

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

QUESTIONS MONÉTAIRES

« CHASSEZ LE TAUX NATUREL, IL REVIENT AU GALOP »

(d'après Destouches)



Philippe Weber

Co-responsable
des études et de la
stratégie

ATTEND-ON BEAUCOUP DES BANQUES CENTRALES, ALORS QUE, CET AUTOMNE, PLUSIEURS RÉUNIONS SERONT OBSERVÉES AVEC UN INTÉRÊT TOUT PARTICULIER PAR LES MARCHÉS ?

Les attentes sont fortes, mais elles pourraient être déçues, en tout cas à très court terme. A plus long terme, il faut s'attendre à de nouvelles mesures, qu'elles relèvent ou non de la politique monétaire traditionnelle, mais sans doute limitées, pour celles des banques qui sont en phase d'assouplissement. Pour la Réserve fédérale, si surprise il y a, ce sera par une hausse plus forte que ce que les marchés anticipent aujourd'hui.

QU'EN EST-IL DE LA BCE, PAR EXEMPLE ?

Dans la zone euro, la croissance, l'inflation, la distribution de crédit progressent, accélèrent même un peu, mais timidement. Les taux négatifs pour de plus en plus de titres commencent à être un problème, et on a même vu une banque allemande imposer une « rémunération » négative sur certains dépôts. Dans ce contexte, la BCE ne devrait pas abaisser encore le taux de la facilité de dépôt. On imagine plutôt une prolongation des achats de titres (censés s'arrêter en mars 2017) et aussi un changement de la clé de répartition entre pays, permettant d'insister sur les pays plus fragiles (Italie, Espagne, Portugal, par exemple) et moins sur l'Allemagne. Le fait que des groupes de travail soient chargés de réfléchir à des mécanismes assurant la bonne mise en œuvre des achats renforce cette hypothèse.

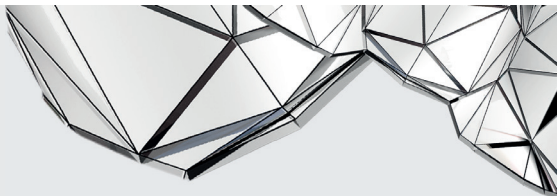
ET AU JAPON ?

Pour le gouverneur Kuroda, l'économie n'est plus en déflation, si l'on en croit les profits, l'emploi, l'inflation sous-jacente, et c'est grâce à la politique d'assouplissement qualitatif et quantitatif avec taux négatifs. L'inflation reste trop faible à cause de facteurs exogènes (pétrole, baisse de la demande intérieure après la hausse de TVA, ralentissement dans les émergents) et à cause de l'absence d'ancrage des anticipations. Les taux négatifs ont certes

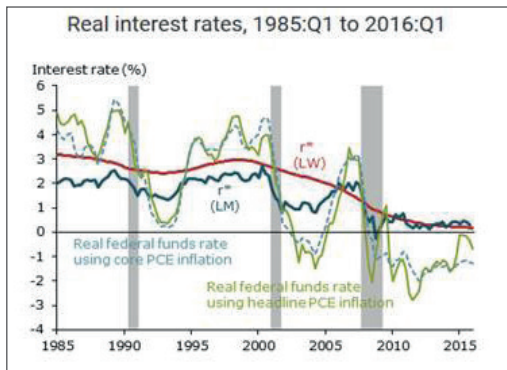
des inconvénients, mais ils ont encore plus d'avantages : il y a donc selon lui une marge de manœuvre pour les baisser encore. Au total, on peut s'attendre, sans doute plus tard, à une nouvelle baisse de taux et à un renforcement des achats. Mais tout le monde attend une hausse des salaires !

ENFIN, LA RÉSERVE FÉDÉRALE VA-T-ELLE ENFIN RELEVER SON TAUX DIRECTEUR ?

Le moment venu, certainement ! Pardon pour cette échappatoire... La situation est, il est vrai, complexe. L'économie américaine est proche du plein emploi, et, si l'inflation officielle reste faible (0,8 %), diverses mesures de l'inflation sous-jacente sont déjà à l'objectif de 2 %, voire au-delà. Certes la croissance est plus faible que dans les cycles précédents, mais on devrait malgré tout avoir des fonds fédéraux voisins de 3 %. A 0,37 %, on est en est loin ! En fait, la politique monétaire est depuis un moment l'objet de débats intenses, en particulier à la Réserve fédérale, mais aussi dans les autres banques centrales, comme en a témoigné le séminaire de Jackson Hole en août dernier. Un des points principaux de discussion est la baisse du taux dit naturel – le taux réel des fonds fédéraux qui, avec plein emploi des ressources, stabilise la croissance et maintient l'inflation à 2 %. Il n'est pas observable et il faut donc recourir à des techniques d'estimation diverses à partir de modèles. On imagine en tout cas qu'il est fonction de la croissance potentielle, donc de la croissance démographique et des gains de productivité : il en est resté longtemps très proche. Population active et productivité ont ralenti, donc la croissance potentielle aussi, mais, qui plus est, dans les années récentes, le taux naturel semble s'être éloigné sensiblement de la croissance potentielle, possiblement à cause de l'excès d'épargne à l'échelle mondiale – il serait à peine supérieur à 0 % actuellement aux Etats-Unis. Mais il s'agit d'un taux réel, donc le taux nominal devrait supérieur.



(SUITE)



Note: Shaded areas indicate recessions.

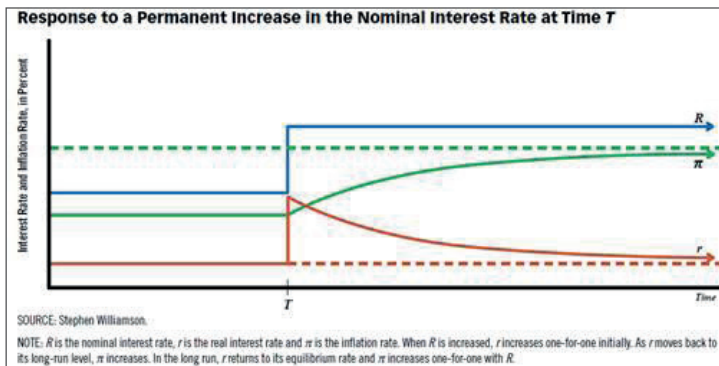
LA SOLUTION SEMBLE DONC SIMPLE, ET C'EST CE QUE RÉPÈTE LE FOMC : MONTER LE TAUX MOINS HAUT QU'AVANT, ET MOINS VITE...

En un sens, oui. Mais d'autres approches théoriques existent. L'une d'elles est ardemment défendue par M. Bullard, président de la Banque de Réserve fédérale de St. Louis. Pour lui, l'économie ne revient plus spontanément vers une croissance et une inflation qu'on pourrait qualifier de normales. Au contraire, elle alterne entre des régimes stables, le passage de l'un à l'autre n'étant pas prévisible.

Le régime actuel est caractérisé par une faible croissance de la productivité, un niveau très bas des taux sur les emprunts d'Etat venant d'une préférence massive pour la liquidité et la sécurité, et de l'absence de récession. Dans ce cadre d'analyse, selon les calculs de M. Bullard, il faut monter les taux une fois de 25 points de base, puis plus rien jusqu'à fin 2018 au moins. Si on change de régime, on avisera ! On voit que si cette thèse prenait corps, elle changerait l'analyse des politiques des banques centrales...

C'EST TRÈS PEU CONSENSUEL...

En effet ! Mais il y a encore plus surprenant : la même Banque de St. Louis a suggéré de se référer à l'analyse « néo-fisicarienne » et la Banque de Suède a aussi évoqué cette thèse. Pour cette théorie, le taux réel est déterminé non pas par la politique monétaire, mais par l'économie réelle elle-même. Si on augmente le taux nominal, égal par définition au taux réel plus l'inflation, certes, instantanément, le taux réel augmentera, mais il reviendra vers son niveau d'équilibre, et donc l'inflation montera – et inversement. Conclusion contre-intuitive : pour faire remonter l'inflation, il faut monter les taux ! L'expérience récente des pays à très bas taux directeurs ne contredit pas le raisonnement, mais reste à savoir dans quel sens joue la causalité...



SOURCE: Stephen Williamson.

NOTE: R is the nominal interest rate, r is the real interest rate and π is the inflation rate. When R is increased, r increases one-for-one initially. As r moves back to its long-run level, π increases. In the long run, r returns to its equilibrium rate and π increases one-for-one with R .

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.