



PHOTO: BRUNO ROCHA/FOTARENA

À contre-courant

Ilan Goldfajn explique pourquoi les banques centrales doivent rester fidèles à leurs convictions

LES BANQUES CENTRALES doivent se garder de surprendre les marchés, dit-on couramment. Mais, selon Ilan Goldfajn, c'est exactement l'inverse qui s'impose. Au milieu de l'année 2016, durant les deux premières semaines de son mandat de gouverneur de la banque centrale du Brésil, les marchés, les journalistes et les commentateurs étaient tous convaincus qu'il faudrait ajuster l'objectif d'inflation, car il était trop élevé. M. Goldfajn n'était pas de cet avis, et il a tenu ferme. En 2017, l'inflation se situait à 2,95 %, légèrement en dessous de la marge de tolérance.

M. Goldfajn, né en Israël, a grandi à Rio de Janeiro au cours d'une période de profonde détresse économique du Brésil, marquée par quatre changements de monnaie en sept ans et une inflation de plus de 80 % par mois. Il a obtenu un doctorat du Massachusetts Institute of Technology et a travaillé dans des pays d'Asie pour le compte du FMI à la fin des années 90. Il a été gouverneur adjoint de la banque centrale du Brésil pour la politique économique au début de la première décennie 2000, puis, de 2009 à 2016, économiste en chef de la plus grosse banque brésilienne, Itau Unibanco, avant de revenir prendre la présidence de la banque centrale de juin 2016 à février 2019. Il a pris récemment la présidence du Crédit Suisse au Brésil, et il s'est entretenu avec Andreas Adriano, de *F&D*, à propos

de l'évolution des annonces de la banque centrale au cours des dernières années, en expliquant qu'il importe de savoir aller à l'encontre de l'avis général.

F&D : Comment avez-vous vécu le défi face à l'ensemble de la communauté économique dès le début de votre mandat ?

IG : Il faut parfois être sûr de ses convictions sans lâcher pied face à l'ensemble des marchés, de la presse et des analystes. Les deux premières semaines de mon mandat de gouverneur de la banque centrale, en 2016, ont été marquées par un débat public au sujet de l'économie brésilienne, sur la question de savoir si le taux d'inflation de 11 % pourrait être ramené à 4,5 % l'année suivante. Nous pensions que l'entreprise serait difficile et compliquée, mais possible. La demande était très faible, bien inférieure au potentiel de l'économie après deux années de récession. Il me semblait tout à fait faisable d'atteindre notre objectif, si nous parvenions à coordonner les attentes et à infléchir la politique économique et monétaire. C'était une sage décision : le taux d'inflation en tombé en 2017 à 2,95 %, plus bas que prévu.

F&D : Vous avez aussi rompu avec les attentes vers la fin de votre mandat.

IG : En 2018, l'inflation était encore en deçà de l'objectif. Les anticipations étaient bien ancrées, mais les taux d'intérêt augmentaient aux États-Unis, ce qui faisait grimper les taux des pays émergents. Il semblait donc judicieux de relever les taux au Brésil. Cependant, au vu du lent rétablissement de l'économie — bien qu'encore en deçà de son potentiel — et de la faible inflation, il n'était pas recommandé de relever le taux. Pour la deuxième fois donc, vers la fin de mon mandat, nous avons pris le contrepied du consensus.

F&D : Au fond, ne s'agissait-il pas d'avoir confiance en votre régime et de suivre vos propres règles ?

IG : Tout à fait. Beaucoup de gens nous trouvaient trop orthodoxes. Mais, de temps à autre, il faut des convictions fondées sur le régime et vos propres instincts pour aller à l'encontre du consensus.

F&D : Dans les deux cas, il était nécessaire de faire passer le message plus activement. Comment vous y êtes-vous pris ?

IG : Nous avons mis avec force l'accent sur la transparence, en modifiant l'annonce et le compte rendu de la décision de politique monétaire. Nous nous sommes efforcés de faire passer le message de façon plus simple, concise et sans détour, de faire mieux comprendre nos actions, en particulier les mesures que nous prendrions, selon la suite des événements. Les prévisions d'inflation sont très importantes. En effet,

si les gens savent ce que vous comptez faire en fonction des données fondamentales, c'est pour le mieux.

F&D : Depuis la déclaration d'Alan Greenspan « Si mon message est trop clair, vous n'avez probablement pas compris mes propos » et celle de Mario Draghi « Nous ferons tout le nécessaire pour sauver l'euro », comment les banques centrales peuvent et devraient-elles modifier leurs modes de communication ?

IG : De nos jours, la plupart des gens jugent qu'il faut de la transparence. La Réserve fédérale a évolué : nous connaissons ses objectifs, ses projections et ses intentions. Elle fait de plus en plus d'annonces directes pour influencer sur les attentes. Cela vaut aussi en Europe. Ces annonces s'accompagnent non seulement d'un « coûte que coûte », mais aussi d'autres déclarations telles que « Nous maintiendrons durablement les taux d'intérêt bas ».

Au Brésil, nos avertissements seraient du genre : « Nous infléchirons la politique monétaire si cette turbulence des marchés affecte les prévisions d'inflation » ou « Nous espérons poursuivre notre politique d'expansion monétaire ». La transparence de la banque centrale est appropriée dans un monde nouveau où l'information est publique. Personne ne se contente d'apprendre la décision sans en connaître la raison d'être. Naguère, il fallait attendre longtemps le compte rendu. De nos jours, au Brésil, les décisions de politique monétaire sont annoncées le mercredi, et le compte rendu est publié dans la matinée du mardi suivant.

F&D : Est-ce que cela a modifié votre charge en tant que gouverneur — vous a-t-il fallu vous entretenir avec plus d'interlocuteurs, différentes parties prenantes ?

IG : Ce n'est pas seulement vos paroles, mais votre vie qui est passée au crible 24 heures sur 24. Il vous est impossible de vous comporter comme un citoyen privé et d'exprimer vos opinions, même avec vos amis proches et votre famille. Parce que l'information circule, il faut peser soigneusement chaque acte et respecter les ressources publiques, comme le chauffeur ou l'avion. Il faut faire la queue et prendre un vol commercial comme tout le monde. Lorsque vous êtes au fond d'une crise, les gens vous observent et se demandent : est-il énervé ou pas, a-t-il pris du poids ou non ?

F&D : Est-il surprenant que l'indépendance de la banque centrale soit en même temps remise en compte dans de nombreux pays ?

IG : D'une certaine façon, l'idée que les banques centrales sont un puissant outil anticrises tend à les pousser à faire plus. Tout le monde aimerait nous voir stimuler davantage l'économie et éviter

les crises et les turbulences des marchés. Dans les pays avancés, il a fallu prendre des mesures inhabituelles parce que la crise financière mondiale était inhabituelle, mais nombreux sont les politiciens qui mettent en question les mesures adoptées.

F&D : Quels sont les défis que pose pour une banque centrale un mandat double — tel que celui de la Réserve fédérale, censée maintenir une inflation faible et stable, tout en maintenant le plein emploi ?

IG : De nos jours, les banques centrales s'inquiètent autant de l'évolution de l'inflation et de la croissance. Elles stimulent l'économie lorsqu'elle est en récession. Si l'inflation est inférieure à l'objectif, mais l'économie est en récession, ou si l'inflation est en bon ordre, mais le chômage gronde, il faut la stimuler. Même lorsque l'inflation est supérieure à l'objectif, la trajectoire — c'est-à-dire le temps nécessaire pour atteindre le but — entre aussi en compte. Toutes les banques centrales de la planète tiennent compte de ces arbitrages à court terme.

F&D : Alors, en pratique, il y a déjà un mandat double.

IG : Oui, mais la plupart des banques centrales ont conscience que la croissance à long terme ne relève pas de leur mandat. Cela dépend de la productivité, de l'éducation, de l'investissement et d'autres facteurs économiques réels au-delà de leurs possibilités. Quand je dis que les banques centrales prennent tout cela en compte, je veux parler des arbitrages de court terme entre l'inflation et les autres dimensions économiques. Il ne faut pas confondre cela avec la hausse de la croissance à long terme. La banque centrale y contribue en assurant la stabilité, mais plus de stimulation n'ajoutera rien sur le plan de la productivité.

F&D : Est-ce que l'on s'inquiète trop de la dépréciation des taux de change, en particulier dans les pays émergents ?

IG : Lorsqu'il y a des troubles, il y a toujours des tensions, et la banque centrale et le Trésor doivent savoir comment y remédier. La banque centrale a pour rôle de remédier aux turbulences des marchés et de contribuer à améliorer leur fonctionnement. À part cela, il importe de laisser le taux de change fluctuer en fonction des fondamentaux et des chocs. Les décideurs doivent être capables de distinguer quand il mérite une attention particulière et quand il faut le livrer à lui-même. Chacun est en quête d'un système pour déterminer quand il convient d'intervenir et quand il faut laisser le taux de change refléter la réalité économique du moment. **FD**

Cet entretien a été abrégé et révisé pour plus de clarté.