

LES BANQUES CENTRALES FACE À LEURS RESPONSABILITÉS

APRÈS DES ANNÉES DE TORRENTS DE LIQUIDITÉS DÉVERSES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS POUR RELEVER LES ÉCONOMIES FRAPPÉES PAR DES CRISES À REPÉTITION (ÉCLATEMENT DE LA BULLE INTERNET DE 2000, CRISE IMMOBILIÈRE DES SUBPRIMES DE 2008, CRISE DES DETTES SOUVERAINES DE LA ZONE EURO DE 2010-2011, CRISE DU COVID-19 DE 2020), LES BANQUES CENTRALES SEMBLENT AVOIR COMPRIS QUE LEURS POLITIQUES DE TAUX D'INTÉRÊT NULS ET D'ASSOULISSEMENT QUANTITATIF PEUVENT AUSSI ABOUTIR À DES EFFETS NÉGATIFS (BULLES D'ACTIFS, AGGRAVATION DES INÉGALITÉS DE PATRIMOINE, DÉRAPAGES BUDGÉTAIRES, EMBALLEMENT DES ANTICIPATIONS D'INFLATION).

En pratiquant ce que les économistes appellent la "dominance fiscale" (politique monétaire subordonnée à la politique budgétaire) pour assurer la solvabilité d'États prodigues et favoriser ainsi l'emploi et la croissance, les banques centrales ont longtemps couru le risque de perte de crédibilité dans leur rôle de maintien de la stabilité des prix. Tant que les forces déflationnistes étaient bien présentes (Chine, forte concurrence internationale entre les économies ouvertes, atonie structurelle de la demande en Europe, faiblesse des gains salariaux aux États-Unis, prix de l'énergie raisonnables grâce notamment au développement rapide du gaz de schiste américain), la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne ont continué d'augmenter sans crainte la taille de leur bilan. Dans un contexte de disparition de la prime de terme (rémunération supplémentaire pour le risque de durée) sur les marchés obligataires, **les investisseurs se sont ainsi détournés du sujet pourtant crucial de la valorisation** des actifs financiers et immobiliers pour ne plus s'intéresser qu'à des questions de croissance de revenus et de positionnement stratégique dans des secteurs réputés porteurs (transitions numérique et énergétique).

Cet environnement change en ce moment même sous nos yeux. Les banques centrales craignent davantage les effets de second tour et la fameuse boucle prix-salaires (inflation auto-entretenu), le cauchemar des grands argentiers de la planète qui nous ramène aux années 1970. Alors que l'inflation de 2021 fut d'abord un choc d'offre lié à la paralysie des chaînes de production et de logistique durant la crise sanitaire, couplé à un transfert significatif de la demande des services (inaccessibles) vers les biens (notamment digitaux, les matériaux de construction, les équipements domestiques...), le discours ambiant a longtemps été celui d'un retour à la normale à la faveur de la réouverture des économies. Selon la plupart des observateurs, **l'inflation n'aurait pas le temps de s'installer dans le paysage et de modifier en profondeur les anticipations et les habitudes des agents économiques. Cette thèse a pris du plomb dans l'aile** alors que le marché de l'emploi américain reste tendu et que la guerre en Ukraine aggrave les phénomènes de pénurie. Les contestations sociales et la remise en cause des bienfaits de la mondialisation qu'accompagne l'emprise des États sur des pans entiers de l'économie, amplifiée par la crise sanitaire et les tensions entre



Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager.

la Russie et l'Otan (économie de guerre), posent clairement **la question de l'éventualité d'un changement de paradigme**. Les banques centrales ont compris le danger et semblent prêtes à retourner à des politiques plus conventionnelles. Les pressions structurelles renforcées par les transitions énergétiques et numériques, qui accentuent les phénomènes de rareté des ressources, renforcent les inquiétudes d'un emballement durable des anticipations.

Si rien ne permet d'affirmer à ce stade que les banques centrales réussiront à contenir les anticipations d'inflation et éviter ainsi la fameuse boucle prix-salaires, une réalité s'est déjà imposée aux investisseurs outre-Atlantique: **la Réserve fédérale américaine n'est plus là pour soutenir à n'importe quel prix la bourse de New York.**