



Comment interpréter l'inaction de M. Draghi ?

En ne faisant rien, ou rien de significatif susceptible d'être considéré comme efficace face à la menace déflationniste, M. Draghi joue avec le feu. Comment se l'expliquer ? Il y a au moins trois manières d'interpréter ce qui ressemble à une marche arrière de la part de la BCE ce mois-ci.

1- **M. Draghi a tenté un coup de bluff en juin**, puis en septembre, tout en sachant qu'il ne pourrait pas véritablement délivrer, une réplique de la stratégie de l'automne 2012 quand l'annonce sans suite du lancement d'un programme d'OMT avait suffi à stopper la fuite en avant provoquée par la crise souveraine. Un tel cas de figure ne peut pas être écarté à 100 % mais ne correspond guère à l'image que l'on se fait d'une banque centrale responsable dont on ne peut imaginer qu'elle n'ait la volonté de prendre des mesures à la hauteur des risques en présence, en particulier celui de déflation. Nous sommes donc tentés de l'écarter.

2- **M. Draghi pensait réellement pouvoir faire davantage** et être en mesure de convaincre les plus réticents des membres du Board de la BCE de la nécessité d'une action « hors norme » et aurait sous-estimé la ténacité de certains des membres hermétiques à ces propositions. C'est peu plausible dans le contexte de ces derniers mois d'intenses discussions au cours desquelles les opinions des uns et des autres n'ont probablement pas manqué de s'exprimer. A moins que certains membres, récemment plus ouverts, aient fait volte-face, en particulier du fait de la tournure récente du marché des changes susceptible d'avoir été perçue comme trop brutale. Dans ce dernier cas, le temps pourra jouer en faveur d'une action future, le risque étant néanmoins que des initiatives trop tardives perdent en efficacité. La BCE nous a toutefois habitués à ce type de procédé, ce qui donne à ce dernier scénario une certaine crédibilité. On pourrait envisager dans ce cas que M. Draghi colmate les pots cassés dès sa prochaine conférence de presse, début novembre, en annonçant des mesures plus concrètes et plus ambitieuses. Mais il faudra quelques indications que tel est bien le scénario pour apaiser d'ici là les craintes nées des déceptions de ce mois-ci.

3- **M. Draghi n'est pas dupe** et sait qu'en provoquant une vague de stress à même de faire remonter le cours de l'euro, alors que l'union économique et monétaire est à deux doigts d'une nouvelle récession, son inaction serait in fine plus efficace que ce qu'il peut aujourd'hui tenter, notamment en accroissant les chances de faire bouger les lignes du côté budgétaire. Cette dernière hypothèse serait porteuse de deux conclusions :

a. **La BCE capitule**, une évolution très préoccupante pour la suite des événements, en particulier des marchés financiers qui ont tant misé sur son soutien indéfectible. Ce scénario serait notamment très dommageable pour la valorisation du secteur bancaire ; celle des secteurs cycliques, pour lesquels une décrispation du marché du crédit est un préalable indispensable à de meilleures perspectives et, vraisemblablement, les marchés souverains les plus exposés du sud de l'Europe. Le risque d'un relent de crise du type 2012 s'en trouverait sensiblement accru, la question de la soutenabilité de l'union monétaire remise au-devant de la scène et l'euro finirait par décrocher.

b. **La BCE joue avec le feu** en escomptant des responsables gouvernementaux qu'ils accélèrent les réformes et adoptent une politique plus favorable à la demande, ainsi qu'il l'avait affirmé lors de son intervention au symposium de Jackson Hall (voir à ce sujet « M. Draghi jette un pavé dans la mare »). Si nous sommes convaincus que telle sera très probablement l'orientation privilégiée, *in fine*, le processus prendra du temps, un temps certainement trop long pour avoir une chance d'inverser la trajectoire en place d'un écrasement de la croissance et d'une augmentation du risque déflationniste. Un temps également trop long pour les marchés financiers, au vu des fortes révisions à la baisse des perspectives économiques domestiques ou internationales en cours.

Véronique Riches-Flores

contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com