

> POINT DE VUE SUR LES MARCHÉS

LES INVESTISSEURS FINANCIERS ONT-ILS RAISON DE NE PAS CROIRE LES BANQUES CENTRALES ?

Par François Duhon, responsable de la Recherche globale, CIC Market Solutions,
et Adrien Régnier-Laurent, économiste

Les dernières semaines ont accouché d'une situation plutôt stupéfiante sur les marchés financiers : face à des investisseurs financiers qui ont intégré dans le prix des actifs et le niveau des taux d'intérêt (comme illustré par les taux à 2 ans, ci-dessous) des remontées rapides des taux directeurs aux Etats-Unis comme en Europe, les banquiers centraux ont été forcés de donner des indications bien plus précises qu'à l'accoutumée pour expliquer qu'ils n'agiraient pas dans un calendrier aussi serré.

Est-ce une erreur de se positionner de manière opposée à ceux qui détiennent finalement les manettes d'une telle décision, ou ces derniers réagissent-ils trop avec retard et les actifs financiers ont-ils pris un coup d'avance ? Pour notre part, s'il est vrai que le passé a déjà montré que la communication des banquiers centraux pouvait tarder à évoluer pour des raisons politiques et en raison d'une recherche de constance pour gagner en crédibilité, nous considérons toutefois que l'analyse des banquiers centraux est crédible et que le coût à agir de manière précipitée est tellement important qu'il faudrait un emballement avec des effets à long terme pour que les banquiers centraux changent leur fusil d'épaule, et cela pour trois raisons.

La première tient avant tout à la nature même de la crise : sans précédent historique en termes de *stop and go* de la demande mondiale et donc en perturbations des chaînes d'approvisionnement, l'efficaci-

té de la politique monétaire pour tenter de contenir une hausse des taux d'inflation qui triple parfois les objectifs des banquiers centraux semble dérisoire. Si l'on ajoute à cela un traumatisme encore palpable à la Banque centrale européenne (BCE) de la remontée des taux directeurs de 2011 qui a contribué à la crise financière de la zone euro, la volonté des banquiers centraux de refuser toute précipitation se comprend mieux.



Les deuxième et troisième raisons découlent donc de la première : pour remonter les taux directeurs, il faudra surtout avoir confiance en la durabilité des facteurs inflationnistes, et donc constater des anticipations d'inflation bien ancrées et un marché du travail bien mieux rétabli. Sur ce dernier point, nous considérons que la poursuite de la croissance permettra de l'obtenir mais seulement pas à pas.

Aux Etats-Unis, les créations d'emplois se poursuivront et davantage d'Américains reviendront sur le marché du travail une fois que se dissiperont les craintes sanitaires. Selon les dernières données de l'enquête Pulse, près de 6 millions

d'Américains expliquaient ne pas travailler début octobre à cause de l'épidémie. Certains membres de la Réserve fédérale ont évoqué l'été prochain comme horizon minimum pour trancher si les progrès autour de l'emploi sont suffisamment satisfaisants, soit après l'anticipation d'une première remontée des taux directeurs actuellement intégrée par les investisseurs financiers (T2-2021).

En zone euro, si les salaires progresseront à un rythme plus important ces prochains mois, il nous semble que le chemin sera plus long encore qu'outre-Atlantique avant de devoir craindre une spirale salaire-inflation durable. En plus de la persistance plus importante en zone euro de certains facteurs désinflationnistes déjà identifiés avant la crise (démographie, intensité concurrentielle, excès d'épargne), le marché du travail européen est structurellement moins générateur de hausse de salaire dans la durée. Il ne s'agira donc pas que de revenir vers le niveau d'avant-crise (attention, les chiffres du chômage sont déjà revenus à un niveau faible mais en zone euro la crise a surtout concerné le nombre d'heures travaillées, encore largement sous son niveau d'avant-crise) mais d'aller plus loin encore. Cela va nécessiter encore plusieurs années, là où les investisseurs financiers tablent déjà sur une remontée du taux de dépôt de la BCE dès 2022, un écart qui implique donc une progression des taux souverains, mais bien plus graduelle que la hausse que nous avons pu observer ces dernières semaines. ■