement des perspectives économiques (voir Focus).

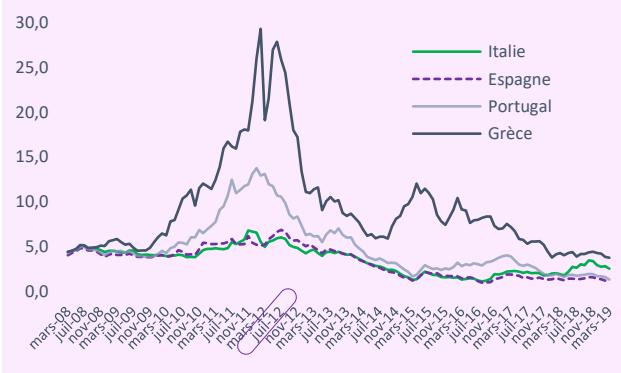


Source : Eurostat



Source : BCE

Effet du "whatever it takes" sur le rendement à 10 ans des obligations souveraines grecques, portugaises, espagnoles et italiennes



Source : DataInsight

L'image de la quinzaine... Mario Draghi et le top 4 de ses déclarations



En matière de politique monétaire, **la parole du banquier central** est au moins tout aussi importante que l'utilisation faite des instruments techniques à sa disposition. Voici notre top 4 des déclarations de Draghi durant son mandat.

4/ Sur l'indépendance de la BCE, condition indispensable de sa crédibilité : « nous avons pour mandat de chercher à atteindre la stabilité des prix pour toute la zone euro, pas seulement pour l'Allemagne (...) nous obéissons à la loi, pas aux politiques, parce que nous sommes indépendants » (21/4/16)

3/ Sur l'importance de conduire des réformes structurelles : « la politique monétaire ne peut pas à elle seule produire la croissance. Il doit y avoir d'autres composantes et avant tout les réformes structurelles ». (24/9/14)

2/ Sur la zone euro : « La BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro. Et croyez-moi, ce sera suffisant ». (26/7/12)

1/ Sur les limites de la politique monétaire et la nécessité d'activer le levier budgétaire dans les pays à excédent public : « il est grand temps que la politique fiscale prenne les choses en main ». (12/9/19)

Focus sur... Politique monétaire européenne : le jour d'après...

- Il y a 50 ans, The Beatles chantaient « I'm so tired, I haven't slept a wink / I'm so tired, my mind is on the blink / I wonder should I get up and fix myself a drink » : l'**histoire ne nous dit pas s'il est arrivé à Mario Draghi de fredonner ces paroles au cours des dernières années, tant son mandat de Président de la BCE aura été animé** (voir L'incontournable). Et sa dernière allocution de politique monétaire du 12 septembre dernier a une nouvelle fois suscité l'intérêt des investisseurs, des politiques et des observateurs.
- Comme cela était attendu, **Mario Draghi a confirmé le virage très accommodant de la BCE dans un contexte économique de plus en plus fragile**, où « le ralentissement observé pourrait durer plus longtemps que prévu » : les dernières projections des experts de la BCE ont été révisées à la baisse par rapport à celles du mois de juin, que ce soit sur la croissance économique de la zone euro (+1,1% en 2019, +1,2% en 2020 et +1,4% en 2021 contre respectivement +1,2%, +1,4% et +1,4%) ou sur l'inflation (+1,2% en 2019, +1,0% en 2020 et +1,5% en 2021 contre respectivement +1,3%, +1,4% et +1,6%). Trois mesures ont ainsi été annoncées, outre le maintien du principal taux directeur à son plus bas historique de 0% :
 - une réduction du taux sur les facilités de dépôts des banques commerciales de -10 points de base de -0,4% à -0,5%** (une première depuis mars 2016) avec toutefois la mise en place d'un système de taux dégressifs qui permettra aux banques d'un peu moins souffrir de cette situation de taux négatifs (notion de « tiering ») : concrètement à partir du 30/10/2019, les liquidités des banques au passif de la BCE excédant 6 fois les réserves obligatoires -environ 132 milliards d'euros au 10/9/2019- se verront appliquer le taux négatif de -0,5%) ;
 - un allongement de la durée des TLTRO III, de deux à trois ans, avec une réduction des taux d'intérêts applicables à ces prêts géants à destination des banques** (ils pourront dans certains cas être aussi bas que le taux d'intérêt moyen sur les facilités de dépôts soit -0,5% : lire le communiqué de presse de la BCE) ;
 - l'activation d'un nouveau programme d'assouplissement monétaire (QE2) qui se traduira par des rachats d'actifs pour un montant de 20 milliards d'euros tous les mois à partir du 1^{er} novembre prochain.** Le Conseil des gouverneurs prévoit d'avoir recours à ce programme aussi longtemps que nécessaire. Bien que Mario Draghi ait précisé dans son allocution que le Conseil des gouverneurs de la BCE n'avait pas eu besoin de recourir à un vote formel pour adopter cette dernière mesure, celle-ci n'a clairement pas fait l'unanimité : à titre d'illustration, Klass Knot, Président de la Banque centrale néerlandaise a indiqué dans un communiqué que le QE2 était « disproportionné par rapport à la conjoncture économique actuelle » ; Jens Weidmann, Président de la Bundesbank, a déploré le fait que « ces mesures vont trop loin » et qu'elles constituent une « menace pour la stabilité financière » (lire l'interview).
- Au-delà de l'annonce de ce train de mesures accommodantes, Mario Draghi a tenu à délivrer deux messages qui ne peuvent qu'interpeller :
 - les rendements de la politique monétaire seraient décroissants** : l'ajout de mesures de soutien engendrerait des effets positifs de moins en moins perceptibles sur la croissance économique, retardant ainsi la convergence de l'inflation vers sa cible. Car de fait, la politique monétaire ne peut à elle seule contrer le ralentissement européen. Et **Mario Draghi d'implorer par conséquent les gouvernements disposant de marges budgétaires, Allemagne en tête, d'agir de manière rapide et efficace** pour que l'impact de la politique monétaire soit total (appel qui devrait toutefois rester lettre morte à en croire le budget allemand présenté le 10 septembre dernier qui vise une nouvelle fois le schwarze Null, c'est-à-dire l'équilibre) ;
 - récemment **des économistes reconnus, anciens membres imminents de banques centrales** (Stanley Fischer, ex Président de la Banque d'Israël et ex vice-Président de la Banque centrale américaine, Philippe Hildebrand, ex gouverneur de la Banque nationale de Suisse) ont soutenu la proposition d'un « QE4people » (appelé également « helicopter money ») qui consisterait en des versements de liquidités directement aux entreprises et aux ménages sans passer par le canal traditionnel de transmission de la politique monétaire (le système financier). Si **Mario Draghi s'est clairement opposé à cette idée** (« giving money to the people is a fiscal task and no a monetary task ») il a quand même indiqué qu'il reviendrait à son successeur, Christine Lagarde, de mener à bien une revue stratégique du cadre monétaire qui pourrait aboutir à la création de nouveaux instruments et la fixation de nouvelles cibles.
- Il y a 50 ans, The Beatles concluaient leur chanson par « I'd give you everything I've got for a little peace of mind ». Certes le mandat de Mario Draghi est arrivé à son terme : parviendra-t-il pour autant à trouver une certaine tranquillité d'esprit ? De toute évidence, l'action menée par **Mario Draghi au sein de la BCE a poussé la zone euro dans une nouvelle ère**, celle où la politique non conventionnelle est devenue conventionnelle et celle où les débiteurs s'enrichissent et où les créanciers s'appauvrisent. Pour le meilleur et pour le pire en définitive !

Les brèves...



Eurostat – Taux d'inflation en août 2019 (rythme annuel) : +1,0% comme en juillet, toujours loin de la cible de la BCE de 2%



Fed – Réunion de politique monétaire du 18/9/2019 : réduction de 0,25 point des taux directeurs (après celle de juillet)

Prévisions économiques

	France			Allemagne			Italie			Espagne			Royaume-Uni			
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	
Taux de croissance (%)	FMI (juillet 19)	1,7%	1,3%	1,4%	1,4%	0,7%	1,7%	0,9%	0,1%	0,8%	2,6%	2,3%	1,9%	1,4%	1,3%	1,4%
			1,3%	1,3%		0,7%	1,4%		0,0%	0,4%		2,3%	1,8%		1,3%	1,3%
Taux de chômage (% pop active)	Commission (mai 19)	9,1%	8,8%	8,5%	3,4%	3,1%	2,7%	10,6%	10,9%	11,0%	15,3%	13,5%	12,2%	4,0%	4,1%	4,2%
Solde public (% du PIB)	Commission (Mai 19)	-2,5%	-3,1%	-2,2%	1,7%	1,0%	0,8%	-2,1%	-2,5%	-3,5%	-2,5%	-2,3%	-2,0%	-1,5%	-1,5%	-1,2%
Dette publique (% du PIB)	Commission (Mai 19)	98,4%	99,0%	98,9%	60,9%	58,4%	55,6%	132,2%	133,7%	135,2%	97,1%	96,3%	95,7%	86,8%	85,1%	84,2%

Direction Economie

Contacts : abenhamou@medef.fr / oredoules@medef.fr

Information juridique importante : la direction des études économiques s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication. Les opinions exprimées sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position du MEDEF ou de ses membres.