

Macroéconomie : pourquoi on n'a pas besoin de taux négatifs

Par Henri Lepage le mardi 1 mars 2016, 22:32 - Article - Lien permanent

- Banques centrales
- Conjoncture
- Crise
- Croissance
- Finance
- Monnaie
- Politique monétaire
- Politique économique
- Système monétaire international
- Taux d'intérêt



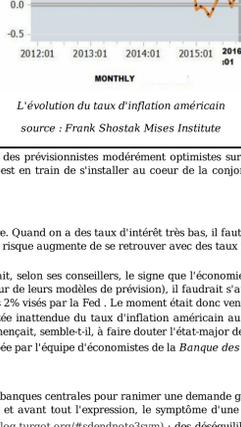
Il se pourrait que nous soyons à la veille d'une profonde révision de la vision macroéconomique conventionnelle - qui est à l'origine de l'incroyable impasse dans laquelle nos banques centrales nous ont fourvoyés.

Alors que les médias bruisaient de rumeurs concernant une possible conversion de la Fed aux taux négatifs, une nouvelle a pris la plupart des acteurs économiques américains à contrepied : la publication du chiffre de l'inflation pour janvier 2016.

Ce mois-là la hausse de l'indice des prix à la consommation a été de 0,29 % alors que les spécialistes attendaient 0,20 %. Non seulement c'est beaucoup plus que ce à quoi les marchés s'attendaient, mais c'est aussi la plus forte augmentation annuelle enregistrée depuis mars 2009. Par ailleurs, l'évolution de la masse monétaire (Divisia M4¹) semble indiquer que cette reprise de la hausse des prix devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Selon Steve Hanke, Professeur à The Johns Hopkins University (Baltimore), la monnaie est aujourd'hui sur un rythme de croissance annuelle compatible avec le retour de la demande domestique finale sur un trend moyen de 4,8% (en nominal).

Que faut-il en penser ? En quoi cette surprise modifie-t-elle les anticipations, plutôt inquiètes, qui s'étaient formées à la fin de l'année dernière ? Tout dépend du paradigme économique auquel vous vous raccrochez.

Si vous êtes de ceux qui considèrent que la synthèse keynéso-monetariste héritée des années 1970-1980 - celle qui structure tous les grands modèles de décision macroéconomique - représente l'horizon indépassable de la connaissance scientifique, alors il est inconcevable que cette information, si elle se confirme, est une victoire pour Janet Yellen. Elle tend à confirmer les hypothèses qui ont conduit la Présidente de la Fed à admettre que le moment était bel et bien venu d'amorcer la remontée des taux d'intérêt pour enclencher le processus de normalisation de la politique monétaire US.



En ce sens c'est donc plutôt une bonne nouvelle. Elle renforce la position des prévisionnistes modérément optimistes sur les perspectives de l'économie US à court et moyen terme. Il s'agit d'une information qui va à contre courant de ceux qui pensent que la récession est en train de s'installer au coeur de la conjoncture US avec, à la clé, une nouvelle crise financière mondiale d'ampleur majeure (susceptible de se manifester dès cette année).

Les taux bas : un outil de régulation...

Rappelons quel était le raisonnement de Yellen à la fin du mois de novembre. Quand on a des taux d'intérêt très bas, il faut absolument sortir de la zone des taux zéro ou de son voisinage (ZLB - Zero Lower Bound) car si l'inflation, contre toute attente, continue de baisser, le risque augmente de se retrouver avec des taux réels qui s'alourdissent et déclenchent un processus de spirale déflationniste (le pire des scénarios, à éviter à tout prix : *deflationary trap*).

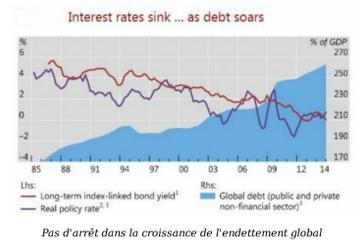
Le retour apparemment durable du taux de chômage au-dessous de 5% était, selon ses conseillers, le signe que l'économie US est revenue à un niveau très proche du plein-emploi. Moyennant quoi, selon les enseignements de la courbe de Phillips (qui figure toujours au coeur de leurs modèles de prévision), il faudrait s'attendre à voir réapparaître des pressions inflationnistes qui, si on n'agit pas préemptivement, pourraient rapidement ramener l'inflation bien au delà des 2% visés par la Fed. Le moment était donc venu d'agir.

C'est ce raisonnement qui se trouve en quelque sorte validé par la remontée inattendue du taux d'inflation américain au mois de janvier, alors même que l'avalanche d'informations financières et sectorielles allant dans le sens de l'annonce d'une récession prochaine commençait, semble-t-il, à faire douter l'état-major de la Fed de la solidité de ses anticipations.

Il y a cependant d'autres manières de voir les choses - comme celle développée par l'équipe d'économistes de la Banque des règlements internationaux, à Bâle.

... ou une alarme de détection ?

Au lieu de voir dans la baisse des taux d'intérêt un outil à la disposition des banques centrales pour ranimer une demande globale apparemment toujours aussi évanescente, ils considèrent que les taux zéro, et en particulier l'extension de l'aire des taux négatifs, sont d'abord et avant tout l'expression, le symptôme d'une accumulation, au niveau de l'économie mondiale, d'énormes déséquilibres financiers et monétaires d'ampleur et d'intensité sans précédents¹¹ (<http://blog.turgot.org/#sdenote4sym>) ; des déséquilibres qui sont tout simplement la conséquence directe des choix de politique monétaire faits depuis la crise par les principales banques centrales, à commencer par la plus importante d'entre elles, la Fed (*taux zéro, quantitative easing, forward guidance, prudential regulation*). Au lendemain de la grande récession tout s'est passé comme si les banques centrales s'étaient paradoxalement alliées pour reconstituer le cocktail qui, au cours des années 2000, avait conduit au grand crash (*endettement croissant, effets de levier, concentrations financières, rachats massifs d'actions, etc...*).



Ainsi, à leurs yeux, les taux bas, à la différence du paradigme dominant de la *mainstream economics*, ne sont pas un remède qui figurerait dans la besace des banquiers centraux, mais un signal d'alarme, une lumière rouge indiquant que la situation, tant dans les pays émergents que dans les nations industrialisées, atteint aujourd'hui un seuil d'alarme d'ores et déjà plus grave qu'à la veille du dernier grand krach financier (cf les déclarations à Davos de William White, Président du Comité de révision des situations économiques de l'OCDE, un ancien de l'équipe de la BRI qu'il a quittée en 2014¹⁸ (<http://blog.turgot.org/#sdenote4sym>)).

BRI : l'émergence d'un contre-paradigme

Leur point de vue se fonde sur une critique sans complaisance, bien qu'exprimée en termes très prudents, des schémas d'analyse et modèles qui conduisent l'action et les réactions actuelles des banques centrales (le *paradigme keynéso-monetariste* évoqué plus haut). Le problème n'est pas de savoir si ces modèles sont techniquement bons ou mauvais (ils n'ont cessé d'être perfectionnés), mais qu'ils ont pour l'essentiel été conçus à une époque pré-datant le véritable développement de la mondialisation. Leur univers comptable de référence reste donc principalement celui des économies nationales alors que les véritables acteurs économiques et financiers, même de taille relativement modeste, sont désormais immergés dans une réalité quotidiennement faite d'arbitrages sans frontières à l'horizon de la terre entière.

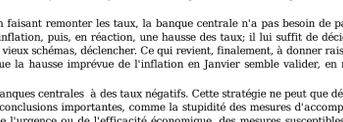
De ce fait, ils ne sont pas conçus pour intégrer et rendre bien compte de la manière dont les flux de financement et de refinancement, de création et de circulation des liquidités à l'échelle mondiale jouent désormais un rôle directeur dans la transmission spatiale et temporelle des impulsions économiques, notamment celles que génèrent les décisions des grandes banques centrales dominantes, d'acharnement à croire que c'est la baisse des taux qui permettra à l'inflation de remonter conduit en réalité à un taux d'inflation toujours plus faible (avec convergence vers un équilibre négatif de nature déflationniste que la banque centrale veut précisément éviter à tout prix). L'explication serait liée à l'aggravation de la pénurie de collatéraux (une conséquence mécanique de la crise, des nouvelles réglementations prudentielles, mais aussi du *quantitative easing*) qui aurait pour effet que le taux d'intérêt réel des actifs à rendements fixes (celui qui se déduit du taux nominal de l'obligation après soustraction du taux d'inflation) incorpore désormais un *prime de liquidité* (ou d'illiquidité) dont l'effet, pour une cible de taux nominal donnée, est de faire varier le taux d'inflation en sens inverse des variations de cette prime.

Williamson considère donc que, si sa finalité est de normaliser en faisant remonter les taux, la banque centrale n'a pas besoin de passer par le détour qui consiste à utiliser une baisse de taux pour relancer l'activité, qui entraîne une remontée des perspectives d'inflation, puis, en réaction, une hausse des taux; il lui suffit de décider directement de relever son taux sans s'encombrer de craintes quant aux effets déflationnistes que cette hausse devrait, selon les vieux schémas, déclencher. Ce qui revient, finalement, à donner raison à la décision prise par Janet Yellen indépendamment même des explications théoriques dont elle s'est entourée. Une décision que la hausse imprévue de l'inflation en Janvier semble valider, en même temps qu'elle apporte peut-être un élément de vérification empirique au modèle non conventionnel des *néo-fishériens*.

Cette approche conduit notamment à condamner le recours des banques centrales à des taux négatifs. Cette stratégie ne peut que déboucher sur des résultats opposés à ceux recherchés (accroître la déflation, et non la contrer). De ce point de vue elle mène à des conclusions importantes, comme la stupidité des mesures d'accompagnement envisagées pour renforcer l'efficacité des taux négatifs (l'interdiction du *cash*). Il est donc inutile d'envisager, au nom de l'urgence ou de l'efficacité économique, des mesures susceptibles de porter gravement atteinte aux libertés individuelles. La lutte contre le *cash* apparaît alors pour ce qu'elle est véritablement : un acte de dérive vers l'autoritarisme totalitaire.

Un pont avec la pensée "autrichienne"

Il ne faut cependant pas perdre de vue que cet enseignement, aussi intéressant soit-il, continue de se situer dans le cadre d'un mode de pensée d'équilibre général de type *mainstream* très éloigné du paradigme émergent fondé sur des problématiques financières de long terme (15/20 ans) mues par des logiques de processus déséquilibrés à l'échelle du marché mondial.



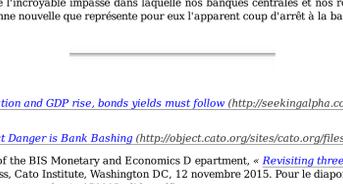
L'argument est que, dans une telle situation, la relation habituelle selon laquelle *baisse du taux → hausse de l'activité → hausse de l'inflation* donne naissance à une séquence inverse où l'augmentation de la masse monétaire conduit à l'inflation de remonter conduit en réalité à un taux d'inflation toujours plus faible (avec convergence vers un équilibre négatif de nature déflationniste que la banque centrale veut précisément éviter à tout prix). L'explication serait liée à l'aggravation de la pénurie de collatéraux (une conséquence mécanique de la crise, des nouvelles réglementations prudentielles, mais aussi du *quantitative easing*) qui aurait pour effet que le taux d'intérêt réel des actifs à rendements fixes (celui qui se déduit du taux nominal de l'obligation après soustraction du taux d'inflation) incorpore désormais un *prime de liquidité* (ou d'illiquidité) dont l'effet, pour une cible de taux nominal donnée, est de faire varier le taux d'inflation en sens inverse des variations de cette prime.

Williamson considère donc que, si sa finalité est de normaliser en faisant remonter les taux, la banque centrale n'a pas besoin de passer par le détour qui consiste à utiliser une baisse de taux pour relancer l'activité, qui entraîne une remontée des perspectives d'inflation, puis, en réaction, une hausse des taux; il lui suffit de décider directement de relever son taux sans s'encombrer de craintes quant aux effets déflationnistes que cette hausse devrait, selon les vieux schémas, déclencher. Ce qui revient, finalement, à donner raison à la décision prise par Janet Yellen indépendamment même des explications théoriques dont elle s'est entourée. Une décision que la hausse imprévue de l'inflation en Janvier semble valider, en même temps qu'elle apporte peut-être un élément de vérification empirique au modèle non conventionnel des *néo-fishériens*.

Cette approche conduit notamment à condamner le recours des banques centrales à des taux négatifs. Cette stratégie ne peut que déboucher sur des résultats opposés à ceux recherchés (accroître la déflation, et non la contrer). De ce point de vue elle mène à des conclusions importantes, comme la stupidité des mesures d'accompagnement envisagées pour renforcer l'efficacité des taux négatifs (l'interdiction du *cash*). Il est donc inutile d'envisager, au nom de l'urgence ou de l'efficacité économique, des mesures susceptibles de porter gravement atteinte aux libertés individuelles. La lutte contre le *cash* apparaît alors pour ce qu'elle est véritablement : un acte de dérive vers l'autoritarisme totalitaire.

Un pont avec la pensée "autrichienne"

Il ne faut cependant pas perdre de vue que cet enseignement, aussi intéressant soit-il, continue de se situer dans le cadre d'un mode de pensée d'équilibre général de type *mainstream* très éloigné du paradigme émergent fondé sur des problématiques financières de long terme (15/20 ans) mues par des logiques de processus déséquilibrés à l'échelle du marché mondial.



Ce nouveau paradigme, dont la BRI est aujourd'hui l'acteur, recoupe à bien des égards certains des messages caractéristiques de la pensée économique dite *autrichienne* (Hayek, Mises, Rothbard et leur explication des cycles). Il révèle en particulier l'immense responsabilité des éléments théoriques du paradigme traditionnel dans la genèse des déséquilibres fondamentaux qui sont en train de tuer l'ordre monétaire international installé depuis la fin de Bretton-Woods - et donc l'écrasante responsabilité des banques centrales elles-mêmes dans l'origine de leurs échecs.

Mais il s'en distingue par l'ensemble des travaux empiriques que les experts de la BRI développent pour appuyer leurs hypothèses et conclusions sur un corpus de connaissances chiffrées et statistiques approfondies. Cette connaissance comptable des flux macro-financiers qui structurent les réalités effectives de la *nouvelle économie globale* du XXIème siècle. Peut-être sommes-nous à la veille d'une profonde révision des principes de macro-économie à l'origine de l'incroyable impasse dans laquelle nos banques centrales et nos Responsables politiques se sont fourvoyés - mais que les intéressés vont continuer de nier farouchement en prenant prétexte de la bonne nouvelle que représente pour eux l'apparent coup d'arrêt à la baisse du taux d'inflation américain.

Henri Lepage

NOTES

i (<http://blog.turgot.org/#sdenote1anc>) Robert P. Balan, « *Inflation and GDP rise, bonds yields must follow* (<http://seekingalpha.com/article/3931636-inflation-gdp-growth-rise-bond-yields-must-follow?fjp=0>) », Seeking Alpha, 25 février 2016

ii (<http://blog.turgot.org/#sdenote2anc>) Steve Hanke, « *Biggest Danger is Bank Bashing* (<http://object.cato.org/sites/cato.org/files/000/011/112/pdfs/hanke-omffjan2016.pdf>) », GlobeAsia mars 2016.

iii (<http://blog.turgot.org/#sdenote3anc>) Claudio Borio, Head of the BIS Monetary and Economics Department, « *Revisiting three intellectual pillars of monetary policy received wisdom* (<https://www.bis.org/speeches/sp151112.pdf>) », Luncheon address, Cato Institute, Washington DC, 12 novembre 2015. Pour le diaporama d'accompagnement voir https://www.bis.org/speeches/sp151112_slides.pdf

iv (<http://blog.turgot.org/#sdenote4anc>) Ambrose Evans-Pritchard, « *World faces wave of epic debt defaults* (<http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/davos/12108569/World-faces-wave-of-epic-debt-defaults-fears-central-bank-veteran.html>) », The Telegraph, 19 Janvier 2016.

v (<http://blog.turgot.org/#sdenote5anc>) Sur ce sujet voir le livre de David Stockman : « *The Great Deformation : The Corruption of Capitalism in America* (<http://www.riosmauricio.com/wp-content/uploads/2013/07/The-Great-Deformation-David-A.-Stockman.pdf>) », PublicAffairs, 2013, 712 pages. Version pdf.

vi (<http://blog.turgot.org/#sdenote6anc>) Voir Claudio Borio et al, « *Labour reallocation and productivity dynamics : financial causes, real consequences* (<https://www.bis.org/pub/work534.pdf>) », BIS Working Papers n°534, janvier 2016.

vii (<http://blog.turgot.org/#sdenote7anc>) Cf la réaction de Peter Schiff dans son commentaire « *The Fed's Nightmare Scenario* (http://www.europac.com/commentaries/feds_nightmare_scenario) », EuroPacific Capital, 22 février 2016, .

viii (<http://blog.turgot.org/#sdenote8anc>) Voir les papiers publiés sur son blog « *Stephen Williamson : New Monetarist Economics* (<http://newmonetarism.blogspot.fr>) », <http://blog.turgot.org/#sdenote9anc>

ix (<http://blog.turgot.org/#sdenote9anc>) « *The End of Central Banking* (<http://newmonetarism.blogspot.fr/2016/02/the-end-of-central-banking.html>) », 14 février 2016.

Commentaires

Propulsé par Doteclar - RedLight par Effraie, sous licence WTFPL.