

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Les banques centrales sont ... centrales

Votre temps est compté, et il y a pléthore de choses intéressantes à lire, alors pourquoi se pencher sur un petit article dont le titre est une tautologie ? Que les banques centrales soient centrales, voilà une évidence, et les évidences n'ont pas le moindre début d'intérêt. Et pourtant ...

Donald Trump a fait de Jerome Powell, le « patron » de la Banque centrale américaine – une institution connue sous le nom de « Federal Reserve » ou encore de « FED » –, un obstacle ... central à sa politique économique. Et au centre des mauvais souvenirs financiers de 2022, quand actions, obligations et plus encore immobilier coté avaient chuté, il y avait la remontée des taux d'intérêt décidée par les banques centrales pour lutter contre l'inflation. Donc, oui, les banques centrales sont bel et bien centrales, et il importe de chercher à cerner ce que sera leur stratégie.

Critiquable ? Oui, toujours

Sur le fond, les analyses et les décisions de la Federal Reserve doivent, comme celles de la Banque centrale européenne (BCE) et comme celles de toute institution, pouvoir être critiquées. Il n'y a pas de crime de lèse-majesté qui vaille. Et les banques centrales ont commis des erreurs, notamment dans leur attitude négligente face à la résurgence d'inflation à partir de 2021, avant même l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022. Leur rôle en matière de stabilité macro-financière varie d'une banque centrale à l'autre, mais, en la matière, une certaine inertie ou complaisance par rapport aux banques commerciales peut aussi leur être reprochée. Et dans un autre ordre d'esprit, l'attitude parfois hautaine (jupitérienne ?) de leurs dirigeants doit être dénoncée. Les mea culpa sont trop rares, les « nous, on sait » trop fréquents.

Donc, oui à la critique, mais il faut bien sûr que la formulation de celle-ci soit appropriée. Ainsi, il faut déplorer sa personnalisation. Dans la tête de Mr Trump, un patron se doit d'être omnipotent ... et de le faire savoir, mais fort heureusement, la réalité à la FED, et pas qu'à la FED, est différente : les décisions y sont prises de manière collégiale.

Incohérence temporelle

A la suite de l'inflation des années 70, a pris le dessus l'idée qu'il fallait rendre les banques centrales indépendantes des gouvernements, hormis la nomination de leurs dirigeants, ce qui n'est pas rien. Il suffit de regarder le CV des personnes qui décident à Frankfort pour l'observer. Avoir été au pouvoir ou dans ses coulisses est crucial, et un diplôme en économie n'est pas toujours requis. On exige de l'indépendant qui se lance des compétences de gestion plus facilement qu'on demande une maîtrise de la politique monétaire à un futur dirigeant de banque centrale !

Pourquoi l'indépendance de la banque centrale ? Pour contrer le problème dit de « l'incohérence temporelle » (« time inconsistency »). De quoi s'agit-il ? A court terme, un abaissement des taux d'intérêt stimule l'activité économique

mais, à moyen terme, cela risque d'accélérer l'inflation. Il est redouté que les partis au pouvoir, pour augmenter leurs chances d'être reconduits aux prochaines élections, préféreront le court terme. Après avoir clamé leur engagement anti-inflation, histoire de faire baisser les taux d'intérêt, ils le renieront et opteront pour une stimulation excessive de l'activité.

Rendre les banques centrales autonomes, et leur fixer comme objectif la stabilité des prix, une stabilité entendue comme une inflation très modérée, usuellement 2%, est donc devenu la règle, avec un double objectif : avoir une inflation faible dans la durée et, ce faisant, comprimer les taux d'intérêt, à la fois du fait de la faiblesse de l'inflation et de la réduction de la prime de risque exigée par les créanciers en raison du danger, pour eux, d'une remontée des taux consécutive à une accélération de l'inflation.

Evaluation de la menace

Que penser de la menace que fait peser l'immixtion de la Maison-Blanche dans la politique de la FED ? Les éléments suivants balisent l'analyse :

- L'état actuel de l'économie américaine ne demande pas des taux aussi élevés que les quelque 4% d'aujourd'hui ; la politique monétaire actuelle peut donc être qualifiée de restrictive ;
- La justification pour maintenir les taux à un niveau plus élevé que ce que la conjoncture requiert est double ; d'abord, il s'agit de prévenir les risques de remontée de l'inflation, risques découlant des politiques annoncées par D. Trump (tarifs douaniers, hausse des salaires suite à la politique migratoire, dérégulation, politique budgétaire expansionniste, dépréciation du dollar) ; ensuite, maintenir les taux à un niveau élevé permet, en cas de gros choc négatif, d'avoir une grande marge de manœuvre pour les abaisser significativement (n'oublions pas que les taux ne peuvent pas devenir franchement négatifs, problème dit du « zero lower bound ») ;
- Une inflation à 3% n'a rien de dramatique, et ne demande pas d'être combattue à tout prix par des taux élevés ; il ne faut pas céder à la numérogie et inscrire un objectif d'inflation à 2% dans le marbre ; d'excellents économistes, à commencer par O. Blanchard, ex-économiste en chef du FMI, estiment que 3%, voire 4%, d'inflation serait acceptable ;
- La baisse des taux officiels de la FED est de nature à tirer le dollar à la baisse ; ce n'est pas non plus un souci, le dollar étant aujourd'hui surévalué par rapport à son niveau normatif théorique, celui donné par le calcul dit de « parité de pouvoir d'achat » ;
- Il faut rejeter une vue absolutiste de l'indépendance de la banque centrale ; en fait, il y a une logique fondamentale à vouloir articuler la politique monétaire avec les autres politiques publiques, et notamment la politique

- budgétaire ; sans aller jusqu'à la subordination de la première à la seconde, ce qui est appelé « fiscal dominance » dans le jargon, il faut savoir avoir une « conversation entre adultes » pour se coordonner et se répartir le boulot;
- Au cas où la perte d'indépendance serait responsable d'un emballement de l'inflation, il y aura une force de rappel, comme il y en a eu après les années 70 ; cette force, c'est l'opinion publique, qui a une aversion pour l'inflation ; ce faisant, le nécessaire saura être fait pour la réprimer ; cela imposera une contraction temporaire de l'activité économique, mais le dommage est réversible ;
 - L'investisseur peut se prémunir contre l'inflation, en particulier au travers des actions et des obligations indexées sur l'inflation.

En synthèse, la perte d'indépendance de la FED serait une mauvaise nouvelle, mais dont la gravité est à relativiser. Tout comme avec les droits de douane, il est d'autres menaces, sur le régime politique dans lequel l'économie se déploie, qui doivent recevoir plus d'attention. Ne nous trompons pas de préoccupation !

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof

13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg

Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.

