



OPINION

François Savary, CIO, Prime Partners

Liquidités: des injections sans fin?

La Réserve Fédérale a été claire, à l'image des récentes «minutes» de sa réunion d'octobre durant laquelle elle avait décidé d'abaisser les taux directeurs pour la troisième fois en quelques mois, elle est désormais en mode neutre et son action future dépendra des données économiques. Dans un monde où une stabilisation de la croissance mondiale est ce que l'on peut attendre pour 2020 et où l'inflation affiche toujours autant de difficulté à relever la tête, on peut considérer que les perspectives d'une hausse des taux sont quasi nulles dans une optique à 12-18 mois. S'il est vrai que la question des risques économiques, la guerre commerciale en particulier, est certainement un facteur que la Réserve Fédérale intégrera dans sa «fonction de réaction», les discours récents de J. Powell et son aversion à l'idée d'introduire des taux négatifs dans l'économie américaine ont visé à réaffirmer le cadre classique dans lequel s'inscrit la politique monétaire; en d'autres termes, l'évolution du cycle conjoncturel est ce qui conditionnera l'action de la Fed sur les taux directeurs.

D'une manière générale, on ne peut que souligner le travail «remarquable» de J. Powell pour défendre l'indépendance de

la Fed et pour résister aux pressions qui visaient à déstabiliser le cadre de l'action des autorités monétaires.

Nous l'avons dit plus haut, la probabilité d'une hausse des taux directeurs par la banque centrale américaine semble proche de zéro, ce qui devrait nous réjouir, puisque cela réduit sensiblement le risque d'une erreur de politique monétaire de nature à favoriser une fin de cycle rapide outre-Atlantique. Historiquement, la perte de contrôle sur le prix des biens et des services a conduit à des erreurs fatales pour le cycle économique à plusieurs reprises. Or, on peut considérer que le cadre «croissance-inflation» qui dirige l'action de la Fed ne justifie pas d'envisager le moindre besoin de resserrer les rênes monétaires dans les conditions actuelles. En d'autres termes, hormis une résurgence importante et surprenante de l'inflation aux USA, la Fed a de quoi dormir sur ces deux oreilles et poursuivre ce qui apparaît comme une politique de «fine tuning».

Comme les choses ne sont jamais simples en la matière, est-il légitime de considérer que seule une accélération de l'inflation est en mesure de faire dérailler le scénario de la Fed? En d'autres termes, n'existe-t-il pas d'autres éléments qui seraient de nature à remettre en cause le principe d'une action

fondée sur les données économiques? Dans ce contexte, il y a un argument qui mérite de faire l'objet d'une certaine attention: et si l'inflation sur les actifs finissait par contraindre la Fed à devoir se montrer plus restrictive dans la conduite de sa politique monétaire?

On se rappelle que A. Greenspan s'est toujours opposé à l'idée que la gestion des bulles pouvait être réalisée de manière efficace par les autorités monétaires. Si cette question a bien évidemment été de plus en plus débattue au cours des dernières années, les propos récents de J. Powell semblent s'inscrire dans la logique «conservatrice» de A. Greenspan. Et alors me direz-vous, la belle affaire que voilà! Et bien certains pointent du doigt la progression des prix de l'immobilier ou celle des actions, comme des indices que la bulle sur les actifs est en train de s'accélérer. En d'autres termes, concentrer son attention sur la seule progression des prix des biens et services pourrait être une erreur dangereuse qui donnerait un faux sentiment de sécurité, tant à l'autorité monétaire dans la détermination de son action «data dependent» qu'aux investisseurs enclins à penser que la liquidité demeurerait un soutien pour les actifs financiers à un horizon de 12 mois.

Ce qui est valable pour la Fed l'est aussi pour la Banque Centrale Européenne mais dans un contexte beaucoup moins serein

que celui de son homologue de Washington; passation de pouvoir entre M. Draghi et Madame Lagarde, démission /dissension au sein du conseil de l'autorité monétaire et, last but not least, une évolution des prix des biens et services qui demeure beaucoup trop faible au regard de l'objectif que la BCE s'est assignée. En outre, il suffit de regarder certaines courbes des prix de l'immobilier dans les pays qui nous entourent pour se convaincre que le risque d'inflation sur les prix des actifs n'est pas une question uniquement pertinente pour l'Amérique.

Je l'avoue, j'ai toujours été sensible aux arguments des «conservateurs» sur la capacité des grands argentiers à gérer les bulles. Alors que nous avons tendance à nous concentrer sur les prix des biens et services, qui alimentent tant de commentaires dans tous les médias et dans de nombreuses recherches, la question des prix des actifs ne peut pas être occultée. Que la banque centrale US affiche une plus grande sérénité qu'il y a quelques mois est en soi plutôt positif. Ses discours récents sur le fait qu'elle dispose désormais d'une plus grande capacité à jauger le cycle et à ajuster sa politique en conséquence sont rassurants. Sont-ils crédibles au regard des développements sur les prix des actifs? Cette question mérite d'être conservée à l'esprit pour les mois qui viennent! ■