

A la croisée des chemins



Les marchés financiers ont connu au premier semestre de cette année le meilleur des mondes. Leur ascension s'explique par la conjonction d'une croissance économique rapide et de taux d'intérêts bas, situation que les spécialistes appellent « boucle d'or ».

Cela ne durera pas.

L'activité est repartie rapidement et fortement dès lors que les contraintes sanitaires ont été levées. Les pelletées d'argent public ont aidé. Mais la politique monétaire expansionniste initiée par les banques centrales au cœur du mois de Mars 2020 a été décisive. Elle a permis d'injecter des liquidités alors que les marchés se grippaient, de préserver l'infrastructure financière et de redonner confiance aux acteurs économiques.

Depuis les travaux de Keynes, les banques centrales interviennent pour contenir les récessions. Mais, une fois que la situation économique se rétablit, la politique monétaire doit se normaliser. C'est l'étape que nous allons vivre au cours de ces prochains mois.

Cette transition est délicate. Si les banques centrales appuient trop fort sur la pédale de frein, la croissance économique peut être tuée dans l'œuf. Si elles sont pusillanimes et tardent à normaliser leur politique, l'inflation est susceptible de repartir, ce qui à moyen terme les contraindra à appuyer encore plus fort sur la pédale de frein.

Les grands argentiers ont enrichi leur arsenal monétaire

Les banques centrales disposent, schématiquement, de trois outils pour manœuvrer. Elles peuvent agir sur le prix de l'argent (le taux d'intérêt), selon diverses techniques qui s'affinent à mesure que les marchés financiers se complexifient. Elles peuvent modifier la quantité de monnaie disponible en achetant directement des titres aux agents économiques. Enfin, même si elles s'en défendent, elles cherchent à influencer le comportement des différents acteurs au travers de leurs discours (« forward guidance » dans le jargon financier). Les anticipations des différents acteurs économiques jouent un rôle primordial dans la conjoncture ; les banques centrales s'efforcent de les manipuler pour parvenir à leur objectif premier, à savoir obtenir dans la durée la croissance optimale.

Pour combattre la pandémie, les grands argentiers ont sorti l'artillerie lourde

L'arsenal monétaire a été plus que jamais mis à contribution au printemps 2020 pour contrecarrer la pandémie et les confinements. Les taux d'intérêt ont été abaissés ; les rachats de titres se sont accélérés et étendus (obligations d'entreprises aux Etats Unis par exemple). Enfin, les autorités monétaires ont annoncé que ces mesures seraient maintenues sur une très longue période (jusqu'au moins en 2024 pour les taux d'intérêt et 2023 pour l'assouplissement monétaire). Par ce discours très rassurant, les banques centrales cherchaient à convaincre les agents économiques qu'ils pouvaient investir et consommer sans crainte d'un prochain durcissement du contexte monétaire.

La Banque Centrale américaine est allée plus loin. Pour mener à bien sa mission, elle dispose d'une boussole constituée de deux aiguilles : la stabilité des prix et le plein emploi. Depuis la Grande Crise Financière, même si l'économie américaine est dans une situation privilégiée par rapport à son alliée européenne, la situation ne peut être considérée comme optimale.

D'une part, les prix sont trop stables. L'économie a besoin d'un peu d'inflation pour respirer. Les banques centrales se fixent depuis une trentaine d'années un objectif annuel de 2 %. Au début, elles peinaient à se rapprocher de la limite basse. Depuis 2008, c'est l'inverse. Il manque toujours quelque chose pour arriver à 2 %. Ce quelque chose peut être analysé comme un manque à gagner de croissance potentielle.

D'autre part, le plein emploi n'est pas atteint. Le taux de chômage peut paraître bas selon nos normes hexagonales (moins de 4 % avant la pandémie) mais le taux d'activité est trop faible. Trop nombreux sont ceux qui sont sortis du marché du travail faute notamment d'employabilité. Si l'activité économique était encore plus soutenue, les entreprises seraient contraintes d'intégrer ces personnes, au besoin en les formant. Il y aurait plus d'emplois et moins d'inégalités.

Ce double constat a incité fin 2020 la banque centrale américaine à préciser la notion de « stabilité des prix ». L'objectif n'est plus de tangenter les 2 % sans les dépasser comme

auparavant mais de parvenir à ce chiffre en moyenne. L'inflation peut donc dépasser les 2 % une année si elle avait été en dessous l'année précédente.

Cette annonce était technique et psychologique. Techniquement, la Fed indiquait que le chiffre de 2 % n'était plus un dogme, : psychologiquement, en pleine crise pandémique, elle affichait son attachement à la reprise économique au détriment de la pure orthodoxie monétaire.

Le « blitzkrieg » vaccinal

L'arsenal monétaire mis en œuvre par les banques centrales, allié au desserrement de la corde des bourses budgétaires, ont permis d'éviter le pire en 2020. La campagne de vaccination initiée en 2021 a pris le relais. Les économies déconfinées ont connu de forts rebonds malgré le maintien de certaines contraintes sanitaires. L'appareil productif n'a pas suivi, atrophié dans un premier temps par une remise en route difficile des usines après trois à six mois d'arrêt puis par l'ampleur de la demande. Naturellement, les prix ont monté. L'évolution annuelle a été accentuée par l'effet de base (les prix avaient baissé au plus fort de la pandémie). Pétrole, semi-conducteurs, plastiques, matériaux de construction, ... la hausse des prix s'est généralisée ; la pénurie s'est installée.

La banque centrale américaine n'a dans un premier temps pas modifié sa position. La hausse des prix était temporaire. Le taux de chômage était plus élevé qu'avant la pandémie. Il y avait urgence à ne rien faire.

Les marchés obligataires se sont inquiétés de cette position. Confortés dans leur conviction par le changement d'objectif d'inflation, ils craignaient que la Fed ne soit devenue laxiste, comme dans les années 1970. Les taux courts sont restés bas. En revanche, le taux de l'emprunt de l'Etat américain sur 10 ans a progressé au 1^{er} trimestre jusqu'à presque 2 %. Les investisseurs exigeaient un supplément de rendement pour les échéances supérieures à deux ans pour se couvrir d'une résurgence de l'inflation. La courbe des taux (différence entre le court et le long terme) s'est pentifiée. Sur le marché des devises, le dollar s'est affaibli, notamment contre les devises émergentes. Sur le marché des actions, les valeurs technologiques ont été délaissées au profit des actions cycliques.

Aux mois d'Avril et de Mai, les investisseurs ont semblé finir par adhérer aux prêches de la Fed. Les marchés obligataires sont restés stoïques alors que l'inflation américaine s'envolait.

L'appel du 16 Juin

La banque centrale américaine a, étonnamment, surpris son monde en indiquant, le 16 Juin dernier, que, finalement, après réflexion, compte tenu du nouveau contexte, elle pourrait bien anticiper d'un an la date à laquelle elle augmenterait ses taux d'intérêt et limiterait ses achats d'actifs.

Les investisseurs ont été pris à revers. Dans un premier temps, ils ont pris peur et vendu les actifs risqués. Puis, ils ont réajusté leurs anticipations. Les taux longs ont baissé, bénéficiant de la réitération par la Fed de sa volonté de ne pas laisser filer l'inflation. La courbe des taux s'est aplatie. Les gagnants d'avant le 16 Juin (valeurs cycliques, devises émergentes) sont devenus les perdants.

La Banque Centrale américaine navigue à vue. Quoi qu'elle en dise, elle ne sait pas encore si l'inflation aura une composante structurelle (ajustement des salaires) après la phase de tension actuelle. Elle ne sait pas non plus si le rebond économique se tassera (comme en Chine) ou perdurera grâce aux dépenses budgétaires. Elle veut également éviter de créer une panique comparable à celle qu'ont connue les marchés en 2013 après que son président Bern Bernanke ait annoncé un peu précipitamment un durcissement de la politique monétaire (« taper tantrum »). Elle ne dispose enfin plus de munitions pour influencer la conjoncture.

Il ne reste plus à son président, Jeremy Powell, que la parole pour convaincre tout à la fois qu'il veut faciliter la croissance, contribuer au plein emploi et maîtriser l'inflation en espérant agir sur les anticipations des agents économiques et faire en sorte qu'ils se comportent conformément à ses objectifs.

*

* *

Paroles, paroles ...

Nous vivons une période transitoire. Les statistiques estivales permettront d'y voir plus clair, notamment sur la composante structurelle de l'inflation. Les marchés financiers ont atteint des sommets ; la hausse repose sur un équilibre plus fragile et éphémère de l'économie. La volatilité pourrait être de retour d'ici à l'automne ; le comportement des différentes classes d'actifs devrait être moins homogène.

L'épargnant avisé devra choisir entre deux adages : ne jamais parier contre les banques centrales d'une part, ne jamais prendre au pied de la lettre leurs discours d'autre part.

Pour prendre contact avec nos conseillers :

-  info@maubourg-patrimoine.fr
-  01.42.85.80.00