

La Fed va-t-elle remonter les taux ?

Vittorio De Filippis, Libération, 17 septembre 2015

La Banque centrale des États-Unis hésite à remonter ses taux directeurs. Relever les taux pourrait déclencher une panique sur les marchés financiers, mais les maintenir à un bas niveau est tout aussi risqué.

Faucons contre colombes

Depuis plusieurs mois, deux visions s'opposent à l'intérieur du FOMC (Federal Open Market Committee)¹. D'un côté, ceux qui plaident pour une remontée progressive des taux. De l'autre, ceux qui estiment que la machine économique est loin d'être sortie d'affaire, et qu'il n'y a donc pas lieu de déclencher une hausse des taux. Voilà des mois que les médias américains ne cessent de qualifier les premiers de faucons... et les seconds de colombes.

L'opposition entre les deux camps illustre à la perfection deux lectures diamétralement opposées de l'état dans lequel se trouverait l'économie américaine. Les arguments avancés par les membres de la Fed favorables à un resserrement monétaire (les faucons) sont, *a priori*, relativement simples. Il y a d'abord la croissance économique : négative en 2009 (-2,8 %), au lendemain de l'explosion de la crise des subprimes, elle a repris des couleurs depuis, flirtant aujourd'hui avec les 3 %. De quoi faire pâlir nombre de pays européens.

Un chômage au plus bas...

Il y a ensuite le chômage. Là encore, chaque mois qui passe apporte une embellie. En octobre 2009, la crise (encore) avait fait exploser le taux de chômage à un niveau record de 10 %. Du jamais vu depuis des décennies. Il y a tout juste un mois, le taux de chômeurs américains n'était plus que de 5,1 %. Jamais les États-Unis n'avaient connu une telle vitesse de décélération.

D'ordinaire, à ce niveau-là de chômage, les économistes parlent de plein-emploi. Avec tous les dangers (du moins théoriques) qu'un tel taux comporterait. Drôle de paradoxe, qu'un économiste néo-zélandais, William Phillips, a mis en évidence dans les années 50. Il estimait qu'il existe une relation entre faible taux chômage et hausse des salaires. Plus une économie serait en bonne santé, plus les salariés seraient en position de force pour exiger des hausses de salaires, accroissant ainsi les coûts de production des entreprises, lesquelles n'auraient d'autres choix que d'augmenter les prix de ventes pour restaurer leurs profits. Avec, au bout de cet enchaînement, une hausse générale des prix faisant perdre à une économie ouverte une partie de ses avantages concurrentiels externes.

... en apparence

Mais voilà, les économistes sont plus que divisés sur cette question du plein-emploi, comme ils le sont d'ailleurs sur l'état de l'économie américaine en général. Certes, le taux de

chômage est faible, mais pas au point d'avoir déclenché une hausse de l'inflation. Pire, cette dernière continue sa glissade vers le niveau zéro, faisant craindre une entrée en territoire déflationniste. [...] Selon le prix Nobel d'économie Paul Krugman, [la] recension statistique des sans-emploi ne tient pas compte d'un grand nombre de situations de détresse. « *Que deviennent les individus qui voudraient travailler, mais ne sont pas activement en train de chercher parce qu'il n'y a pas d'emploi à trouver, ou parce qu'ils se sont découragés à force de recherches infructueuses ?* », écrit-il dans son dernier ouvrage, *Sortez-nous de cette crise maintenant !* (Flammarion).

« Mieux vaut prévenir en relevant les taux »

Dans le sillage de Krugman, beaucoup d'économistes américains multiplient donc par deux le taux de chômage. La Fed n'aurait donc aucune raison de se précipiter pour agir. « *Certes, les faucons ne peuvent nier la réalité des chiffres d'une inflation faible, estime l'économiste Jean-Louis Mourier (société de Bourse Aurel). Mais ils font valoir que ces chiffres sont les résultats d'un baril de pétrole dont le prix ne cesse de baisser, au point de tirer vers le bas le niveau général des prix. Hors énergie, l'inflation est bien plus haute, se situant aux alentours de 1,5 %. Ceux qu'on nomme les faucons estiment que, tôt ou tard, la tendance de l'inflation finira par s'inverser à la hausse. Alors, ils plaident pour une politique monétaire de précaution : mieux vaut prévenir en relevant les taux que guérir trop tard et donc trop brutalement, au risque de mettre en panique l'ensemble des marchés financiers mondiaux.* » [...]

Si les taux grimpent, les marchés pourraient-ils paniquer...

De nombreux fonds de pension ont, jusqu'ici, profité de la politique monétaire à très faible taux de la Fed pour s'endetter et ensuite placer ces sommes sur des actifs financiers à haut risque. Janet Yellen [la présidente de la Réserve fédérale] pourrait, en cas de hausse des taux de la Fed, déclencher un vent de panique sur les marchés financiers. Or, beaucoup de ces investissements sont considérés comme faiblement rentables. Une hausse des taux ne ferait qu'accélérer des ventes massives, histoire de rembourser au plus vite des emprunts peu rémunérateurs. Avec, en prime, le risque de déclencher une crise financière. [...]

Crainte des pays émergents

Déjà en 2013, la simple évocation de la fin programmée des achats massifs d'actifs (dette obligataire souveraine) par la Fed avait suffi à faire fuir les capitaux en masse du Brésil, de l'Inde ou encore de la Turquie, provoquant un effondrement de leurs devises. Cette fois, les effets provoqués dans ces pays par une hausse des taux aux États-Unis pourraient être encore plus violents, d'autant que ces pays connaissent tous, sans exception, une forte baisse de leur régime de croissance. [...]

1. Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed)

Exploitation pédagogique

1. Quels sont les indicateurs utilisés par la Fed pour juger de l'état de santé de l'économie américaine ?
2. En mobilisant vos acquis de Première sur la politique monétaire, rappelez l'influence d'une politique monétaire expansive sur ces indicateurs.
3. Montrez que la lecture de ces indicateurs fait aujourd'hui débat parmi les économistes.
4. Montrez que ces divergences d'appréciation impliquent des visions opposées sur l'opportunité de relever les taux.
5. Quels sont les risques du relèvement des taux directeurs ?
6. Quels sont les arguments des partisans du resserrement de la politique monétaire ?

Corrigé

1. Le taux de croissance et le taux de chômage d'une part, le taux d'inflation d'autre part.
2. Une politique monétaire expansive vise à relancer la croissance pour lutter contre le chômage. La baisse des taux d'intérêt directeurs de la Banque centrale se répercute sur les taux auxquels les banques prêtent aux agents économiques. Le crédit bon marché incite les agents à s'endetter, ce qui stimule la demande et, par là, la croissance et l'emploi. Mais au risque de susciter une hausse de l'inflation. Selon la courbe de Phillips, le faible taux de chômage pousse à des augmentations de salaires qui engendrent une augmentation des coûts de production répercutée sur les prix.
3. Certains économistes font valoir que la croissance aux États-Unis a repris et que le taux de chômage a été divisé par deux depuis 2009 : il est aujourd'hui aux alentours de 5 %, soit un niveau proche du plein-emploi (le plein-emploi n'est pas synonyme de taux de chômage nul, il y a par exemple un chômage frictionnel incompressible, lié aux délais de transition entre deux emplois). Certes, l'inflation est faible mais cela résulte de la baisse des cours des matières premières, donc d'une situation passagère.
Pour d'autres, les chiffres officiels sous-estiment le chômage (jusqu'à le diviser par deux selon certains économistes !) en évinçant des statistiques les chômeurs découragés. Et le faible niveau d'inflation confirme qu'il n'y a pas de surchauffe sur le marché du travail.
4. Pour les premiers, les « faucons », partisans du relèvement des taux directeurs, l'économie américaine est donc aujourd'hui assez solide pour supporter une hausse des taux.
Pour les seconds, les « colombes », opposants au relèvement des taux directeurs, la reprise doit être confirmée et on ne peut pas encore écarter la menace déflationniste. Il n'y a donc aucune urgence à relever les taux.
5. La hausse des taux pourrait déclencher une nouvelle crise financière. En effet, profitant de la faiblesse des taux, les spéculateurs se sont endettés pour placer ces sommes dans des actifs risqués. La hausse des taux les pousserait alors à vendre massivement pour se désendetter, ce qui provoquerait l'effondrement du prix des titres.
Les pays émergents, qui connaissent déjà un net ralentissement de leur croissance, risqueraient de subir une fuite des capitaux. En effet, la hausse des taux rendrait plus attractifs les placements aux États-Unis qui pomperaient alors l'épargne mondiale au détriment des autres zones.
6. Selon ces économistes, il faudra bien sortir des taux bas et la situation de l'économie américaine permet aujourd'hui de le faire (question 3). En effet, les taux bas alimentent la spéculation : les investisseurs profitent de la masse de liquidités disponibles à bas coût pour parier sur des actions, des devises, des produits risqués... d'où la formation de bulles spéculatives qui finissent tôt ou tard par éclater.