

Jackson Hole : les grands argentiers condamnés à la confirmation

Le rendez-vous de Jackson Hole lance la conjoncture monétaire de la dernière partie de l'année. Le symposium des banquiers centraux dans la station de ski du Wyoming est bien sûr l'occasion de nombreux échanges informels entre grands argentiers, entre économistes et journalistes, avec une pincée de décideurs de grandes entreprises pour donner un peu de corps. La date du rendez-vous fixé par la Réserve Fédérale du Wyoming – la dernière semaine d'août - impose, selon les années, un exercice de mise en perspective des chocs encaissés pendant l'été, ou de point d'étape après une mer calme.

Le rendez-vous des banquiers centraux sur fond de stabilisation

On se trouve cette année dans la deuxième situation. Le mois d'août n'a pas connu de choc financier comme cela est finalement assez souvent le cas. Cela l'avait été l'année dernière, avec les conséquences d'un premier ajustement monétaire chinois sur fond de nette révision de la croissance du pays. Cette année, autant le premier trimestre aura été tendu – toujours la croissance chinoise, mais aussi les conséquences de la chute du baril -, autant, la stabilisation aura été la marque de la fin du printemps.

Les facteurs de risque sont loin d'avoir disparu. Mais les marchés financiers les ont pris en compte : on sait qu'ils craignent plus l'incertitude ou le changement de donne qu'une conjoncture médiocre, mais sans surprise.

Les instituts d'émission font le job, mais la croissance mondiale ralentit encore

La grande question reste évidemment la croissance mondiale. L'été n'a pas apporté autre chose que des confirmations, avec un rythme mondial inférieur à 3 % cette année et sans doute l'année prochaine. Suivant les calculs retenus pour la Chine – entre ceux du parti communiste et les retraitements d'économistes internationaux - on se situe avec plus ou moins de marge par rapport au fameux seuil de 2,5 % en deçà duquel les équilibres financiers mondiaux seraient très fragilisés.

On ne peut pas dire que les banques centrales ne font pas le job pour soutenir l'activité, sur toute la planète, en particulier dans les pays riches et, aussi, en Chine. Les politiques monétaires restent très accommodantes, à coup d'injections de liquidités et de taux d'intérêt très bas, voir nuls ou négatifs. On attend évidemment un éclaircissement de la position américaine dans l'intervention de Janet Yellen, la patronne de la Fed vendredi. Face au plein emploi, mais aussi à des pressions inflationnistes pratiquement inexistantes, le conseil de politique monétaire américain apparaît assez divisé. En tout état de cause, un relèvement de 0,25 % des taux directeurs américains en décembre ou même en septembre n'empêcherait pas le maintien des encours à l'économie de la banque centrale qui n'envisage pas, pour le moment, de réduire la taille de son bilan. De plus, un très léger durcissement américain ferait pression à la hausse sur le dollar et inciterait les instituts d'émission partout dans le monde à accélérer encore leurs programmes « non conventionnels ».

Les systèmes bancaires fragilisés : la méthode en cause plus que la recherche des capitaux

La deuxième catégorie de facteurs de risque découle de cette question de croissance mondiale molle. C'est la question des systèmes bancaires. Les premières semaines de 2016 ont été marquées par la crainte de défaillances en cascades entraînées par des défauts de la part de producteurs de pétrole. Les encours des puits de schiste américain, mais aussi (et peut-être surtout) ceux qui ont financé des capacités de productions pétrolières ou de matières premières dans la sphère émergente, pouvaient justifier des scénarios noirs.

Au tournant de septembre, le rebond des cours du pétrole a permis de rassurer pleinement sur les risques américains, et le coût des couvertures de taux sur le secteur le montre bien. Les puits de schiste ont désormais un seuil de rentabilité plus proche de 40\$ que de 55\$, gagnent à nouveau de l'argent et les ouvertures sont reparties. Restent bien sûre à amortir les surcapacités des pays émergents et, en premier lieu celles de la Chine.

Ce dernier cas est particulier avec un système communiste qui fait finalement porter le risque à l'État. Cependant, il est peu ou prou suivi par l'ensemble des pays de production et les banques centrales locales portent de plus en plus la dette. Les équilibres sont loin d'être rétablis, la croissance durablement coiffée, mais les risques de décrochage sont mieux limités qu'il y a six mois.

La pression bancaire vient davantage d'Europe. Le laxisme allemand en matière de bilans du secteur et les conséquences de la surévaluation de la monnaie (ou plutôt de l'impossibilité de dévaluer) en Italie et en Espagne va imposer de lourdes recapitalisations – 100 milliards d'euros pour l'Allemagne et l'Italie réunies. Les financements ne posent pas de difficultés en eux-mêmes en raison de l'argent gratuit mis à disposition sans limite par la BCE. Mais leur mécanisme s'avère très complexe : rincer au passage l'épargne italienne ou casser les pouvoirs locaux des länder allemands, cela aurait des conséquences politiques sérieuses.

Les enjeux politiques et géopolitiques dépassent le cadre des banques centrales

La conférence de Jackson Hole ouvre de toute façon une phase d'accélération politique. Le référendum britannique et les élections japonaises et espagnoles ont été les premiers épisodes au tout début de l'été. Les deux suivants qui vont être marquants seront le référendum italien et la présidentielle américaine. Les questions sont assez similaires au fond : c'est le modèle de croissance mondiale qui est en cause, avec ses conséquences sur la constitution d'économies à deux vitesses aussi bien aux États-Unis qu'en Europe.

On touche la limite des pouvoirs et de l'efficacité que peuvent avoir les grands argentiers qui vont partager des cocktails au Wyoming. La stagnation japonaise malgré les plans monétaires et budgétaires sans précédent en temps de paix est plus une illustration qu'un avertissement. La croissance des pays riches ne peut concentrer la richesse sur une frange trop limitée de la population, laissant la majorité à un niveau inchangé (élevé dans le cas japonais). Derrière les scrutins de la fin de l'année, derrière ceux de 2017 en Allemagne et en France, derrière la capacité du gouvernement Abe de trouver une vraie croissance japonaise, c'est la redistribution de la richesse créée qui est en question.

Les banques centrales ne peuvent remplacer les gouvernements et le retour de la politique va cadrer leur action, sans cependant stopper la fuite en avant financière qu'elles mènent plus ou moins de concert. Le premier des résultats est cette valorisation des actifs, qui ne semble cependant pas constituer un vrai danger (de krach) tant la conjoncture d'argent facile et gratuit est installée.

Tout cela et, bien sûr aussi les tensions géopolitiques, relativisent le rendez-vous de Jackson Hole, qui semble condamné à être celui de la confirmation plus que de l'innovation pour répondre aux risques économiques et financiers.