

OBLIGATIONS

Libre cours à la pensée : La politique monétaire a-t-elle perdu son point d'ancrage ?

August 22, 2019

Au vu de la récente baisse des taux d'intérêt appliquée par la Réserve fédérale, Sonal Desai, Chief Investment Officer de Franklin Templeton Fixed Income, se penche sur l'évolution de la philosophie de la banque centrale américaine et sur le risque que les taux d'intérêt se rapprochent trop de zéro. Selon elle, les risques de déflation sont surestimés et un assouplissement de la politique monétaire accentuera les distorsions sur les marchés financiers.

D'après moi, la baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale (Fed) le mois dernier n'était pas nécessaire. J'estime que l'économie américaine se porte bien, que les risques de déflation sont exagérés et que l'assouplissement de la politique monétaire augmentera les distorsions sur les marchés financiers. Je tiens cependant à signaler une inquiétude plus vive : Je crains que la politique monétaire ait perdu son point d'ancrage et que la Fed manque de conviction et d'orientation. Dans cet article, j'en expose les raisons et les implications pour les investisseurs.

Aujourd'hui, le cadre de la politique monétaire de la Fed semble dénué de conviction.

Les banques centrales craignent souvent que les attentes liées à l'inflation perdent leur point d'ancrage.

Je crains que ce soit le cas pour la politique monétaire proprement dite.

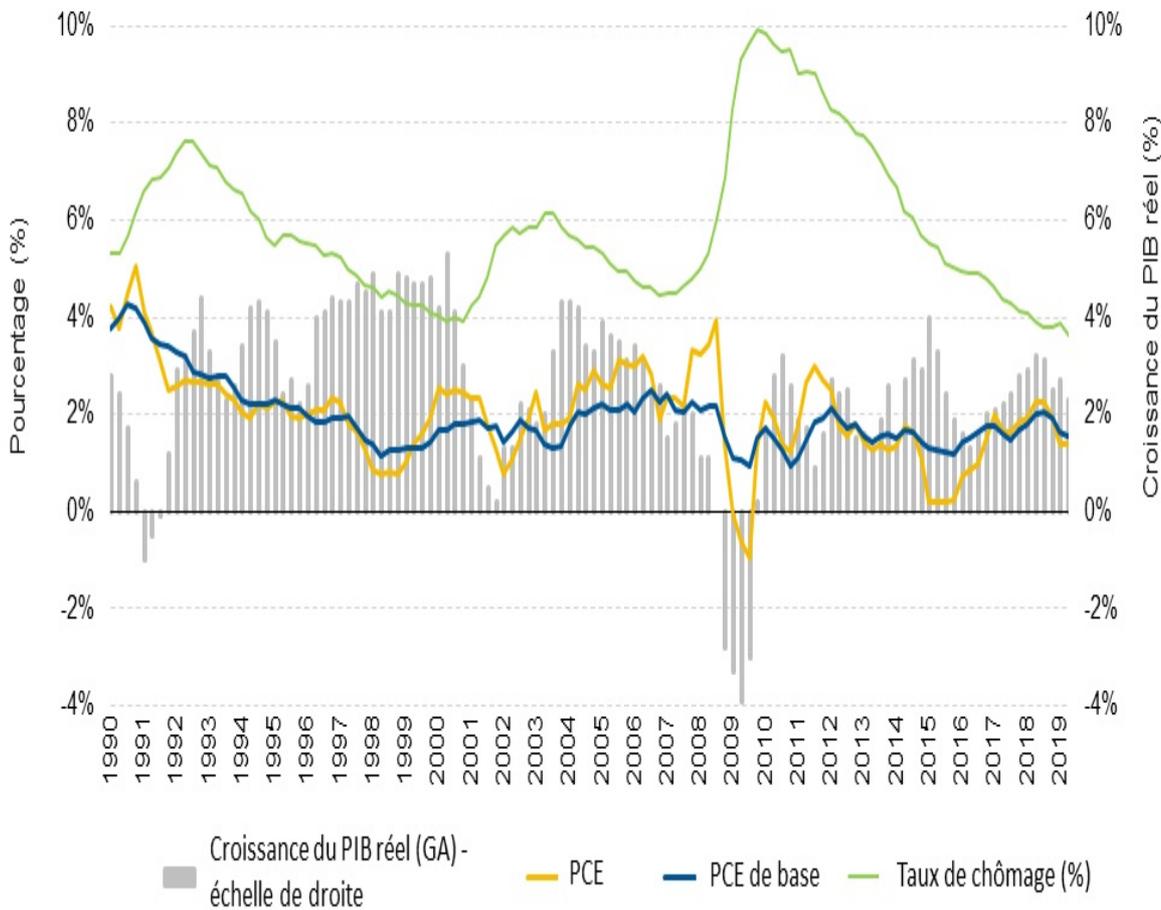
Lors de sa réunion de juillet, la Fed a présenté tout un panel d'arguments pour justifier sa décision de réduire les taux : (1) se prémunir contre les incertitudes entourant le commerce mondial ; (2) stimuler l'inflation ; et (3) dynamiser encore plus le marché du travail. Autant d'arguments qui permettent à la Fed de choisir... Et d'ignorer les données qui montrent une économie robuste alimentée par une forte croissance de l'emploi et de la consommation.

Dans la ligne de mire

Le « double mandat » de la Réserve fédérale en matière d'emploi maximal et de stabilité des prix est respecté

Croissance du produit intérieur brut (PIB) réel américain, taux d'inflation (indice des prix des dépenses de consommation personnelle [PCE]) et taux de chômage

Premier trimestre 1990-juin 2019



Sources : US Bureau of Economic Analysis, juillet 2019 et US Bureau of Labor Statistics, août 2019. GA = glissement annuel.



Je soutiens que la Fed a simplement cédé à la pression du marché. Robert Barro, de Harvard, a laissé entendre qu'elle a peut-être cédé aux pressions politiques.¹ Ces deux théories s'équivalent du point de vue de l'observation, puisque tant les marchés que les politiciens réclament des taux d'intérêt plus bas.

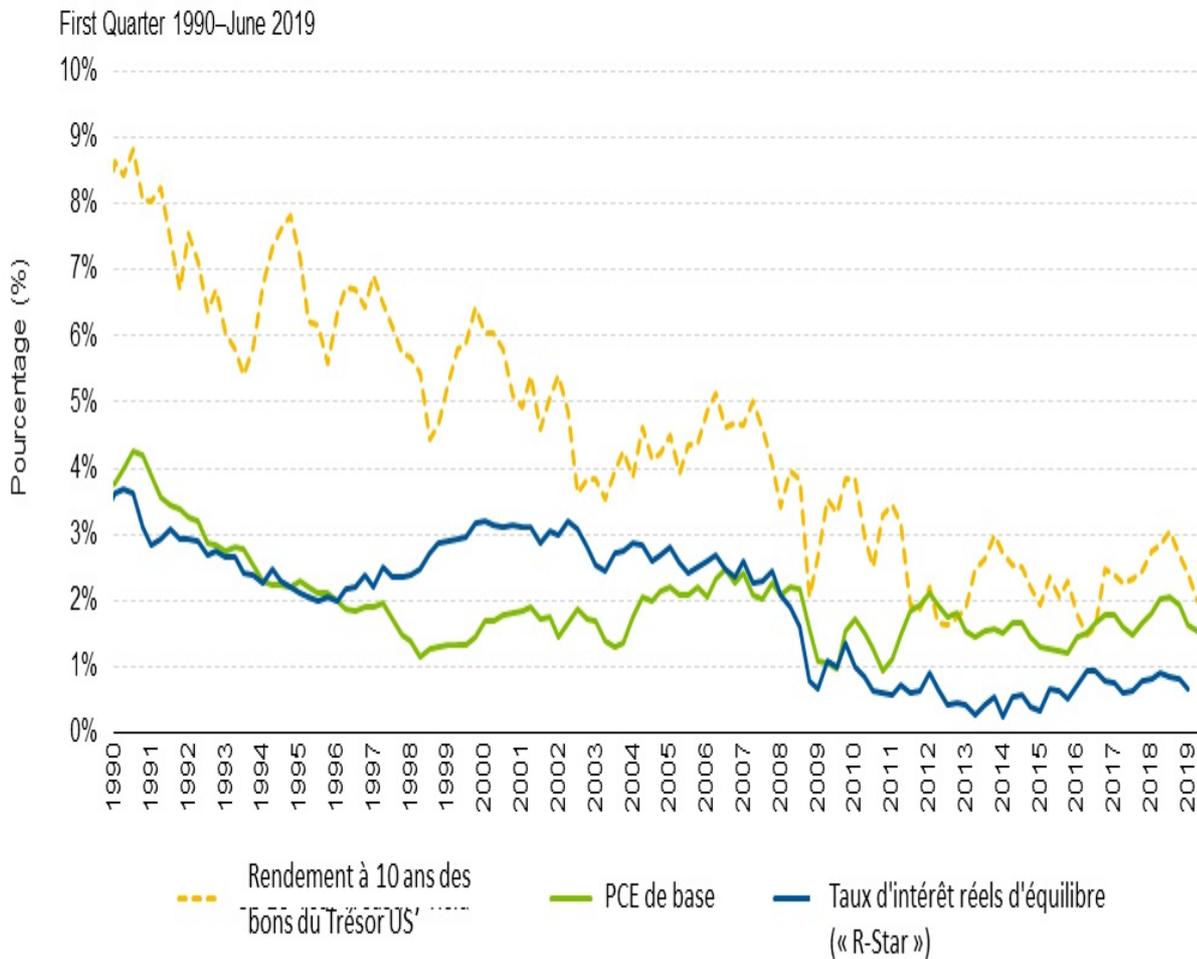
On est plus susceptible de céder à la pression quand on manque de conviction vis-à-vis de ses propres idées. De plus, la conviction quant à ce que la politique monétaire doit s'efforcer d'atteindre, et à la façon dont elle doit le faire, semble s'être évaporée.

L'inflation et les rendements obligataires sont restés faibles malgré le redressement de l'économie américaine. Cela a conduit de nombreux chercheurs et acteurs du marché à soutenir que le taux d'intérêt réel d'équilibre (« r-star ») est désormais inférieur à ce qu'il était auparavant², et qu'avec une inflation faible, le taux d'intérêt nominal de la Fed sera lui aussi inférieur, potentiellement trop proche de zéro, ce qui l'empêcherait de réduire suffisamment ses taux pour compenser une récession.

La crainte de la « borne du zéro »

L'inflation et les rendements des bons du Trésor demeurent faibles malgré la reprise économique

Rendement des bons du Trésor américains à 10 ans, taux d'inflation (indice des prix des dépenses de consommation personnelles [PCE]) et taux d'intérêt réel d'équilibre (« R-Star »)



Sources : Banque fédérale de réserve de New York. PCE et rendements des obligations du Trésor à 10 ans, au 30 septembre 2019. Estimations du modèle de base décrit dans « Measuring the Natural Rate of Interest » de Thomas Laubach et John C. Williams, publié dans Review of Economics and Statistics, novembre 2003. Taux réel d'équilibre à compter du premier trimestre 2019, US Bureau of Economic Analysis, juillet 2019.



Les économistes Olivier Blanchard et Lawrence Summers avancent un argument semblable, selon lequel la politique monétaire peut faire plus que réguler les hauts et les bas du cycle : elle peut façonner la croissance à long terme.³ Si l'économie s'échauffe davantage, les investissements augmenteront, et un plus grand nombre de personnes rejoindront la population active et acquerront de nouvelles compétences ; cette augmentation des dépenses en capital et du capital humain stimulera la croissance potentielle. Une récession prolongée aura l'effet inverse. Dans le jargon des économistes, il y a un « effet d'hystérèse ».

Ces propos ont alimenté un riche débat sur la question de savoir si et comment modifier le cadre de la politique monétaire de la Fed. Entre un objectif d'inflation plus élevé, un objectif de niveau de prix ou un objectif de PIB nominal, les propositions abondent. Il semble y avoir un consensus sous-jacent selon lequel (i) la déflation et la stagnation séculaire constituent les principaux risques, et (ii) la Fed doit viser une inflation plus élevée, peut-être autour des 4 à 5 %.

Je considère que ce débat est utile. À mesure que l'économie évolue, les économistes et les décideurs doivent s'efforcer d'en comprendre la dynamique.

Le fétichisme de l'inflation

Ce nouveau fétichisme de l'inflation me laisse toutefois perplexe. Prenons un peu de distance : qu'est-ce que nous, en tant que société, souhaitons atteindre ? Et donc, que devraient rechercher les décideurs politiques ?

L'objectif devrait être le plein emploi et une évolution plus rapide du niveau de vie du plus grand nombre possible de personnes. En ce qui concerne l'inflation, nous souhaitons simplement qu'elle ne s'y oppose pas. Pour cela, elle doit être faible et stable. La Fed et d'autres grandes banques centrales s'étaient mises d'accord sur un objectif de 2 % en considérant ce qui suit :

- L'inflation doit être suffisamment basse pour rester stable (une inflation plus élevée a tendance à être plus volatile) et ne tracasser personne, de façon à ne pas fausser les décisions en matière de consommation et d'investissement ;
- Elle ne doit pas être trop proche de zéro, car dans un monde où certains salaires et prix ne baissent pas en termes nominaux, une inflation positive est nécessaire pour que les prix relatifs s'ajustent.

C'est exactement ce qui s'est passé au cours des vingt dernières années : les consommateurs et les entreprises pouvaient plus ou moins ignorer l'inflation et rien ne nous prouve qu'une inflation faible a entraîné une mauvaise affectation des ressources en empêchant les prix relatifs de s'ajuster.

J'estime que les craintes d'une déflation sont exagérées. Ni les États-Unis ni l'Europe n'ont connu de déflation prolongée, pas même pendant la récession mondiale de 2009 ou la crise de la dette européenne. Le faible niveau d'inflation n'a pas empêché l'économie américaine de retrouver le plein emploi, ni la zone euro de dépasser son potentiel de croissance pendant quatre ans.

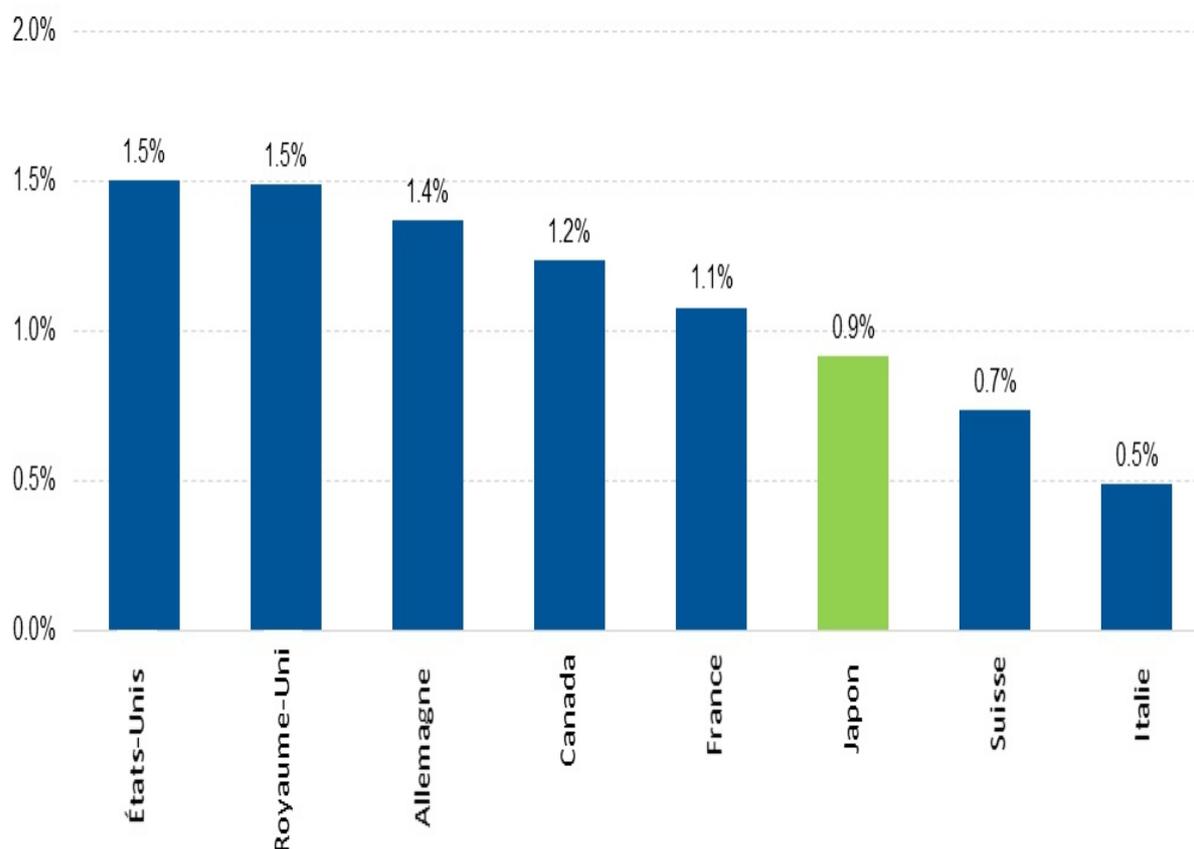
Au Japon, cas d'école des dangers de la déflation, la croissance réelle par habitant entre 1991 et 2018 était en moyenne de 0,9 % par an, bien inférieure à celle des États-Unis et du Royaume-Uni (1,5 %), mais à peine plus faible que celle du Canada (1,2 %) et de la France (1,1 %).⁴ La déflation ne semble pas être la pire menace pesant sur la hausse du niveau de vie.

Japon : La déflation n'est pas synonyme de stagnation

Croissance réelle moyenne par habitant pour le Japon par rapport aux autres grandes économies avancées

Produit intérieur brut (PIB) moyen par habitant (PPA)

1991–2018



Source : Fonds monétaire international, base de données des perspectives de l'économie mondiale, avril 2019. Calculs basés sur le PIB par habitant à prix constants, à parité de pouvoir d'achat en dollars internationaux de 2011. L'année 1991 est généralement identifiée comme le début de la première « décennie perdue » du Japon.

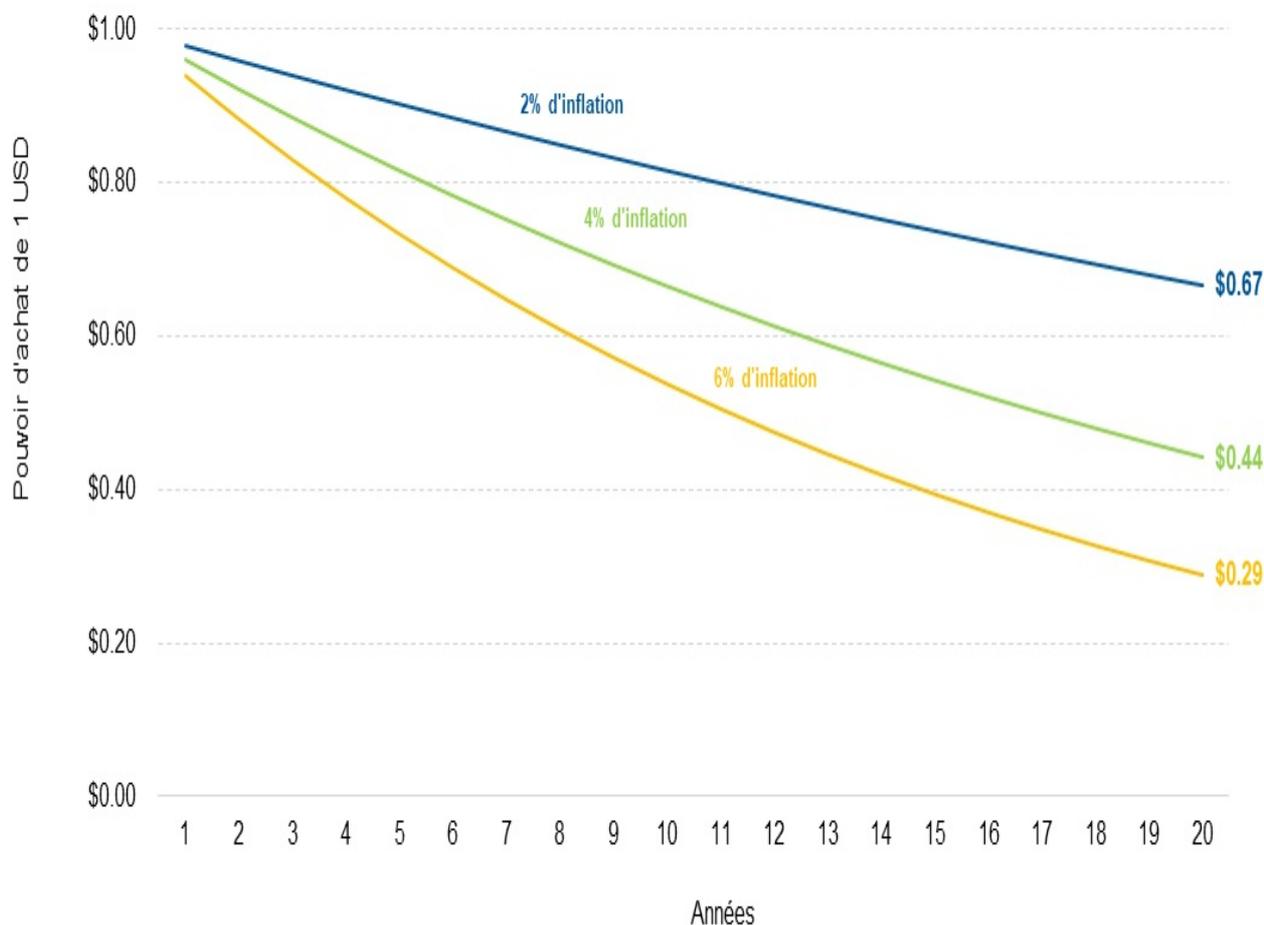


En revanche, j'estime que les coûts et risques liés au passage à un objectif d'inflation plus élevé sont trop volontiers ignorés. Avec un taux d'inflation de 2 %, il faut compter 10 ans pour que les prix augmentent de 20 %. Si l'on monte à 4-5 %, ils progresseront de 20 % en 4 à 5 ans seulement. Ils augmenteront de 50 à 60 % en 10 ans et doubleront en 14 à 15 ans. Il n'est plus possible d'ignorer l'inflation, surtout parce qu'elle sera probablement beaucoup plus volatile qu'elle ne l'est actuellement. En effet, l'ancien président de la Fed, Ben Bernanke, a fait remarquer que les 4 % pourraient ne pas être conformes au mandat de stabilité des prix de la Fed.⁵

Inflation : Attention à ce que vous souhaitez

Même de modestes augmentations de l'inflation peuvent rapidement éroder le pouvoir d'achat

Pouvoir d'achat de 1 USD à divers taux d'inflation



Source : Travaux de recherche de Franklin Templeton Fixed Income Group



En outre, dans la mesure où le progrès technologique ou la mondialisation freinent la dynamique des prix, il se pourrait qu'il ne soit possible ni souhaitable de stimuler l'inflation.⁶

L'assurance n'est pas gratuite

Mais quel risque des taux d'intérêts trop proches de zéro impliquent-ils ?

En premier lieu, nous avons découvert l'assouplissement quantitatif (QE), qui a fonctionné comme prévu. Ce mécanisme pousse les investisseurs privés vers des actifs plus risqués, ce qui réduit le coût de financement d'un plus large éventail de sociétés et de projets d'investissement et stimule la richesse des consommateurs en augmentant le prix des actifs.

Oui, il est préférable de réduire les taux. Mais s'il est si risqué d'avoir des taux proches de zéro, pourquoi la Fed s'empresse-t-elle de les réduire alors que l'économie est encore forte ?

Ceux qui prescrivent des taux d'intérêt plus bas et une inflation plus élevée ont également tendance à rejeter d'emblée l'impact potentiel de la politique monétaire sur la stabilité financière et les prix des actifs. Cette réaction est étrange. D'une part, ils soutiennent que le risque de crises financières a augmenté, et que c'est une raison de plus pour réduire les taux au plus vite. D'autre part, ils refusent de reconnaître que la politique monétaire accommodante pourrait contribuer à la formation de bulles spéculatives.

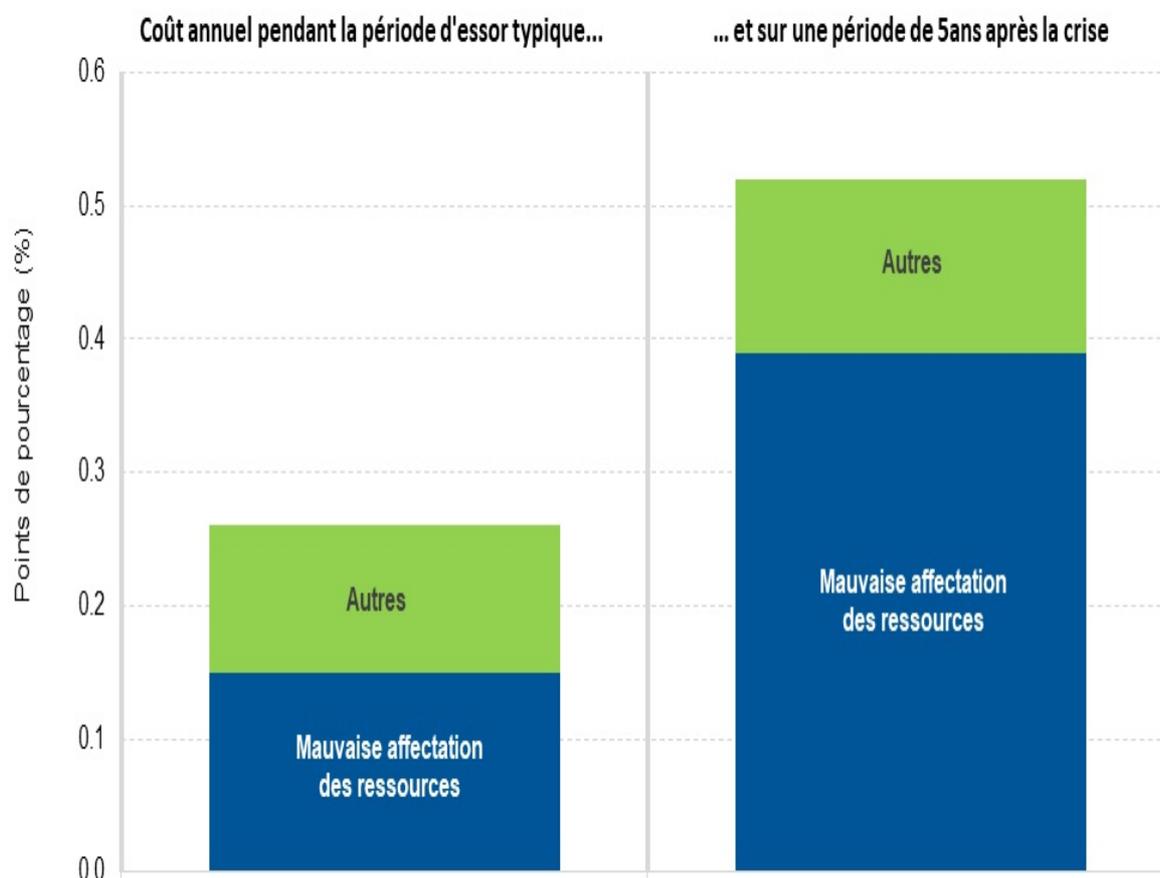
La politique monétaire était accommodante à la veille de la bulle boursière de la fin des années 1990 et des bulles du logement et du crédit des années 2000, mais ce n'était peut-être qu'une coïncidence. Je sais qu'il est difficile de juger si les prix des actifs ont une longueur d'avance sur les fondamentaux, mais lorsqu'ils répondent principalement aux attentes des changements de taux de la Fed, ne devrions-nous pas au moins prendre le temps de la réflexion ?

Les recherches récentes de Goldman Sachs confirment que « l'achat d'assurance » avec des baisses de taux préventives accentue les distorsions sur les marchés financiers, sans parler d'un gaspillage de ressources dont la Fed pourrait avoir bien besoin. Et d'ailleurs, tout comme une profonde récession peut miner la croissance à long terme en raison des effets d'hystérèse décrits plus haut, les recherches de la Banque des règlements internationaux (BRI) montrent que les longues périodes d'envolée du crédit entraînent une mauvaise allocation des ressources, ce qui nuit à la productivité et à la croissance à long terme.⁷

L'autre hystérèse : Les booms financiers nuisent à la croissance de la productivité

Les booms du crédit ont entraîné des transferts de ressources vers des secteurs de croissance à faible productivité

Relation statistiquement significative entre l'expansion du crédit et la composante d'allocation de la croissance de la productivité



Source : Claudio Borio, Enisse Kharroubi, Christian Upper et Fabrizio Zampolli, « Labour Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences », Bureau of International Settlements working papers, n° 534, 5 janvier 2016. Estimations calculées sur la période 1969-2013 pour 21 économies avancées, en supposant un boom du crédit sur cinq ans suivi d'une crise financière. Mauvaise affectation des ressources = impact annuel sur la croissance de la productivité des déplacements de main-d'œuvre vers des secteurs moins productifs pendant un boom du crédit de cinq ans et au cours de la période indiquée. Autre = impact annuel en l'absence de réaffectations pendant le boom.



Pour les investisseurs, les fondamentaux restent un point d'ancrage à long terme

Vous connaissez mon point de vue : J'estime que l'économie américaine se porte bien, que les risques de déflation sont exagérés et que l'assouplissement de la politique monétaire augmentera les distorsions sur les marchés financiers.

Mais la question n'est pas là. Le fait est que le débat que j'ai résumé ci-dessus explique peut-être pourquoi la politique monétaire a perdu son point d'ancrage et pourquoi la Fed manque de conviction et d'orientation. Les responsables de la politique monétaire sont perplexes face à la disparition de l'inflation ; ils craignent une déflation jamais vue auparavant ; ils aimeraient croire qu'ils peuvent stimuler la croissance à long terme, mais sans en être certains ; ils ne veulent pas croire que la politique monétaire peut provoquer des bulles financières, mais au fond ils se posent sûrement des questions.

Si la politique monétaire a perdu son point d'ancrage, le travail des investisseurs en devient bien plus complexe. Et les incertitudes persistantes ne font qu'aggraver la situation. Après que la Fed ait expliqué qu'elle avait tenu compte des incertitudes commerciales dans sa décision de baisser les taux d'intérêt, le président Trump (qui a ouvertement exprimé son désir de voir baisser les taux) a rapidement annoncé une nouvelle série de taxes douanières sur les importations chinoises. Les marchés boursiers se sont d'abord repliés, puis redressés dans l'espoir qu'une plus grande incertitude commerciale entraîne un nouvel assouplissement monétaire.

Pour le moment, il semble essentiel d'anticiper les constants changements d'humeur de la Fed. Mais une fois qu'il aura plié la Fed à sa volonté, le marché se tournera probablement à nouveau vers l'évaluation des fondamentaux. Le comportement actuel de la Fed est en grande partie influencé par l'évolution économique de la période qui a suivi la crise financière. Les fondamentaux économiques actuels et futurs finiront par se répercuter sur le comportement de la Fed et devraient jouer un rôle plus important dans l'évolution des prix des actifs, tant directement qu'indirectement.

Notre défi consiste à maintenir un regard sobre sur les fondamentaux tout en évaluant les marchés qui jouent au chat et à la souris avec la Fed.

Recevez directement toutes les perspectives de Franklin Templeton par e-mail. Abonnez-vous au blog [Beyond Bulls & Bears](#).

Pour recevoir des informations abrégées sur l'investissement, suivez-nous sur Twitter [@FTI_France](#) et sur [LinkedIn](#).

Mentions légales importantes

Ces documents sont fournis uniquement dans l'intérêt général et ne sauraient constituer un conseil d'investissement individuel, une recommandation ou une incitation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Elle ne constitue pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal.

Les opinions exprimées sont celles des gérants mentionnés et les commentaires, opinions et analyses sont valables au 7 août et peuvent être modifiés sans préavis. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas une analyse complète des événements survenant dans les divers pays, régions ou marchés.

Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document et Franklin Templeton Investments (« FTI ») n'a pas vérifié, validé ni audité de manière indépendante ces données. FTI décline toute responsabilité en cas de perte due à l'utilisation de ces informations, et la pertinence des commentaires, des opinions et des analyses contenus dans ce document est laissée à la seule appréciation de l'utilisateur.

Quels sont les risques ?

Tout investissement comporte un risque, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. La valeur des investissements peut fluctuer à la baisse comme à la hausse et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer la totalité de leur mise initiale. Les prix des obligations évoluent généralement dans le sens opposé des taux d'intérêt. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur d'un portefeuille obligataire peut reculer. Les investissements dans des titres étrangers comportent des risques spécifiques liés notamment aux fluctuations des taux de change, à l'instabilité économique et à l'évolution de la situation politique. Ces risques sont accrus pour les investissements sur les marchés émergents, auxquels s'ajoutent les risques liés à la plus petite taille de ces marchés, à leur liquidité inférieure et à l'absence de cadre juridique, politique, commercial et social propice aux marchés boursiers. De tels investissements peuvent connaître une volatilité importante des prix pendant une année donnée.

[1.](#) Source : Robert J. Barro, « Is Politics Getting to the Fed? », Project Syndicate op-ed, 23 juillet 2019.

[2.](#) C'est ce que les économistes appellent le taux d'intérêt naturel ou le taux d'intérêt réel, qui prévaut lorsque l'économie tourne à plein régime. Il est souvent appelé « r-star » dans les débats car désigné par r^* dans les formules mathématiques pertinentes. Pour accéder à un débat sur r^* , consultez, par exemple, le document du président de la Banque fédérale de réserve de San Francisco, John Williams, « The Future Fortunes of R-star: Are They Really Rising? » Discours à l'Economic Club of Minnesota, 15 mai 2018.

[3.](#) Source : Olivier Blanchard et Lawrence Summers, « Rethinking Stabilization Policy: Back to the Future », Peterson Institute for International Economics, 8 octobre 2017.

[4.](#) Source : Fonds monétaire international, base de données des perspectives de l'économie mondiale, avril 2019. Calculs basé sur le PIB par habitant à prix constants, à parité de pouvoir d'achat en dollars internationaux de 2011. L'année 1991 est généralement identifiée comme le début de la première « décennie perdue » du Japon.

[5.](#) Source : Ben Bernanke, « Monetary Policy in a New Era », Peterson Institute for International Economics, 2 octobre 2017.

[6.](#) Prenons l'exemple de James Stock et Mark Watson, « Slack and Cyclically Sensitive Inflation », National Bureau of Economic Research Working Paper n. 25987, juin 2019. Ils ont constaté qu'environ la moitié des prix saisis dans le déflateur des dépenses de consommation des particuliers, la mesure de l'inflation privilégiée par la Fed, ne réagissent pas aux variations cycliques de l'activité économique.

[7.](#) Source : Claudio Borio, Enisse Kharroubi, Christian Upper et Fabrizio Zampolli, « Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences », BIS Working Papers n. 534, 5 janvier 2016.