

**Trop belle la vie**

Quoi de plus agréable que les périodes de la vie où aucune décision difficile ne s'impose, où les seuls choix qui s'offrent demandent peu d'efforts et ne coûtent presque rien. La prudence est bien-sûr de mise car tout a une fin et le retour de bâton est souvent violent pour qui n'est pas vigilant. Pour autant, il faut savoir savourer son plaisir en bon épicurien tout en gardant un œil ouvert aux moindres signes avant-coureurs d'un changement de temps. Ces derniers sont d'ailleurs souvent subtils et donc sujets à caution et interprétation. Les plus attentifs à ces prémices sont amenés à prendre des décisions difficiles qui peuvent paraître incongrues, voire contre-productives, à ceux qui croient encore que l'horizon est dégagé. Pour ces derniers, il est toujours trop tôt et les prudents sont dénigrés comme des prophètes de mauvais augure.

**Des nuages à l'horizon**

La banque centrale américaine (la Fed) a vécu une période exceptionnelle depuis la dernière crise financière. Cela peut paraître ironique, mais la vie a été facile une fois le risque systémique couvert par la première phase d'assouplissement quantitatif. D'août 2010 à octobre 2014, la Fed s'est concentrée sur des injections de liquidités systématiques dans un contexte d'assainissement du bilan des banques. Pendant tout cette période, le taux de chômage américain était suffisamment éloigné de son niveau d'équilibre pour qu'elle puisse se consacrer presque exclusivement au soutien des actions et des prix de l'immobilier. A la moindre incertitude, la Fed a pu accentuer sa politique en augmentant la taille de son bilan : un véritable âge d'or pour des marchés financiers sous la protection de leur bonne fée la Fed. Les choses ont changé l'année dernière avec le passage du taux de chômage sous la barre des 6%. La Fed a alors dû progressivement détourner son regard des prix d'actifs pour reporter son attention sur ses objectifs de plein emploi et d'inflation.

**Les prévoyants et les autres**

Si depuis la réunion de Jackson Hole de septembre 2014, la banque centrale américaine a pris acte des signes avant-coureurs d'équilibre du marché du travail, les investisseurs restent confortablement installés dans un monde de bisounours où la Fed va parer à toute éventualité. Pourtant, la poursuite de la baisse du chômage dans les prochains mois va accaparer son attention, laissant peu de place au reste. Depuis six mois, les membres clés du comité de politique monétaire, notamment son vice-président Stanley Fischer, s'évertuent à convaincre les investisseurs de leur volonté de commencer à resserrer les conditions monétaires à partir de juin de cette année. Beaucoup d'investisseurs sont durs d'oreille. Il faut dire qu'au sein même du comité de politique monétaire, des sceptiques les confortent encore dans leur illusion d'une Fed protectrice des prix d'actifs.

**Une rançon de la gloire bien amère**

D'une certaine manière, la Fed est victime de son succès. A force de fournir une assurance aux investisseurs, ceux-ci ont fini par prendre de mauvaises habitudes. De nouvelles croyances se sont répandues : forces déflationnistes, stagnation séculaire, trappe à liquidité... Le but de la Fed était de convaincre les marchés que les taux resteraient bas pendant longtemps. C'est réussi ! Comme toujours avec la politique monétaire, il arrive un moment où la musique devient militaire alors que les investisseurs se languissent encore au doux son d'une berceuse. Presque tous les débuts de normalisation de la Fed ont été des surprises pour les marchés. C'était le cas en 1994 et 2004, 2015 ne fera pas exception, surtout que la tâche va être particulièrement ardue cette fois. Les obligations américaines sous-estiment largement la trajectoire de taux prévue par les membres du comité de politique monétaire eux-mêmes. La Fed va donc devoir défaire dans l'esprit des investisseurs ce qu'elle a mis des années à y imprimer, et ceci sans que le réveil ne soit trop brutal. Bonne chance.

**Trop dure la vie**

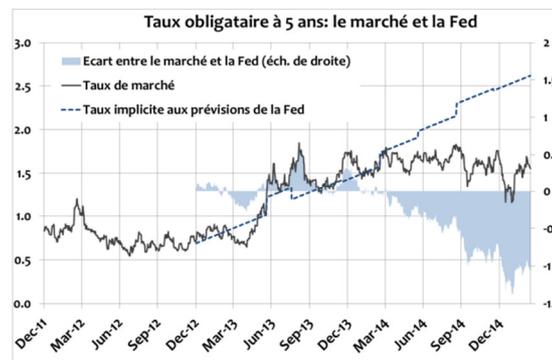
Le choc que la Fed va devoir infliger malgré elle aux investisseurs la fera rejoindre ses consœurs adeptes du châtimeur. La banque centrale suisse (BNS) a récemment décroché la médaille d'or des banques centrales les plus haïes. L'abandon brutal du seuil de 1.20 contre euro est ce qui peut se faire de plus violent en termes de choc infligé par une banque centrale. Il faut voir dans cette décision historique, et extrêmement lourde de conséquences pour l'économie suisse, l'expression d'un dilemme de politique monétaire d'une intensité

## La fée se transforme en sorcière

elle-même extrême. La BNS n'est pas la première banque centrale venue. C'est une grande dame. Il était devenu illusoire, de son point de vue, d'espérer résister aux gigantesques flots de liquidités de la BCE voisine. Un arbitrage difficile entre la perte de crédibilité immédiate pour assurer le moyen terme et le maintien du seuil de change fixe pour un problème plus grave à terme. Choix difficile, très impopulaire et donc courageux. L'avenir dira si c'était le bon. D'autres banques centrales ont été confrontées à des choix cornéliens, mais elles y sont plus habituées, comme les investisseurs d'ailleurs. Les banques centrales brésilienne et russe ont dû augmenter leurs taux directeurs pour limiter la pression sur leurs devises, alors même que leurs économies sont déjà en récession. Une situation bien connue pour ces pays n'ayant pas vraiment d'indépendance monétaire, donc moins surprenante pour tout le monde.

## Crédulité et tromperie

La Fed s'est mise dans une situation paradoxalement plus difficile que ses cousines émergentes. Les banques centrales émergentes n'ont jamais survécu quoi que ce soit de nouveau concernant leur manière de réagir. En revanche, la Fed a activement fait la promotion de taux bas pendant longtemps comme s'il n'y avait pas de lendemain. Or selon la Fed elle-même, il y a bien un après. Depuis le début, il est tout à fait clair pour elle que ses taux doivent ensuite remonter plus vite que d'ordinaire, rester plus haut pendant plus longtemps, avant de retrouver leur niveau d'équilibre de long terme. De cette trajectoire de « contrôle optimal » beaucoup plus réactive que la règle traditionnelle, nous n'avons vu que la première partie. La partie agréable ou les conditions monétaires restent inhabituellement accommodantes. Le reste de l'histoire est devant nous. Une hausse des taux directeurs à marche forcée d'abord. Des taux qui restent élevés ensuite.



Non seulement les marchés ne croient pas à la remontée modérée prévue par les membres du comité de politique monétaire de la Fed, mais ces prévisions ne sont elles-mêmes pas cohérentes avec le schéma qui a justifié les taux bas pendant longtemps. Le problème est que plus les investisseurs doutent de la remontée des taux d'intérêt, plus il est coûteux de leur rappeler la suite du

plan d'ensemble. Il s'agit d'un véritable dilemme pour la Fed, dont ses membres les plus expérimentés ont parfaitement conscience. Encore une fois, la banque centrale américaine est victime de son succès. En finissant par être convaincus que les taux resteraient bas pendant longtemps, les investisseurs ont permis de maintenir des conditions extrêmement favorables à l'amélioration du marché du travail. Mais maintenant que le taux de chômage est proche de l'équilibre, la Fed a soudainement perdu tout intérêt pour des taux bas et doit préparer les hausses à venir. Le malentendu sur la conditionnalité des serments faits dans le passé est devenu abyssal avec le choix d'une trajectoire de « contrôle optimal ».

## Qui aime bien châtie bien

La Fed sait qu'elle doit revenir sur les promesses faites à un public devenu trop crédule. Comme la banque centrale suisse, elle a aujourd'hui le choix entre rectifier le tir le plus tôt possible et réveiller la foule un peu brutalement, ou attendre encore et prendre le risque d'un carnage plus tard. Plus le malentendu est grand, plus la situation est intenable et l'incitation à agir de façon préventive élevée. C'est ce qu'a montré l'exemple suisse. Maintenant que le taux de chômage est à 5,5% aux Etats-Unis, des taux de marché sous les prévisions des membres de la Fed sont devenus une incitation à avancer la normalisation, pas à la retarder. Ne pas le faire serait une très mauvaise nouvelle pour les marchés. Tout soulagement ne serait que de courte durée et ne ferait que reporter et aggraver la mauvaise surprise à venir. La météo a changé et la Fed le sait. Le temps n'est plus à la rêverie et à la procrastination, mais à une courageuse opération vérité. Le plus tôt sera le mieux.

*Edité à Londres le 16 mars 2015*