

HAUSSES DE TAUX SYNCHRONES: UNE ANALYSE PAR LA SOMME DES PARTIES

L'analyse par la somme des parties, largement utilisée en finance d'entreprise, a fait son apparition parmi les banques centrales. Cela traduit la crainte que les effets des nombreuses hausses de taux synchrones dépassent ceux de l'addition de ces hausses. Il y a plusieurs explications possibles à cela. Dans la mesure où l'inflation dans un pays donné dépend en grande partie des capacités de production inemployées au niveau mondial, ces hausses synchrones pourraient entraîner une baisse soudaine de l'inflation. La hausse des prix à l'importation, liée à la dépréciation de leur devise, pourrait forcer des pays à un resserrement monétaire. Une baisse de la confiance joue aussi un rôle, en particulier pour les entreprises exportatrices. Que faire ? Les banques centrales pourraient insister sur le fait que ces hausses de taux synchrones devraient réduire les anticipations d'inflation. Elles devront également prendre en compte, dans leur propre politique, les effets des décisions prises par les autres banques centrales.

En finance d'entreprise, l'analyse par la somme des parties (« *sum-of-the-parts* ») s'efforce de répondre à la question de savoir si le démantèlement d'un conglomérat, par la scission de certaines des entités qui le composent, serait créateur de valeur pour les actionnaires. L'idée sous-jacente est que la somme de la valeur des unités individuelles pourrait être supérieure à la valorisation actuelle du conglomérat.

Ce concept a fait son apparition parmi les banques centrales. Dans une récente allocution¹, Lael Brainard, vice-présidente de la Réserve fédérale américaine, a souligné que « *l'effet conjugué d'un resserrement mondial simultané est supérieur à la somme de ses parties* ». Le nombre de hausses de taux synchrones² est en effet exceptionnellement important (cf. graphique), ce qui n'est guère surprenant dans la mesure où de nombreux pays sont touchés par une inflation élevée. D'après Lael Brainard, cela contraint la Réserve fédérale à « *prendre en compte les retombées de la hausse des taux d'intérêt, de l'appréciation du dollar, et de l'affaiblissement de la demande des économies étrangères à destination des États-Unis, et réciproquement* ».

Philip Lane, chef économiste de la Banque centrale européenne, a récemment avancé un argument similaire : « *Compte tenu du degré d'intégration élevé de l'économie mondiale, notre analyse doit prendre en compte les retombées des politiques monétaires partout dans le monde* »³.

1 *Restoring Price Stability in an Uncertain Economic Environment*, propos de Lael Brainard, Vice-présidente du Conseil des Gouverneurs de la Réserve Fédérale dans « *Shocks and Aftershocks: Finding Balance in an Unstable World* », lors de la 64^e réunion annuelle de la National Association for Business Economics, Chicago, Illinois, 10 octobre 2022.

2 Le terme « synchrone » fait référence à l'idée que les hausses de taux interviennent au cours d'un même intervalle de temps, mais non de manière coordonnée auquel cas le terme « synchronisé » serait utilisé.

3 La transmission de la politique monétaire, Discours de Philip R. Lane, membre du directoire de la BCE, à la conférence Société Universitaire Européenne de Recherches Financières (SUERF), CGEG|Columbia|SIPA, BEI, Société Générale intitulée « *Perspectives pour l'Union européenne et les États-Unis : nouvelles directions pour la politique économique* », New York, le 11 octobre 2022.

Un autre avertissement est venu de la Banque mondiale : « *Le resserrement hautement synchrone des politiques monétaires et budgétaires pourrait, dans une économie mondiale fortement intégrée, causer plus de dommages à la croissance qu'on ne pourrait l'attendre de la somme des effets des politiques de chacun des pays* »⁴.

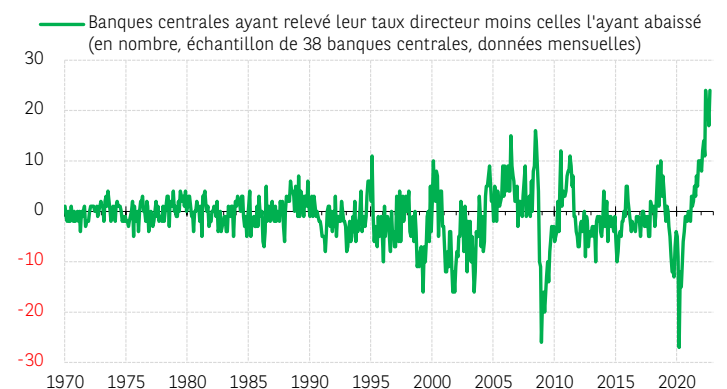
Mais pourquoi l'effet conjugué de la hausse des taux d'intérêt risque-t-il d'être supérieur à la somme des parties ?⁵ Maurice Obstfeld du Peterson Institute for International Economics a identifié deux raisons⁶.

4 *Is a global recession imminent?*, Justin Damien Guénette, M. Ayhan Kose and Naotaka Sugawara, CEPR Document de réflexion DP17566, 3 octobre 2022.

5 Une hausse des taux dans un pays donné devrait avoir un effet négatif sur la croissance et l'inflation dans ce pays. Compte tenu de la baisse de ses importations, la politique de ce pays a également des retombées sur les autres pays. Dans une approche par la somme des parties, des hausses de taux synchrones dans plusieurs pays ont un impact qui correspond à la somme des effets dans chacun des pays.

6 *Uncoordinated monetary policies risk a historic global slowdown*, Maurice Obstfeld, Pe-

TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BRI (OCTOBRE 2022), BNP PARIBAS

Des hausses de taux synchrones par un grand nombre de banques centrales pourraient avoir un effet disproportionné sur la croissance mondiale, et entraîner une baisse de l'inflation plus rapide que prévu.



Dans la mesure où l'inflation dans un pays donné dépend en grande partie des capacités de production inemployées au niveau mondial – c'est-à-dire que l'écart entre la croissance réalisée et la croissance potentielle de l'économie mondiale («*output gap*») détermine, dans une large mesure, l'évolution des prix dans chaque pays – des hausses de taux synchrones décidées par de nombreux pays pourraient, *via* leur impact sur l'*output gap* mondial, causer une baisse soudaine et importante de l'inflation. La hausse des prix à l'importation constitue un autre facteur. Un resserrement monétaire dans un pays donné doit en principe, toutes choses égales par ailleurs, provoquer une appréciation de sa devise. Or, la dépréciation des devises de ses partenaires commerciaux pourrait entraîner une inflation des prix à l'importation dans ces pays. Cela contraindrait leurs banques centrales à procéder, elles aussi, à un resserrement monétaire, lequel contribuerait au ralentissement de la croissance mondiale.

Outre les arguments mentionnés par Maurice Obstfeld, les effets sur la confiance sont également susceptibles de jouer un rôle. Cet élément revêt une importance particulière pour les entreprises fortement exportatrices. Une hausse des taux d'intérêt par la banque centrale locale pourrait peser sur la demande de leurs produits sur un marché d'exportation donné. Si un tel phénomène se produisait de manière synchronisée sur plusieurs de leurs marchés d'exportation, l'effet négatif en termes de perte de confiance pourrait être disproportionné.

Comment les banques centrales peuvent-elles réagir compte tenu du risque que l'effet conjugué de la hausse des taux d'intérêt soit plus important que celui de la somme des parties? Les banques centrales pourraient insister dans leur communication sur la nature synchrone des hausses de taux. Cela pourrait modérer les anticipations d'inflation au niveau mondial⁷, et aider, dans une certaine mesure, à ramener l'inflation vers l'objectif.

Ainsi, le resserrement cumulé pourrait être plus limité, ce qui réduirait le risque de politiques monétaires excessivement strictes. Comme l'indiquent Brainard et Lane, les banques centrales pourraient également porter une attention particulière aux retombées des mesures prises par les autres banques centrales, et ainsi limiter le resserrement cumulé. Les investisseurs risqueraient toutefois d'interpréter une telle situation comme un signal accommodant prématuré. La communication se doit donc d'être la plus claire possible pour éviter une perte de crédibilité.

William De Vijlder

erson Institute for International Economics, 12 septembre 2022.
7 Cet argument a été avancé par Maurice Obstfeld.

