

Politique monétaire : le « pied de nez » de la FED

En 1972, à la suite des accords de la Jamaïque qui mirent fin au système de Bretton-Woods et à l'étalon-or, le secrétaire au Trésor de Richard Nixon, John Bowden Connally, répliqua à une délégation européenne s'inquiétant des fluctuations du Dollar : « *le Dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème* ».

De fait, les évolutions de l'économie et de la devise américaine vont donner leur rythme à l'économie mondiale pendant les décennies qui vont suivre.

Les annonces de la *Federal Reserve* (FED), jeudi 27 août, en préambule à la traditionnelle réunion des banquiers centraux à Jackson Hole ne constituent pas une entorse à la règle.

En effet, le FOMC (organisme en charge de déterminer la stratégie monétaire de la FED) a modifié les objectifs de long terme de l'institution monétaire, sur deux sujets majeurs :

- **L'objectif de plein emploi** : initialement, les décisions de politique monétaire étaient prises en fonction des écarts (à la hausse ou à la baisse) par rapport au plein-emploi théorique. A partir de la réunion du 27 août 2020, la FED prendra des décisions uniquement en cas d'insuffisances face au plein-emploi.
- **L'objectif d'inflation** : fixé, comme dans la plupart des économies développées, à 2%, la FED prend acte d'une cible manquée depuis plusieurs années, et réoriente la définition de l'objectif sur une moyenne à atteindre et non plus une valeur. Par conséquent, suite aux périodes de faible inflation, la FED n'exclut plus de « laisser filer » l'inflation (au-delà des 2%) à court/moyen terme dès lors qu'elle tend vers une moyenne à 2%.

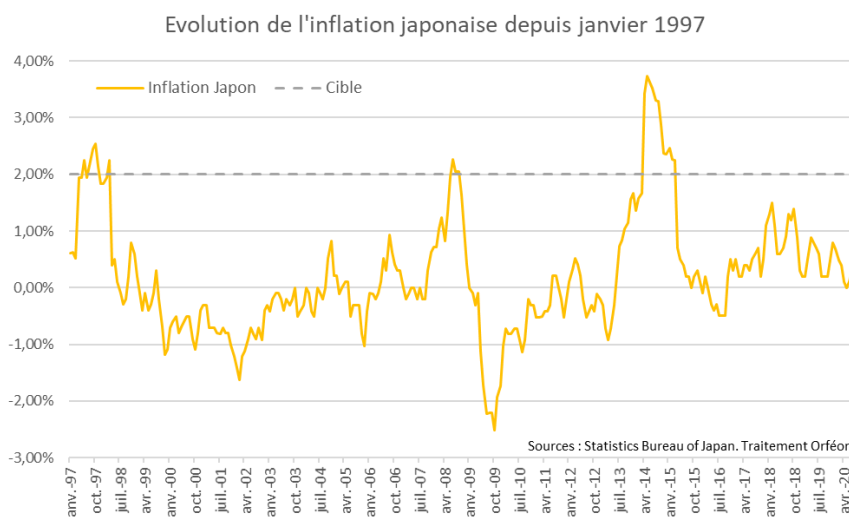
En soi, les redéfinitions des objectifs de la FED ne vont pas changer fondamentalement sa politique monétaire. Cette dernière interviendra toutefois sur la base de données expérimentales issues de l'économie américaine, et non sur des objectifs théoriques de taux d'intérêt, d'inflation et de chômage d'équilibre.

Si les annonces de la FED font grand bruit, c'est en grande partie parce qu'elle est la première des grandes Banques centrales à admettre que ses objectifs d'inflation ne sont pas atteints malgré une politique monétaire accommodante depuis2008 !

En effet, si l'on fait un petit tour d'horizon des économies développées ayant mis en œuvre une politique de *Quantitative Easing* et/ou de taux négatifs, les objectifs en termes d'inflation ont été le plus souvent manqués.

Au Japon

A la suite de la crise des pays asiatiques de la fin des années 1990, renforcée par l'éclatement de la bulle Internet des années 2000, la *Bank of Japan (BoJ)* s'est lancée dans une politique monétaire très accommodante pour lutter contre la déflation (la chute de l'indice des prix à la consommation). Les statuts de la BoJ indiquent une cible à 2,0% pour la croissance de l'indice des prix à long terme. Comme l'indique le graphique ci-dessous, cet objectif a été très rarement atteint depuis la fin des années 1990.



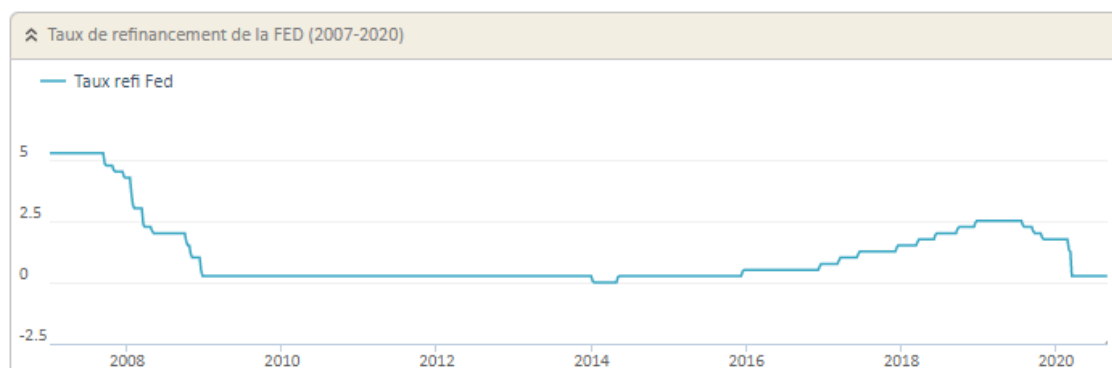
Elu en 2012, le Premier ministre japonais Shinzo Abe – démissionnaire la semaine dernière pour raisons de santé – avait mis en place une politique économique ambitieuse, axée sur trois « flèches » : politique monétaire expansionniste (plus qu'avant), politique budgétaire expansionniste et réformes structurelles.

- ✓ En matière de **politique monétaire**, la BoJ a introduit en 2017 un taux à court terme de -0,10% et un objectif de 0,00% pour le taux à 10 ans. La BoJ a renforcé son arsenal monétaire du fait de la crise de la Covid-19 en achetant directement des titres du NIKKEI 225 (principal indice nippon). Aujourd'hui, la BoJ est le principal détenteur d'actions japonaises.
- ✓ La **politique budgétaire** expansionniste du gouvernement a conduit à un creusement du déficit à 3,9% du PIB en 2019, soutenu par une augmentation de la taxe sur la consommation de 8% à 10% le 1^{er} octobre 2019. La politique de relance et de soutien à l'économie pour faire face à la pandémie de SARS-CoV-2 devrait creuser le déficit à 13% du PIB en 2020 (estimation de la Direction générale du Trésor). La dette publique japonaise atteint 240% du PIB. Malgré cette politique résolument en faveur de la croissance, le Japon a atteint une croissance de 0,8% en 2018.
- ✓ Les **réformes structurelles** ont visé à sortir du déclin démographique du Japon en tendant de relancer la fécondité (l'une des plus basses de l'OCDE) et d'assouplir le marché du travail.

Dans l'ensemble, et malgré des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes, le Japon n'a pas atteint les objectifs qu'il s'était fixés, concernant notamment l'inflation.

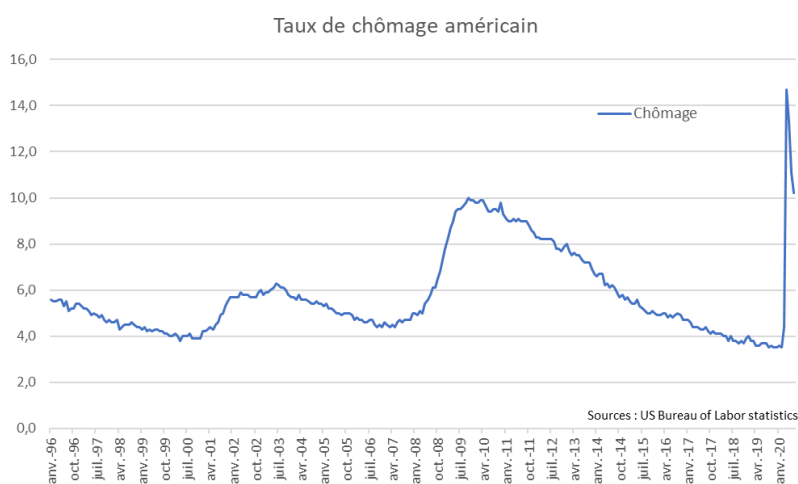
Aux Etats-Unis

La bulle immobilière américaine, qui éclata en 2008 et entraîna la crise des *Subprimes* et la chute de la banque d'affaire Lehman Brothers, va conduire la *Federal Reserve* à mener une politique monétaire expansionniste, d'abord par une baisse massive de ses taux directeurs, accompagnée par la mise en œuvre de *Quantitative Easing* successifs, amenant le bilan de la FED de 1.000 Mds\$ en 2008 à plus de 6.500 Mds\$ courant 2020.



Sous la présidence de Janet Yellen (prédécesseur de Jérôme Powell, son actuel président), la FED a modifié significativement ses statuts en les orientant sur trois sujets : l'inflation (historique), l'emploi et la croissance.

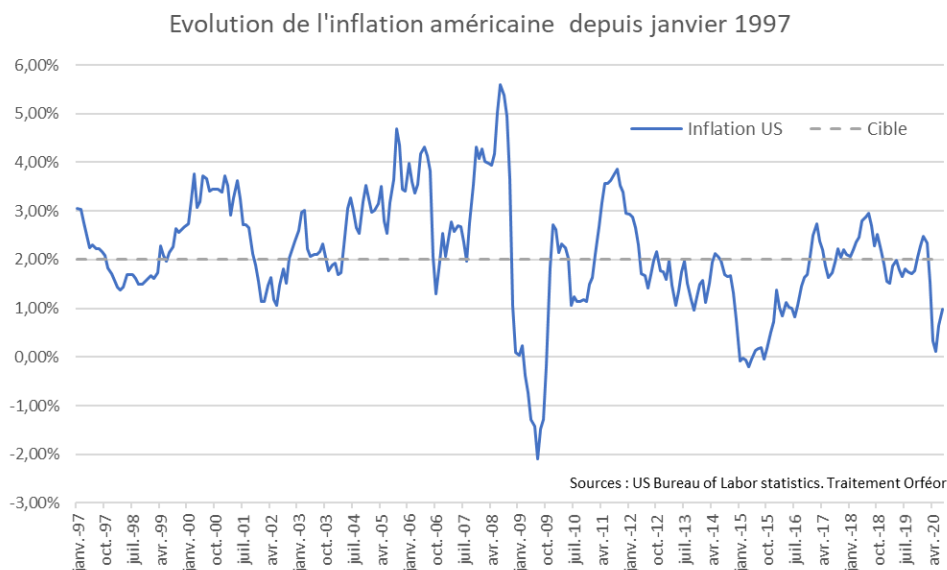
- ✓ En termes **d'emploi et de croissance** : jusqu'à la crise de la Covid-19, accompagnée par une politique budgétaire expansionniste, d'abord sous la présidence de Barak Obama puis celle de Donald Trump, la politique de la FED a porté ses fruits. La croissance économique s'est révélée dynamique (2,4% en 2017, 2,9% en 2018 et 3,1% au 1^{er} trimestre 2019). L'effet sur l'emploi a été significatif : de 10% en 2008, le chômage est passé à moins de 4% à partir de 2017.



La crise économique actuelle a fait remonter le chômage américain à près de 14%. Courant juillet 2020, ce dernier est redescendu à 10%.

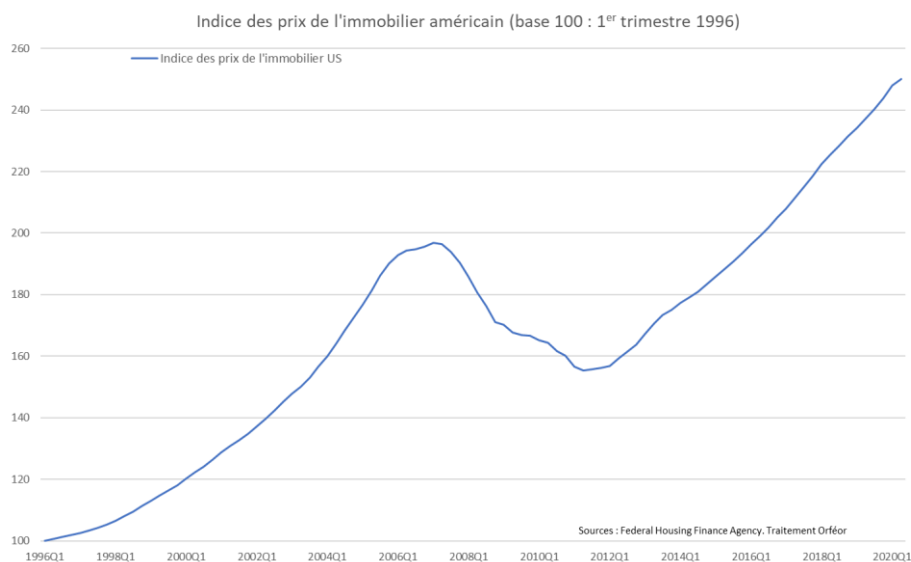
Au regard de l'objectif de plein-emploi que s'est fixé la FED, ce dernier a été atteint courant 2017. Si la crise actuelle venait à se résorber rapidement outre-Atlantique, la FED pourrait revoir sa politique monétaire.

- ✓ La politique de la FED n'a pas eu un effet significatif sur l'**inflation** depuis 2008 : cette dernière a tendu vers 1,50% en moyenne, malgré une politique monétaire expansionniste.

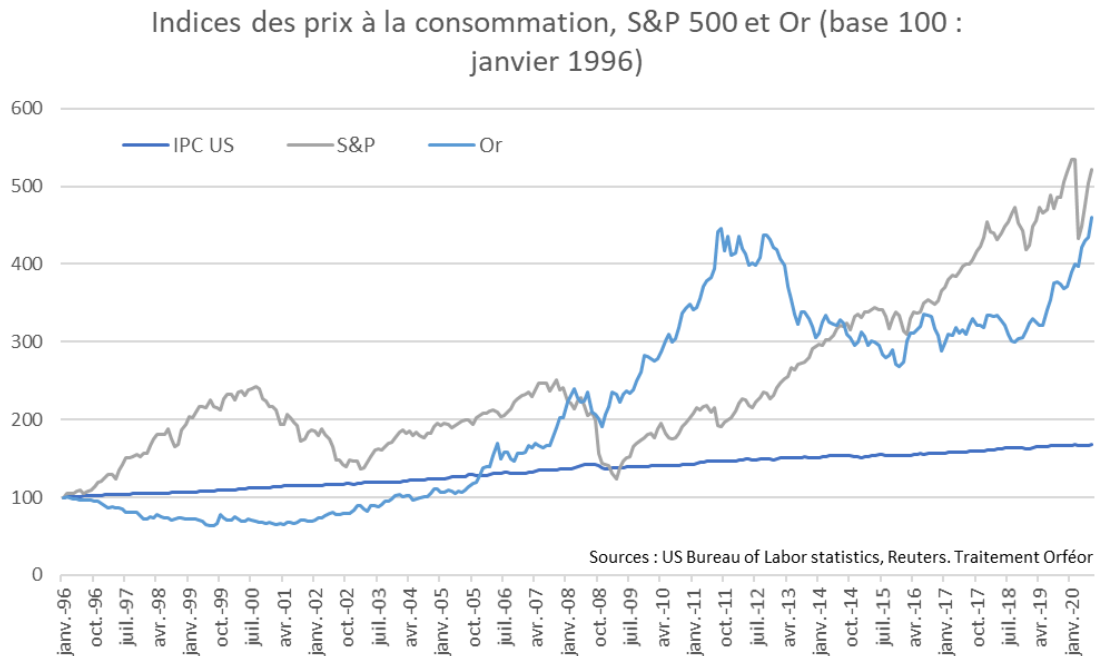


Si la politique monétaire expansionniste de la FED n'a pas conduit à une hausse très significative des prix à la consommation, elle a cependant eu pour effet une hausse des prix des actifs.

L'indice des prix de l'immobilier a ainsi nettement corrigé les effets de la crise de 2008 :



Mais c'est surtout sur les prix des actions et des métaux précieux que la politique monétaire de la FED a eu de l'effet, favorisant les « détenteurs » au détriment des entrants :

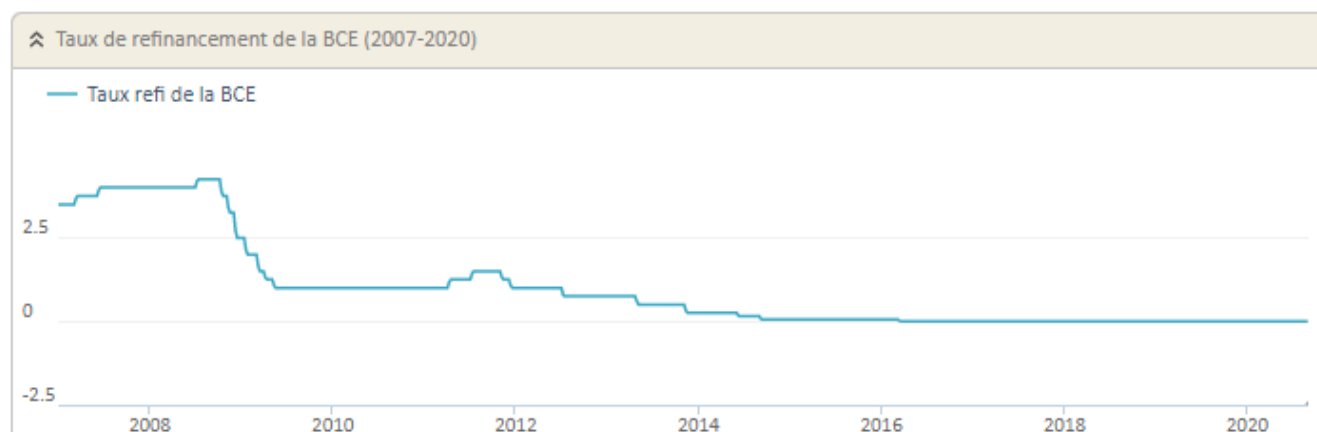


L'objectif d'inflation de la FED n'est pas atteint, cette dernière étant en moyenne inférieure de 0,50% par rapport à la cible de 2% fixée par ses statuts. Si l'on en croit le changement d'orientation, cette dernière devrait donc maintenir une politique accommodante pour faire augmenter l'indice des prix au-delà de 2% et tendre en moyenne vers cet objectif. Toutefois, malgré une politique ouvertement inflationniste, les prix peinent encore à monter, à l'exception des actifs (immobilier, indices boursiers ou matières premières).

Et la Zone Euro, dans tout ça ?

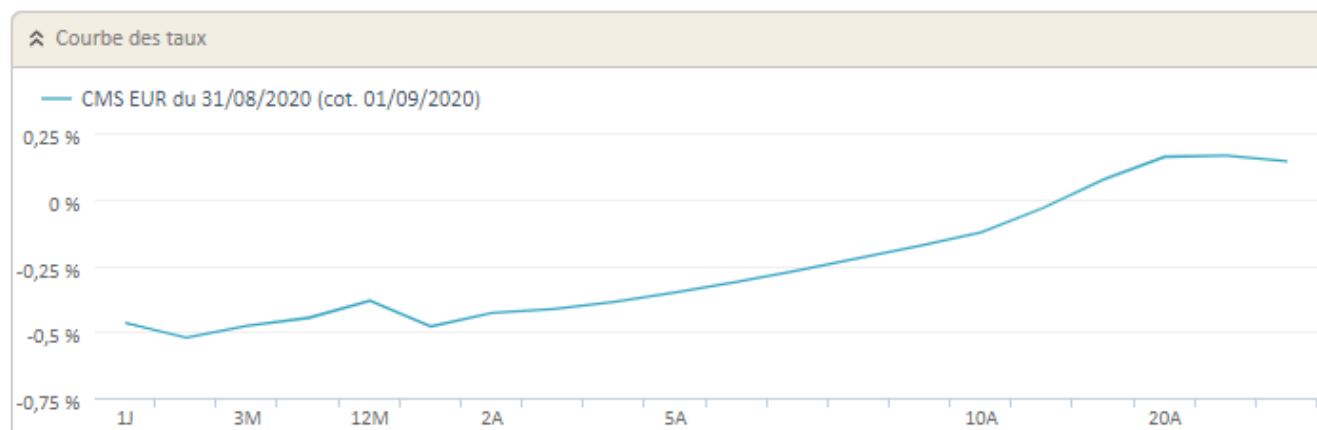
L'exportation de l'éclatement de la bulle immobilière domestique américaine au reste du monde va être le premier test de résistance de la Zone Euro (créée en 1999). La chute de Lehman Brothers va révéler la fragilité du système bancaire européen ce qui donnera lieu à des opérations de soutien de la part des Etats-membres, qui conduiront indirectement à la crise des dettes souveraines. La Banque centrale européenne (BCE), sous les présidences de Jean-Claude Trichet puis de Mario Draghi, mettra en œuvre une **politique monétaire accommodante** pour accompagner la restructuration du secteur bancaire.

En premier lieu, et à l'instar de la FED, la BCE va abaisser ses taux directeurs :



Le taux de dépôt des banques auprès de la BCE est devenu négatif en 2014 et a été fixé à -0,50% depuis septembre 2019.

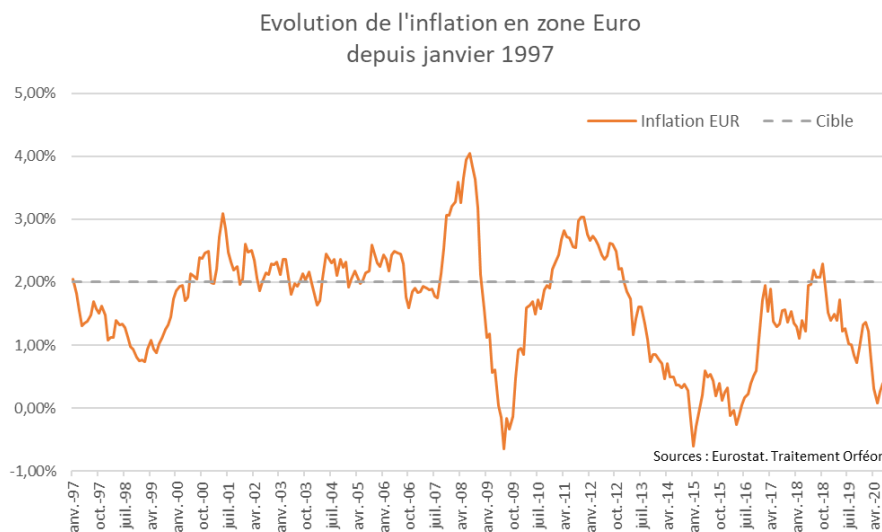
La courbe des taux est désormais négative jusqu'à 10 ans en Zone Euro (voire 20 ans depuis l'été 2020) :



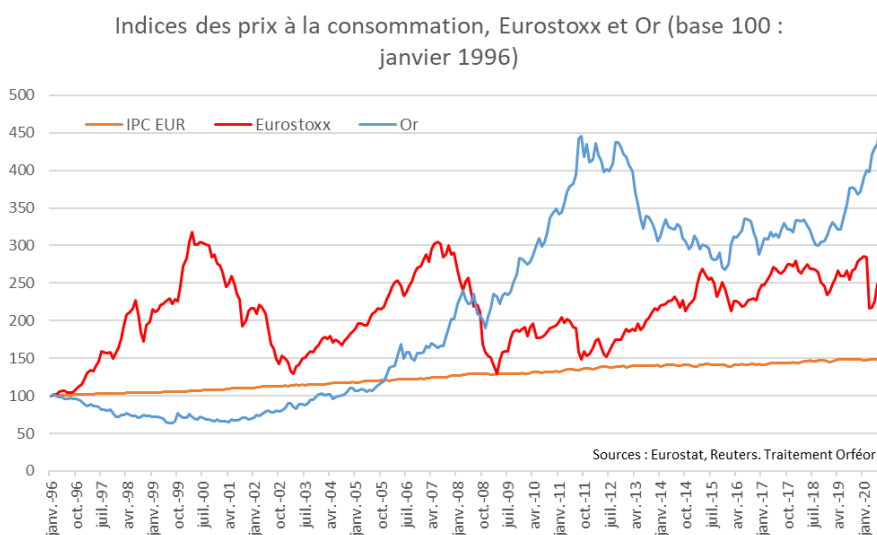
En 2015, face au risque déflationniste, la BCE commence la mise en place d'un **Quantitative Easing** à hauteur de 1.100 mds€ de rachats d'actifs – précédé par une politique de refinancement à long terme des banques (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO*) – et notamment de dettes souveraines de la Zone Euro. Si l'institution souligne que son objectif est de soutenir l'inflation pour ramener cette dernière à 2%, son président Mario Draghi indiquera en 2016 que la stratégie vise également à soutenir la devise européenne (« *We will do whatever it takes to save the Euro.* »).

Fin 2018, la BCE mettra fin à son programme de rachats d'actifs. Courant 2020, elle annonce cependant la mise en place de nouvelles lignes de TLTRO afin d'inciter les banques à prêter pour soutenir les économies face à la pandémie de Covid-19.

Si entre fin 2010 et mi-2013, l'inflation est bien revenue à plus de 2%, elle a tangencé cet objectif en avril 2017 puis à l'automne 2018, mais pour autant en est restée, en moyenne, assez loin depuis 2008 :



En revanche, comme l'illustre le graphique ci-dessous, et comme aux Etats-Unis, la politique monétaire de la BCE a eu pour effet une augmentation significative du prix des actifs.



En Zone Euro comme aux Etats-Unis, la politique monétaire de la Banque centrale peine à soutenir l'inflation malgré des montants considérables (2 600 Mds€ de rachats d'actifs pour les dernières opérations de QE). A l'inverse, le prix des actifs a fortement augmenté.

Dès lors, que penser des annonces de la FED ?

Dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), l'économiste John Maynard Keynes mettait en garde contre le phénomène de trappe à liquidité, théorie selon laquelle la chute des taux d'intérêts en-deçà d'un certain niveau conduit les agents à conserver de la monnaie plutôt que de la placer ou de la prêter. Le Japon semble être, malgré des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes, entré depuis de nombreuses années dans une spirale déflationniste.

La Zone Euro ne parvient pas à atteindre son objectif d'inflation, qui reste depuis de nombreuses années, inférieure à la cible de 2%.

Face à ces échecs en matière d'inflation, y compris en partie aux Etats-Unis, la FED est-elle en train d'interroger les modèles économiques utilisés depuis de nombreuses années pour définir les politiques monétaires et économiques des différents Etats ?

Ou, plus prosaïquement, prend-elle en compte le vieillissement de la population des économies développées, population qui tend à favoriser l'épargne au détriment de la consommation, et donc, par effet mécanique du recul de la demande, une baisse – ou une stagnation des prix ?

La FED apportera plus de précisions quant à ses actions dans les prochains mois. Dans cette attente, les taux devraient tout de même rester bas, même s'ils sont un peu remontés à la suite des annonces de Jérôme Powell.

En Zone Euro, la BCE a décalé (Covid-19 oblige) sa revue stratégique à 2021. Sa politique monétaire devrait rester inchangée d'ici là.

Par conséquent, les taux européens devraient rester bas, ce qui favorise les emprunteurs, mais attention, les banques sont très fébriles en cette fin d'été 2020, et cherchent la sécurité en privilégiant les collectivités pouvant les rassurer face au risque de défaut.

Les Zoom Actus sont une publication d'Orféor établie à l'attention exclusive de ses destinataires. Toute divulgation, utilisation, diffusion ou reproduction (totale ou partielle) du document ou des informations qu'il contient doit être préalablement autorisée par écrit par Orféor.