

Une politique monétaire plus inflationniste après B. Bernanke ?

Obama privilégie une politique favorable à l'emploi au détriment de l'inflation. Yellen ou Summers poursuivront une politique reflationniste. L'objectif d'inflation sera rehaussé.

Points clés

- Le président Obama veut un changement de politique encore plus favorable à l'emploi
- Le profil du remplaçant de Bernanke se précise, il devra privilégier l'emploi et avoir une plus grande tolérance pour une reprise de l'inflation
- Le temps presse, le suspens pourrait être court
- Bernanke absent de la conférence de Jackson Hole, une première qui annonce une transition
- Janet Yellen est considérée depuis 2009 comme le successeur de Bernanke, elle représente la continuité
- Larry Summers, bénéficie d'une reconnaissance internationale
- Dans les deux cas la politique monétaire sera reflationniste

Le président Obama pousse Bernanke vers la sortie et donne le profil idéal de son successeur

Le président des Etats-Unis a laissé entendre depuis plusieurs semaines que le président actuel de la Réserve fédérale, M. Ben Bernanke, ne se représenterait pas pour un troisième mandat en 2014.

Même si ce dernier le souhaitait, la porte s'est donc déjà refermée depuis cette prise de position sans ambiguïté de la présidence américaine.

Décrit comme fatigué par un double mandat particulièrement difficile, Ben Bernanke tirera donc sa révérence prochainement. Sans doute espère-t-il que l'histoire retiendra son action à la tête de la Réserve fédérale comme décisive dans le redressement de l'économie américaine et la sortie de la crise financière, et dont les effets inflationnistes s'avèreront limités.

Il aurait probablement voulu également terminer son mandat avec panache en établissant les bases d'une normalisation de la politique monétaire ultra-expansionniste qu'il avait mise en place, notamment en mettant en œuvre une diminution progressive, avant le terme de son mandat, de son troisième programme d'assouplissement quantitatif (QE3) de rachat d'actifs à hauteur de 85 milliards de dollars par mois, grâce à une accélération de la croissance américaine...

Nous verrons dans les prochains mois si la vigueur espérée de l'économie américaine suggérée par la première estimation de croissance du 2^{ème} trimestre, sera réellement au rendez-vous. Ou si, au contraire, la remontée inattendue des taux longs agira comme un frein et un resserrement monétaire trop brutal pour une économie américaine encore en phase de convalescence.

Mais entre-temps, le président Obama livre sa vision des compétences requises en 2014 pour assumer les fonctions de président de la Fed, deuxième personnage le plus important du pays et qui donnera le ton de la future politique monétaire du pays.

En rappelant que cette nomination sera certainement l'une des plus importantes de son second mandat, le président Obama donne sa vision des qualités requises par le futur remplaçant de Ben Bernanke pour servir au mieux les intérêts de l'économie et du peuple américain.

Le futur président de la Fed devra selon lui être capable de tenir compte du double mandat de l'institution, qui est à la fois d'assurer la croissance tout en contrôlant l'inflation.

Il rajoute également que ces deux objectifs sont vitaux pour maintenir un « dollar fort » et la stabilité des marchés financiers.

Enfin, le nouveau président de la Fed devra être suffisamment clairvoyant pour renforcer la croissance ainsi que l'emploi, et améliorer concrètement le niveau de vie des américains. Mais aussi pour contrôler l'inflation et empêcher le développement de nouvelles bulles spéculatives, à l'image de la dernière crise de l'immobilier, ou de toute autre forme de crise financière.

Rien d'étonnant qu'il souligne que cette tâche sera confiée à une personnalité exceptionnelle et particulièrement qualifiée, ce qui évidemment réduit sensiblement le nombre de candidats potentiels.

Le suspens pourrait ne pas tenir longtemps

La prochaine réunion du FOMC aura lieu les 17 et 18 septembre. Avant cette date, il est donc théoriquement improbable qu'une décision ne soit annoncée. Mais la dernière nomination de Ben Bernanke avait été révélée quatre mois avant la fin de son mandat. Compte tenu de la situation spécifique liée au « tapering » du QE3, dont les économistes fixent désormais à cette prochaine réunion du FOMC la date marquant son probable enterrement, il se pourrait tout de même qu'un changement de leadership soit déjà perceptible dans quelques jours lors de la conférence annuelle de la Fed, qui se tiendra à Jackson Hole du 22 au 24 août. Les commentaires du président Obama, indiquant que Bernanke était resté en poste bien plus longtemps qu'il le souhaitait, laisse entendre que Bernanke pourrait ne pas vouloir aller au bout de son mandat et démissionner ainsi avant le mois de janvier, sitôt que le nom de son remplaçant aura été communiqué et avalisé par le Congrès.

Le fait que le président actuel de la Fed ne soit pas présent lors de cette conférence exclusive, organisée par la Réserve fédérale de Kansas City à Jackson Hole, pourrait déjà être le signe qu'une période de transition est amorcée.

Ben Bernanke a effectivement décidé de ne pas être présent à cette conférence, à laquelle il a pourtant participé comme 1^{er} acteur régulièrement depuis 2006 après avoir succédé à Alan Greenspan. Il avait pourtant souvent annoncé lors de cette conférence des éléments importants ou apporté des précisions concernant sa politique monétaire, qui ont eu des effets significatifs sur les marchés financiers.

Traditionnellement, cette conférence est donc particulièrement importante, puisqu'elle regroupe le « Who's who » des banquiers centraux et offre une tribune exceptionnelle au président de la Réserve fédérale pour exposer en détail sa politique

monétaire devant un parterre de professionnels et de journalistes spécialisés triés sur le volet.

Cette fois, cependant, il n'y aura certainement pas, le premier jour de la conférence, de discours d'ouverture et de présentation détaillée des lignes directrices de la future politique monétaire suivie par la Réserve fédérale. En effet, cette année, l'actuel président de la Fed a curieusement décidé de ne pas être présent à cette conférence en évoquant des raisons très peu convaincantes. La dernière fois qu'un président de la Réserve fédérale s'est abstenu de venir à cette conférence et n'a donc pas tenu de discours d'ouverture remonte à 1988. Cela fait donc 25 ans que cet événement a été l'occasion pour le président de la Réserve fédérale de présenter des changements clés d'orientation, comme cela fut le cas notamment en 2010, lorsque les commentaires de Ben Bernanke ont annoncé l'imminence de la deuxième phase de son programme d'assouplissement monétaire (QE2).

La vice-présidente de la Réserve fédérale, Madame Janet Yellen, présentera donc sans doute à la place de Ben Bernanke quelques orientations de politique monétaire, mais son rôle semble pour l'instant réduit à celui de modérateur des discussions, en compagnie de l'ancien gouverneur de la banque centrale israélienne (M. Stanley Fischer).

L'agenda précis des discussions et la liste des participants n'ont pas été communiqués dans les détails. Il est donc possible que la conférence de Jackson Hole réserve quelques surprises.

Quelle personnalité exceptionnelle pourrait recueillir les faveurs du président Obama ?

Manifestement les qualités requises pour assurer les fonctions de président de la Fed et concilier les objectifs parfois contradictoires fixés par le président Obama ne se trouvent pas aisément et de nombreux économistes de talent n'ont malheureusement pas la personnalité, l'énergie, la diplomatie et l'endurance nécessaire pour diriger cette institution prestigieuse.

La liste des « papables » est donc relativement réduite à quelques personnalités ayant déjà largement fait leurs preuves.

Janet Yellen



En haut de la liste, l'actuelle vice-présidente de la Fed Janet Yellen serait un choix relativement classique, permettant d'assurer la continuité de l'action menée par le président Bernanke.

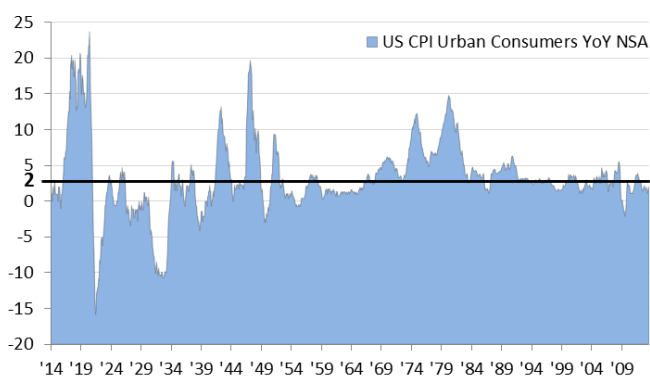
Actuellement vice-présidente du FRBG (Federal Reserve's Board of Governors) depuis avril 2010, pour un mandat de 4 ans, son mandat de membre ordinaire du FRBG court jusqu'en 2024. Elle fut aussi entre 2004 et 2010, présidente et CEO de la Réserve fédérale de San Francisco, membre du Board of Governors of the Federal Reserve System entre 1994 et 1997. Elle a été présidente du Council of Economic Advisors du président Clinton entre 1997 et 1999. En 1977-1978 elle participait déjà à l'action de la FRBG en tant qu'économiste de la division « International Finance, Trade and Financial Studies Section ». Phd en économie de l'université de Yale en 1971, elle a donné des cours régulièrement à l'université de Harvard et à la London School of Economics.

Depuis 2009, elle est considérée comme le probable successeur de Bernanke à la tête de la Réserve fédérale.

Les analystes la considèrent majoritairement comme plus concernée par les questions de croissance et d'emploi que par l'inflation. Sa tolérance pour l'inflation pourrait être la plus élevée des trois candidats. Elle mentionnait d'ailleurs qu'elle tolérerait une inflation supérieure à la moyenne jusqu'à ce que le taux de chômage glisse en-dessous de 6.5%. Selon elle, l'action du FOMC devrait se focaliser avant tout sur l'emploi, même si la conséquence de la politique suivie devait s'avérer inflationniste.

Avec un taux d'inflation inférieur à 2%, toujours très en-dessous de la moyenne historique et même au niveau bas des 50 dernières années, sa position pourrait avoir les faveurs des politiciens.

Taux d'inflation annuel USA



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Pratiquement, Janet Yellen pourrait poursuivre une politique encore plus longtemps accommodante que ne l'aurait fait Ben Bernanke.

Que cela soit en matière de QE3 ou par d'autres moyens, sa sensibilité en faveur de la croissance devrait la porter vers une politique encore plus expansionniste que Bernanke. Elle deviendrait, en cas de nomination, la première femme présidente de la banque centrale américaine et la première présidente d'une banque centrale au monde.

Le président Obama devrait sans doute voir en elle une candidate idéale qui devrait probablement être particulièrement sensible aux objectifs de la présidence américaine, qui met au premier plan la question de l'emploi et relègue en seconde position la question de l'inflation.

Lawrence Henry Summers



Un des plus jeunes professeurs en économie de l'histoire d'Harvard, élu le 27^{ème} Directeur de l'Université de Harvard en 2001. Avant d'être membre de l'équipe de transition du président Obama, il a précédemment fait partie de l'équipe des conseillers économiques de Reagan entre 1982-83 et du candidat démocrate Dukakis en 1988. Il fut ensuite nommé président du Conseil économique national entre 2009 et 2010 (organe du Bureau exécutif du président des Etats-Unis), après avoir été le 71^{ème} Secrétaire au Trésor entre 1999 et 2001 dans l'administration Clinton. Economiste en chef de la Banque mondiale et chercheur émérite, Summers est un véritable poids lourd dans l'univers des économistes. Ses travaux de recherche académiques ont apporté des contributions importantes dans plusieurs domaines de l'économie. Personnage parfois controversé, au langage direct, il a dû démissionner de la National Academy of Science en 2006 pour avoir tenu des propos polémiques sur les compétences des femmes dans les domaines techniques comme les mathématiques ou pour ses réflexions sur la logique économique de la gestion des déchets dans les pays défavorisés. En 2010, il renonce à sa fonction au sein du Conseil économique national et montre son désaccord avec la politique économique suivie par Obama.

Nul doute cependant que malgré ces événements, Summers a la carrure d'un président de banque centrale et que si Obama décidait de le nommer, il assumerait la fonction avec charisme. Il a lui aussi la réputation de considérer que la Fed devrait centrer son action sur la question de l'emploi et ne pas donner une importance trop grande aux questions inflationnistes. Il jouit d'une reconnaissance internationale et a malgré tout des liens privilégiés avec Obama. Sa position favorable à la dérèglementation du secteur financier dans les années 90 peut jouer contre sa nomination.

Alan Krueger



Docteur en économie de l'université de Harvard depuis 1987, actuel président du Council of Economic Advisors, il est considéré comme l'un des économistes les plus respectés dans son domaine d'expertise.

Il a été le chef économiste du département du travail entre 1994 et 1995. Ses travaux académiques sur les effets des hausses de salaires l'ont rendu célèbre dans la profession. **Sa nomination serait perçue comme une volonté de poursuivre la politique entreprise par Bernanke. Mais il ne figure pas sur la « short-list » des favoris.**

Continuité ou changement de politique monétaire ? La vision de Kenneth Rogoff suggère la nécessité d'une reflation !

L'économiste en chef du FMI et professeur à l'université de Harvard, célèbre notamment pour ses travaux sur l'impact des crises bancaires sur l'économie, suggère clairement que, dans la situation actuelle, le prochain président de la banque centrale américaine devrait avoir une « tolérance » plus élevée pour l'inflation que par le passé. En période de faible inflation et de chômage très largement supérieur à la moyenne historique, une stimulation économique par une politique monétaire agressive, même au prix d'un certain retour de l'inflation, est une stratégie appropriée. **Une hausse des prix modérée selon lui serait même bénéfique et réduirait le taux d'intérêt réel ainsi que le poids de la dette réelle.** En temps normal, les banques centrales doivent plutôt assurer la stabilité des prix pour maintenir les taux nominaux bas, mais la situation est différente aujourd'hui. La plupart des banquiers centraux doivent au-contre faire face à une inflation trop basse, en-dessous de leur objectif à long terme souvent fixé à 2%. Les commentaires d'Obama il y a quelques jours sont clairs sur ce point, il rappelait que « le plus grand challenge n'est pas l'inflation mais le fait qu'il y a encore trop d'américains sans travail ». La croissance américaine peine à décoller, l'inflation reste en-dessous de la barre des 2% malgré une explosion du bilan de la banque centrale à 3.6 trillions de dollars.

Summers et Yellen ont souvent communiqué leur tolérance pour une inflation supérieure à 2% et se trouvent donc sur la même ligne politique de base.

La vision de Kenneth Rogoff suggère d'adopter une position encore plus agressive en matière de tolérance pour l'inflation. Il suggère un taux de +4% pour vraiment enclencher le mécanisme de reflation dans l'économie. Même Bernanke, lorsqu'il était encore professeur à l'université de Princeton suggérait que le Japon devrait adopter un objectif de 3% à 4% d'inflation pour relancer la croissance. La nouvelle politique du 1^{er} ministre japonais Abe et de la banque centrale est allée dans ce sens.

Au sein de la Fed, l'idée avait été avancée de « targeter » une inflation supérieure à la normale pour une période limitée, jusqu'à ce que celle-ci rattrape le « déficit d'inflation » provoqué par la crise financière depuis 2007, mais cette idée a vite été écartée par Bernanke. Il est peu probable qu'un revirement complet de politique intervienne avec la nomination de son remplaçant. Le changement de présidence sera pourtant certainement l'occasion de renforcer la prédominance de l'objectif « emploi » par rapport à l'objectif « inflation ».

Conclusion

Les deux favoris actuels présentent les mêmes caractéristiques fondamentales, ils suivront certainement tous deux une politique plus expansionniste si nécessaire. Ils relèveront aussi tous deux probablement leur niveau de tolérance à l'inflation en donnant peut-être même clairement un signe en ce sens aux marchés financiers.

La hausse des cours de l'or de 1'200.- \$ à 1'360.-\$ depuis que le président Obama a exposé sa vision et établi une « short-list » de candidats susceptibles de mettre en œuvre des politiques de reflation de l'économie n'est sans doute pas sans relation.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch