



LECTURE DE FIN DE SEMAINE

LES BANQUIERS CENTRAUX ÉVITERONT ILS LA RÉCESSION?



Les banques centrales ont bien géré l'inflation lorsque celle-ci n'était pas une source de préoccupation.

Probablement parce que la désinflation d'abord puis la faible inflation ne résultaient pas de considérations monétaires.

Les taux d'inflation sont très élevés depuis le printemps 2021.

Un atterrissage en douceur de l'inflation ne paraît plus être le scénario le plus probable car la hausse des prix s'inscrit dans la durée.

Les politiques monétaires devront être plus restrictives pour l'infléchir au risque de plonger l'économie en récession.

Le constat peut surprendre mais l'attitude des banques centrales suggèrent qu'elles sont surprises par l'inflation plus forte, par sa persistance et par le manque d'impact de la politique monétaire qu'elles mènent pour en atténuer le profil.

Les **autorités monétaires** ont su **gérer avec brio** et pendant longtemps une période d'**inflation réduite**. Elles apparaissent désemparer lorsque les prix augmentent plus vite qu'attendu. C'est un problème car la gestion de la politique monétaire et donc son influence, notamment sur les marchés financiers, a reposé sur la **crédibilité de son action pour stabiliser l'inflation**

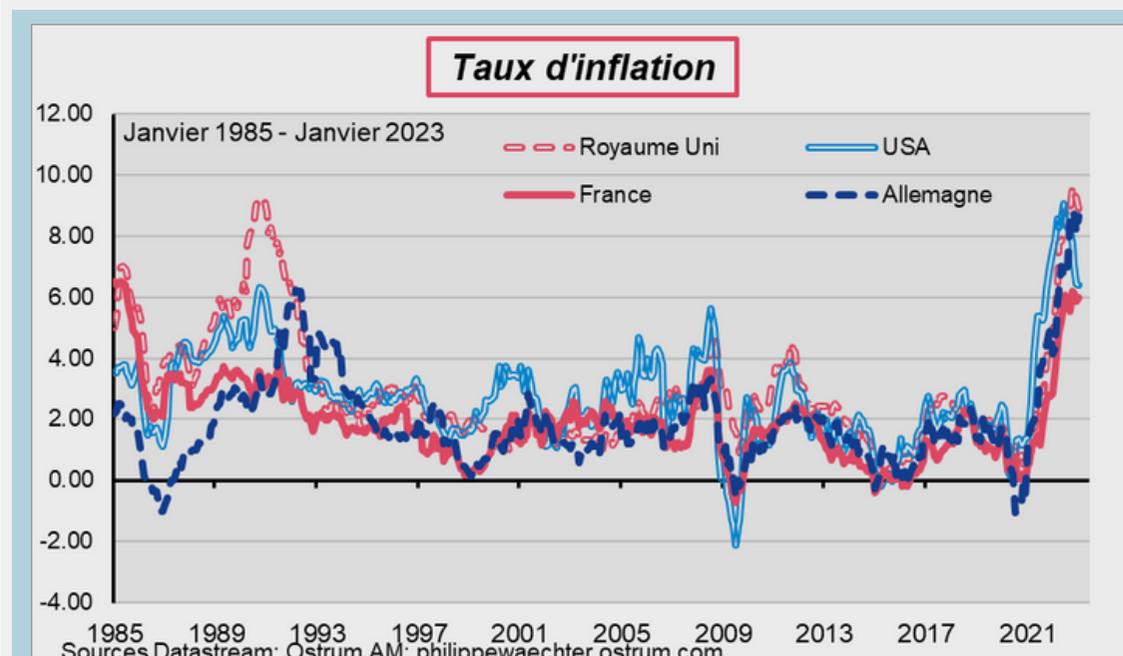
Finalement, la **perception** est peut être que la **politique monétaire** a été **efficace** parce qu'**elle n'a pas été nécessaire** pour remplir sa mission de **stabilité de l'inflation**. Elle a fait autre chose, l'action sur la stabilité macroéconomique et sur la stabilité financière, mais la lutte contre l'inflation n'a jamais été une menace depuis le début des années 90 jusqu'au printemps 2021.

La question posée maintenant est donc celle de la **crédibilité de leur action**. Les surprises récentes sur l'évolution des prix, principalement sur les taux d'inflation sous-jacent, tant aux US qu'en zone Euro, ont provoqué un **doute chez les investisseurs**. Les taux d'intérêt de long terme remontent, les anticipations d'inflation sont plus élevés, comme si les **investisseurs avaient perdu la foi** dans la **capacité des banques centrales à maîtriser l'inflation**.

C'est le risque de perte de crédibilité qui est actuellement le plus ennuyeux car la dynamique et l'équilibre des marchés financiers reposent sur la capacité des banques centrales à faire face aux différentes situations.

L'**omniscience** accolée aux banques centrales étaient excessives mais on ne doit pas verser dans l'excès inverse au risque de déstabiliser les économies, ce qui n'est dans l'intérêt de personne.

* * *



Illustration

Allure des taux d'inflation dans les pays industrialisés.

Une première période encore un peu chahutée jusqu'au début des années 1990 puis une longue période de stabilité avec comme le prix du pétrole comme principale source de volatilité.

Enfin, depuis le printemps 2021, l'inflation s'inscrit à un niveau très élevé.



COMPRENDRE L'INFLATION TRÈS FAIBLE

Depuis un quarantaine d'années, **l'inflation**, au sein des pays développés, est **plus** enseignée dans les **livres** qu'observée dans le **quotidien de chacun**.

Pour la **France**, par exemple, le taux d'inflation moyen a été de **1.8%** par an entre 1985 et 2019. Aux USA sur la même période le chiffre était de **2.6%**. C'est ce qu'illustre le graphe de la page précédente

Pourquoi ?

La **première raison** est une **conséquence de la crise inflationniste** des années 1970. Après le choc pétrolier, la tentation avait été pour certains pays développés de **lier les prix et les salaires** pour limiter les pertes de pouvoir d'achat. Cela s'était traduit par une inflation élevée dans la durée. Elle a ainsi été en moyenne par an de **112%** en France entre 1973 et 1982. Elle était de **8.7%** aux US.

Des chiffres beaucoup plus forts qu'aujourd'hui avec des **effets négatifs sur l'activité, l'emploi et l'équité** puisque l'inflation avait opéré une terrible redistribution au détriment des plus démunis. Ce lien a été cassé au début des années 1980. En France c'est Jacques Delors qui dans son plan de mars 1983, "**le tournant de la rigueur**", modifie en profondeur l'indexation des salaires qui, désormais, doit être calibrée sur l'inflation à venir.

La **seconde raison est l'ouverture de l'économie**.

Elle commence avec la **globalisation financière** au début des années 1980 sous l'impulsion de Reagan et s'**étend aux échanges de biens et de services**. La fin du bloc d'Europe de l'Est puis l'entrée de la Chine dans l'OMC ont relâché encore les contraintes à l'échange.

L'intensification des échanges et **l'allocation des ressources**, notamment industrielles, vers les **pays émergents** ont permis une production meilleure marché.

Les importations massives de biens peu onéreux ont engendré une forte désinflation dans les pays occidentaux. On l'observe par exemple sur le prix des biens. En France et aux USA, **la contribution du prix des biens au taux d'inflation a été voisine de 0% sur une très longue période (2000-2019)**.

Le **troisième élément** est que la **globalisation de la production** a été associée à la **globalisation du marché du travail**. D'un seul coup, le marché du travail s'est élargi avec l'irruption de la Chine et d'autres pays émergents.

Le **pouvoir de négociation** des salariés des pays occidentaux a été **fortement réduit** par la possibilité de produire ailleurs.. C'est un des aspects de la **courbe de l'éléphant** que j'évoquais la semaine dernière le point B dans la courbe - Cf Les clefs de la semaine du 6 mars).

Aucun élément monétaire dans tout cela!!!!



LES BANQUES CENTRALES GÈRENT BIEN L'INFLATION LORSQU'IL N'Y EN A PAS

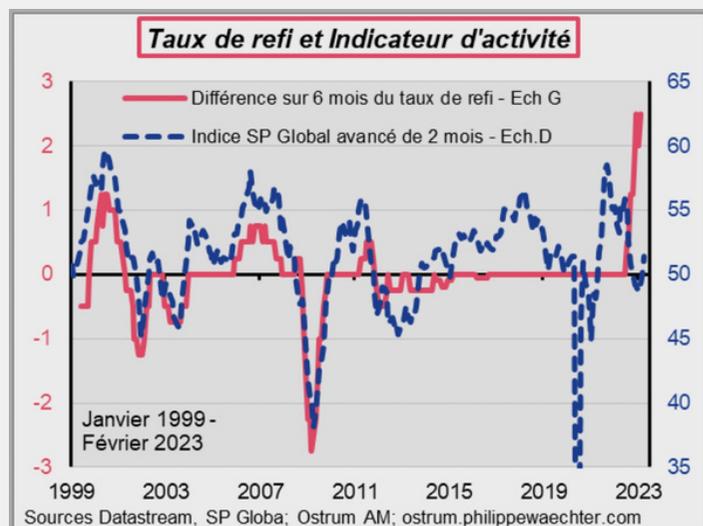
Avec l'effacement des frontières, la réduction des contraintes et le renforcement de la concurrence globale, les **tensions inflationnistes se sont dissipées**. Les fluctuations ne provenaient alors que de celles du prix du pétrole.

Pendant ce temps, les **banques centrales ont mué**. Elles sont devenues **indépendantes** dans les années 1990, ont été dotées par le législateur d'un **objectif de stabilité des prix** et parfois d'un objectif sur l'activité économique. **Une cible chiffrée à 2% a été fixée** soit par elle-même (BCE) soit par le parlement (Royaume Uni par exemple).

Le cadre ainsi défini correspond à la **définition théorique du banquier centrale** tel qu'évoqué dans la littérature au début des années 1980. Il était perçu comme nécessaire pour que l'inflation reste limitée.

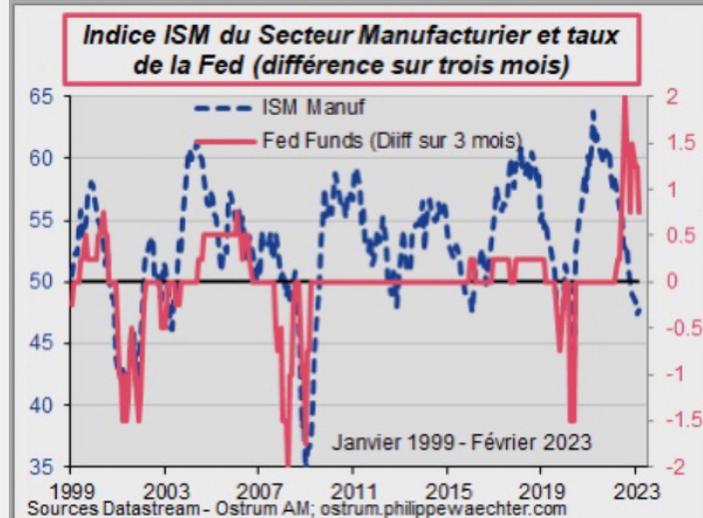
La stabilité de l'inflation depuis le milieu des années 1980 et le cadre défini ont donné aux banquiers centraux **prestige et crédibilité**.

Des banquiers centraux préoccupés par le cycle économique



Dans la **première décennie** des années 2000 et parce que l'inflation était réduite, **l'action** des banques centrales s'est **calée sur les données d'activité**.

A gauche, la BCE a adapté sa stratégie monétaire aux fluctuations cycliques. La Fed est sur les mêmes ressorts. Toute **accélération de l'activité** (resp. décélération) pouvait se traduire par un regain (resp. une réduction) des **tensions** au risque de créer des **risques d'inflation** (resp. de déflation).



Après la crise financière de 2009, les banquiers centraux agissent pour **ne pas peser sur la croissance**. Le taux refi de la BCE converge rapidement vers 0% pour y rester jusqu'à l'irruption récente de l'inflation. Aux US, le profil est assez similaire à l'exception de la période de très lente et très annoncée remontée du taux des fed funds à partir de 2016.

Ce qui est **remarquable est l'incapacité des banquiers centraux à reprendre la main après la crise financière**. La politique économique ressort désormais de la politique économique des gouvernements. C'est un changement d'équilibre de grande ampleur. La domination monétaire s'essouffle et la régulation est sous domination budgétaire (cf la période du Covid).



LES BANQUES CENTRALES ET L'INFLATION,

Lorsque l'inflation augmente rapidement au printemps 2021, une réflexion portait sur son **caractère temporaire**. La demande et l'offre avaient été brouillées pendant le temps du confinement et l'équilibre avait changé. Chacun, consommateur et entrepreneur, devait se caler sur les nouvelles conditions de marché.

C'est le type de situation qui a pu être observée dans les **périodes d'après guerre** où le pic d'inflation est vite passé. L'exemple typique est celui des US. L'inflation passe de 2 à 20% entre 1946 et 1947 avant de revenir à moins de 2% en 1949.

L'histoire apparaît cependant vite plus compliquée. Si la question de **l'appariement** reste posée, il y a aussi un **choc de demande** de grande ampleur après la relance Biden et les difficultés dans les approvisionnements qui se traduisent par des **pénuries** et des tensions nominales.

Les banquiers centraux américains sont les premiers à réagir mais c'est là aussi que les problématiques sont les plus marquées.

La **Fed** se cale alors sur un **scénario** dont les **articulations s'arriment** implicitement sur la dernière expérience d'inflation, celle des années 1970. A l'époque le taux d'inflation était élevé et s'était inscrit dans la durée. **Paul Volcker** en durcissant le ton **avait mis fin** à cet épisode inflationniste mais au prix d'une récession sévère.

L'idée était alors de durcir le ton rapidement pour **raccourcir le temps de l'inflation**, pas 10 ans comme dans les années 1970, **même si c'est au prix d'une récession**. Le coût total serait en conséquence moins élevé qu'après le premier choc pétrolier.

Les banquiers centraux sont en phase avec ce cheminement évoqué d'abord par Andrew Bailey, le patron de la Banque d'Angleterre.

Il faut agir vite et brutalement.

La Fed agit rapidement et la BCE un peu plus tard car le choc européen est lié à l'énergie et pas à une relance brutale de l'exécutif.

Cela se passe presque bien et Jay Powell se risque même à parler de désinflation. La BCE de son côté fait des prévisions plutôt optimistes. La fin de l'inflation est programmée par les investisseurs dopant le rendement des actifs risqués.

Une telle situation était perçue comme heureuse: les banques centrales ne seraient pas trop restrictives et l'économie éviterait une récession. C'est la meilleure configuration possible.

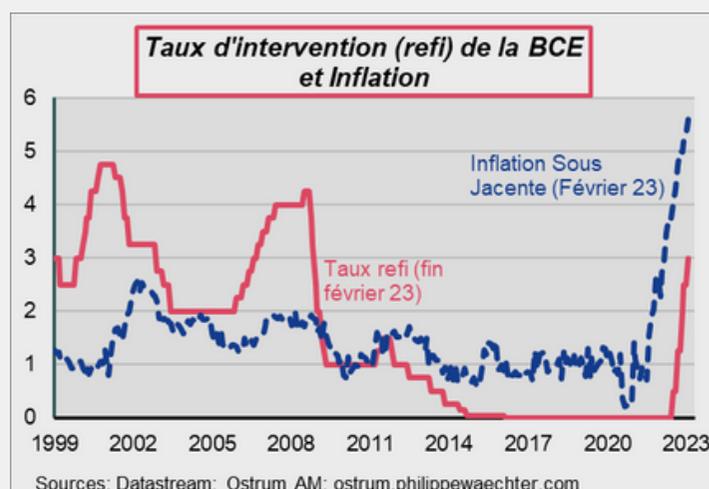
Pourtant

L'INFLATION PLUS FORTE QU'ATTENDUE

Les données de janvier et février sur l'inflation, notamment sur **l'inflation sous-jacente** ne rassurent personne. **Ces prix sur lesquels l'impact de la politique monétaire doit être fort et direct ne suivent pas la trajectoire souhaitée.**

La désinflation de Powell ne se matérialise pas aux Etats-Unis et en zone Euro, le taux d'inflation sous jacent s'inscrit à son plus haut historique à 5.6% en février.

Si l'objectif est de contraindre l'inflation il faudrait faire davantage. Powell devant le Congrès américain a clairement évoqué la question au risque d'une récession.



En zone Euro, la banque centrale pourrait être contrainte de faire la même chose. **Le taux d'inflation sous-jacent ne paraît pas être au pic alors que le taux de la BCE est encore très bas.** Tant que le point haut n'aura pas été touché, la BCE devra maintenir une politique restrictive et l'accentuer.

Les **investisseurs** ont un peu perdu la foi en les banquiers centraux. Ils **ne s'attendent plus à un arrêt rapide du durcissement de la stratégie monétaire.**

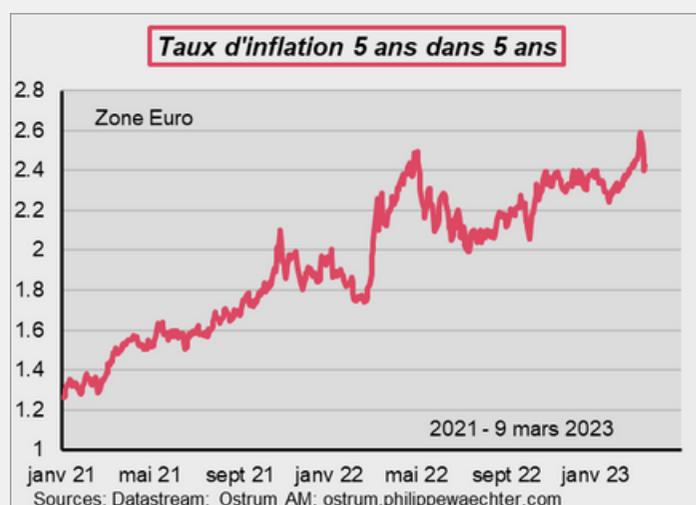
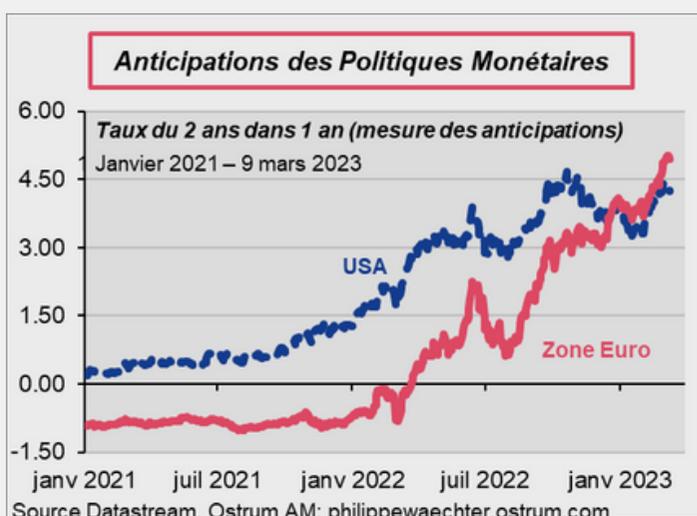
3 éléments pour s'en convaincre:

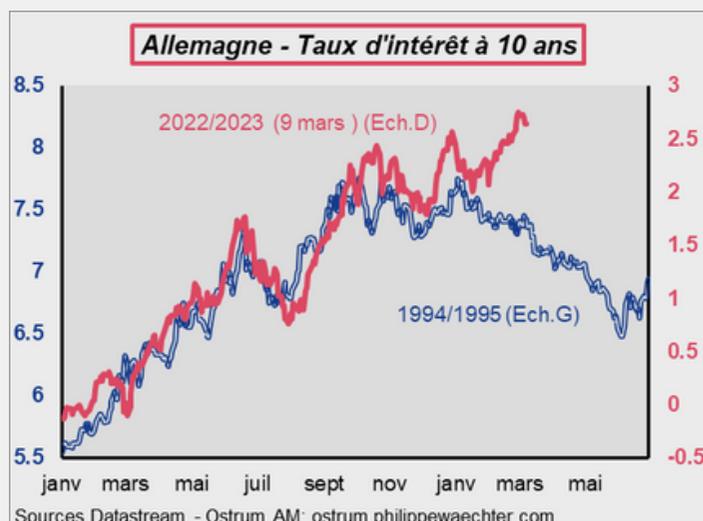
Les **anticipations de politique monétaire** vues à travers le taux du deux ans dans un an sont **toujours à la hausse.**

En zone Euro, le taux est passé au-dessus de celui des US marquant les interrogations des investisseurs. C'est d'ailleurs peut être le point le plus préoccupant.

Les investisseurs considèrent que la **banque centrale de la zone Euro devra disposer d'un taux d'intérêt plus élevé et plus longtemps qu'aux USA.**

D'ailleurs les **attentes sur l'inflation** de long terme continuent de progresser en dépit des mesures prises par la BCE depuis juillet dernier.





J'ai longtemps regardé le parallèle des taux d'intérêt de long terme aux USA et en Allemagne lors de l'épisode de 1994 caractérisé par un krach obligataire après un risque inflationniste évoqué par la Fed et la période actuelle depuis le début de l'année 2022.

Les profils sont étonnants tellement ils se ressemblent. L'interprétation est la suivante: **lorsque le risque inflationniste apparaît les investisseurs demandent une prime pour le compenser.**

Si les banques centrales, par leur action, écartent la possibilité d'un taux d'inflation, élevé dans la durée alors

la prime disparaît et les taux longs n'intègrent que la hausse des taux de la banque centrale.

C'est la raison du repli des taux longs en 1995. Le graphe est similaire à celui de l'Allemagne aux USA.

La divergence constatée depuis le début de l'année 2023 reflète le maintien voire l'accentuation de la prime d'inflation des deux cotés de l'Atlantique.

ELEMENTS DE CONCLUSION

L'ensemble de ces éléments suggèrent une **interrogation** sur la capacité des banques centrales à **mettre en oeuvre un soft landing sur l'inflation** sans risque fort sur le niveau de l'activité.

Les banquiers centraux sont face à une inflation plus persistante que ce qu'ils avaient attendu. Les mesures prises sont perçues comme insuffisantes par les investisseurs.

Il faudra **revenir au scénario initial qui associait une récession avec la fin de l'inflation**. La hausse des prix est un phénomène multiple et il faut des mesures brutales pour l'éradiquer. Les banquiers centraux devront aller plus loin mais c'est à ce prix que l'inflation reviendra dans un intervalle acceptable collectivement.

La seule question qui prévaut alors est celle du **courage politique** pour mettre en oeuvre une telle stratégie. **Paul Volcker** au début des années 1980 avait adopté une politique brutale. Elle est toujours citée en exemple.

Les banquiers centraux actuels auront ils le même cran ?