

## Trois rendez-vous qui apportent de la visibilité

Les incertitudes qui vont marquer l'année 2015 sont développées sans réserve dans tous les médias: géopolitique, politique tout court (avec des élections cruciales en Europe), rupture de conjoncture sur le front des matières premières vont peser sur l'économie mondiale et, pour finir sur la vie de tous. Face au chapelet des risques, rechercher les points d'appui sinon les certitudes est une réaction saine. Les politiques monétaires qui ont dicté les évolutions conjoncturelles et, en tout cas, celles des marchés financiers depuis maintenant plus de 7 ans, vont, encore en 2015, constituer un de ces points d'appui. Et les marchés financiers ont trois rendez-vous au premier semestre qu'ils n'imaginent pas rater. Ces perspectives leur donnent ce dont ils ont besoin avant tout: de la visibilité.

### 22 janvier: la BCE face à la désinflation

Le calendrier prévoit pour la fin janvier une réunion du conseil de la Banque Centrale Européenne. Son président, Mario Draghi a centré ses analyses sur le risque d'inflation négative. De fait, on n'imagine pas que le premier trimestre se conclue par autre chose qu'une érosion des prix en zone euro, à leur stagnation dans le meilleur des cas.

Le patron de l'institut d'émission a aussi balayé par avance les oppositions à une accélération de la gestion «non conventionnelle» de la monnaie, affirmant même qu'accepter une inflation durablement inférieure à l'objectif de 2 % serait, pour la BCE «illégal». En d'autres termes, il annonce qu'une nouvelle phase va être franchie au premier trimestre, avec la mise en place d'un programme de rachat d'emprunts des

Etats de la zone monétaire. C'est à dire un assouplissement quantitatif ou Quantitative Easing comparable à celui mené aux Etats-Unis, au Japon ou en Grande Bretagne.

Dans les paroles au moins – mais ce sont les armes les plus fortes des banquiers centraux – M. Draghi réfute par avance les oppositions qui vont se manifester, en particulier en Allemagne, ou les accusations de laxisme viendront autant de la Bundesbank que de l'opinion publique elle-même. «Ne pas respecter notre mandat (qui comprend selon lui l'inflation cible à 2 % dans le cadre de la stabilité des prix) serait illégal»: on ne peut pas mieux se donner toute liberté d'agir.

La BCE est entrée dans une phase de très forte progression de la taille de son bilan (près de 50 % en trois ans) et la panne du crédit privé la conduit inmanquablement dans ce cadre à financer les Etats, dont la demande de crédit est par nature toujours présente. Evidemment, ces injections monétaires ne vont pas seulement soutenir l'activité (et les marchés financiers). Elles donneront plus de marge encore aux pays de la zone euro qui n'ont pas mené une politique économique et budgétaire à l'allemande. Financer ainsi la France et l'Italie, au-delà de toutes leurs déclarations d'intention, cela revient à les inciter à maintenir leur modèle et à ne pas engager réellement des réformes de structures importées d'outre-Rhin.

Cependant, nécessité va faire loi et la direction sera sans doute annoncée dès ce 22 janvier. La réunion suivante de politique monétaire du 5 mars se tiendra à Chypre, pays dont les obligations d'Etat seront a priori exclues du mécanisme d'assouplissement quantitatif. Ce n'est pas le lieu idéal pour annoncer une telle révolution. Et attendre la suivante (le 15 avril) serait prendre le risque de permettre le développement d'une désinflation tournant à la déflation.

## 1er avril: début de l'exercice fiscal japonais

Au Japon, les questions philosophiques de politique non conventionnelle sont largement dépassées. Le «QQE» (assouplissement dit qualitatif et quantitatif) a amené le total du bilan de la BoJ au-dessus de 50 % du produit intérieur brut. Le premier ministre Shinzo Abe s'est donné du temps pour continuer et même accélérer. Les élections législatives anticipées qu'il a provoquées en décembre, il les a voulues comme un plébiscite portant sur sa personne et sur son programme économique.

Après deux ans, les trois flèches de sa stratégie économique (monétaire – budgétaire – réformes de structures) n'ont pas changé la donne d'inflation très faible et de croissance coiffée. Les pleins pouvoirs que la victoire électorale sans appel lui confère lui donnent du temps aussi bien que la possibilité d'utiliser des armes nouvelles.

Les injections monétaires prennent encore de l'ampleur. Elles porteront en un an à 75 % du PIB les actifs détenus par la banque centrale et les rachats de titres d'Etat de la BoJ permettent dans le même temps d'orienter l'épargne vers le secteur privé. Le fonds de pension public japonais va ramener la part des obligations d'Etat de 60 % de son portefeuille à 35 %.

On a du mal à ne pas parler de fuite en avant puisque c'est bien l'institut d'émission qui va financer le nouveau creusement de la dette publique. Elle pèse 2,5 fois le produit intérieur brut de l'Archipel.

Tout semble dit et on se demande ce qu'on peut attendre de M. Abe et de son gouvernement au moment de la nouvelle année fiscale. Pourtant, les Abenomics (l'acronyme pour résumer la politique du Premier ministre) vont certes s'accélérer dans la direction prise depuis deux ans sur le plan monétaire, mais prendre une dimension différente sur le plan fiscal et sur celui des réformes de structures. Plus de moyens – y compris en différant encore la hausse de TVA prévue – mis au service d'une ambition de relance durable de l'activité économique passant par un soutien décentralisé aux acteurs économiques plus qu'aux budgets publics d'investissement déjà bien gonflés.

M. Abe peut-il étonner? C'est la condition pour réussir le pari et il a trois mois pour le faire. L'obligation de ne pas décevoir vaudra au moins pour les annonces.

## 18 juin: l'appel de la Fed pour une hausse des taux

La relance économique et même la lutte contre la déflation ne sont pas au menu des réunions du comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale. On sait que le mandat de la Fed comprend de façon explicite le soutien de l'activité. Sur ce plan, pas beaucoup d'incertitude, la machine économique américaine est lancée et tourne bien et même mieux encore de mois en mois.

Les débats portant sur les éléments qui ont permis le développement du cycle relativisent l'apport monétaire, faisant ressortir en particulier les effets de la révolution des gaz et pétroles de schiste ou ceux de la réorientation des termes du commerce mondial. Il n'en reste pas moins que la gestion de la banque centrale n'est pas discutée pour ses effets directs sur la valorisation des actifs et sur les effets de levier donnés par le marché du crédit.

La réduction progressive des achats d'actifs aux banques par la Fed, menée de novembre 2013 à octobre dernier, a été réalisée sans casse, ni en termes de conjoncture, ni sur les valorisations des actifs, actions, obligations immobilier. La phase suivante de retour à la normale passe par des hausses des taux directeurs. Le discours de Janet Yellen, la patronne de l'institut d'émission s'est déjà infléchi. On est passé en décembre de taux maintenus proches de zéro «pour un temps considérable» à l'annonce d'une attitude «patiente» avant de relever les taux.

Les indicateurs suivis à la Fed – et en premier lieu celui du marché de l'emploi laissent la place à ce premier mouvement vers un retour à une gestion monétaire plus rationnelle. Sauf nette dégradation conjoncturelle, sauf effondrement de l'inflation hors énergie, la hausse des taux est promise pour cette année. Les rendez-vous du 29 janvier et du 19 mars pourraient se limiter à une évolution des éléments de langage. Mais le 18 juin au plus tard, Mme Yellen n'échappera pas à l'annonce d'une direction affirmée.

Une hausse des taux (ou simplement son annonce) ne sera pas une mauvaise nouvelle. Elle conformera simplement le cycle de croissance d'autant plus stable qu'il est progressif. Il n'est pas certain que les marchés de l'argent anticipent correctement le changement de mode. Mais la Fed a prouvé qu'elle savait prendre le temps de les acclimater.