

## Jackson Hole 2017 : les banques centrales condamnées à poursuivre leurs stratégies...

L'été des marchés financiers se termine chaque année avec un mois d'avance. La Fed du Kansas convie à Jackson Hole, une petite station de montagne du Wyoming, les banquiers centraux et une palette d'économistes mondiaux. Plus que les contributions théoriques, ce sont évidemment les communications des patrons des instituts d'émission qui focalisent l'attention. Il est arrivé que de vraies inflexions de politiques monétaires soient annoncées à Jackson Hole.

### Le grand constat : les QE n'ont pas eu d'effet sur l'inflation

Cette année, le symposium qui se tient du 24 au 26 août a pour thème « *Promouvoir une économie mondiale dynamique* ». On appréciera l'ambition sans en être évidemment surpris, tant les banques centrales ont pris en main la gestion de l'économie depuis 10 ans, ravalant pour ainsi dire les pouvoirs politiques à un rôle secondaire ou à un facteur de risque.

Avant de proposer des potions, il sera tenté un bilan. L'économie mondiale est en croissance et, après un rebond assez général au deuxième trimestre, la stabilisation autour de 3 % cette année et l'année prochaine est à portée. On doit cependant relativiser en raison de la très nette inflexion de la dynamique américaine. Mais c'est surtout l'inflation – le manque d'inflation – qui met en doute la pertinence des programmes d'émission massive de monnaie – les fameux quantitative easing.

L'inflation mondiale tourne sur un rythme compris entre 2,5 % et 3 %, sous le coup d'une dérive des prix hors énergie qui ne repart pas dans les pays développés et d'une baisse assez généralisée dans les pays émergents.

Au-delà de l'organisation de la croissance mondiale, la question qui est posée aux grands argentiers à Jackson Hole découle de ce constat. Les théories économiques sont balayées par cette pression continue sur les prix malgré l'afflux de monnaie et est constatée même dans les pays de plein emploi. D'une certaine façon, les patrons des instituts d'émission peuvent avoir la tentation de constater une certaine inefficacité du gonflement considérable des leurs bilans. En quelque sorte, en se disant que puisque l'effet sur l'inflation est quasi nul, on peut s'interroger sur celui qu'il a sur l'économie réelle.

### La voie étroite de l'orthodoxie monétaire pour la Réserve Fédérale

La présidente de la Réserve Fédérale américaine, Janet Yellen fait partie de ceux-là. Constatant que l'inflation ne touche finalement que les actifs – immobilier et finance en particulier – elle a déjà annoncé la couleur. Présente cette année au Wyoming, elle pourrait préciser à nouveau son programme de très forte baisse du bilan de la Fed. La stabilité financière qu'elle met en avant n'est pas le seul sujet puisqu'il n'y a pas

d'inflation. Un retour à plus d'orthodoxie financière viserait largement à contenir les effets de bulle et à donner à la politique monétaire des moyens d'action au moment où le cycle américain tournera du ralentissement de la croissance à la récession.

La voie est étroite. En premier lieu car les valorisations des actifs – les indices boursiers en particulier – vont être très sensibles au moindre des détours des phrases du discours de Madame Yellen. Ensuite parce que le maintien de taux longs bas et même négatifs en termes réels (en tenant compte de l'inflation) est une nécessité : le Budget fédéral américain ne supporterait pas des rémunérations très supérieures à l'inflation. Enfin, la Réserve Fédérale ne cherchera pas à susciter une remontée du dollar, au contraire.

Maintenir la croissance américaine va limiter les ambitions de « retour à la normale » de la stratégie de la Réserve Fédérale. À Jackson Hole, on n'attend pas beaucoup de déclarations des homologues de Janet Yellen : les contraintes dictent une poursuite de ce qui est annoncé en Chine à la veille du Congrès du parti, au Japon, au Royaume-Uni, en Suisse, ... Du côté de la Banque Centrale Européenne, l'arrêt progressif des injections de liquidités l'année prochaine dépendra finalement des décisions américaines. Mais la même contrainte de préserver avant tout les États endettés de la zone euro impose le maintien des taux négatifs.

## Gestion des bulles : Janet Yellen peut peser sur les actifs financiers

Au total, les banquiers centraux ont restreint d'eux-mêmes leurs marges de manœuvre et il semble y avoir peu de risques de surprises au séminaire de la fin de cette semaine. La position de Madame Yellen sur la gestion des bulles d'actifs sera sans doute un des points centraux. Là est le principal des risques éventuels qui pèsent sur la stabilité financière jugée indispensable pour soutenir cette « économie mondiale dynamique » qui est le thème de Jackson Hole.

