

Perspectives

Apériodique – n°19/211 – 4 décembre 2019

Le point de vue

Taux bas : appréhender l'incompréhensible, admettre l'impuissance

Des taux bas, des taux négatifs. Des banques centrales qui ont gagné leur crédibilité en éradiquant l'inflation, mais aujourd'hui incapables de la ranimer. La croyance que les politiques monétaires ultra-accommodantes nous permettraient de retrouver le monde d'avant est bousculée.

La vieille grille de lecture monétariste n'arrive plus à expliquer le présent. La narration néokeynésienne semble atteindre ses limites, remise en cause par les résultats décevants des politiques d'assouplissement quantitatif. On dépoussière Keynes. Des voix dissonantes commencent à se faire entendre. Le débat ne fait que commencer. On ne sait pas où il conduira.

Entretemps, les banques centrales devront tâtonner, faire preuve d'humilité et de résilience pour résister aux attaques venant des défenseurs des différentes narrations et pour rester prêtes à agir en cas de crise sans avoir un paradigme auquel se référer, capable de fournir une solution adaptée à un problème-type bien identifié.

Politique monétaire non conventionnelle : Salvator Mundi...

Déjà, **pour répondre à la crise de 2008, les banques centrales** se sont engagées dans un combat nouveau, tout en reconnaissant que le défi était pour le moins atypique. Elles y **ont répondu par des outils jamais testés**, mais ont utilisé une grille d'analyse connue pour prévoir et analyser l'impact des nouvelles politiques.

L'assouplissement monétaire devait activer les canaux habituels : les taux bas devaient réancrer les anticipations d'inflation aux cibles, mais c'était sans compter sur la capacité des acteurs à comprendre que des moteurs déflationnistes structurels et globaux étaient à l'oeuvre. L'immense quantité de liquidité injectée devait permettre de retrouver un fonctionnement normal du marché interbancaire, mais c'était sans prendre en compte le manque de confiance persistant des acteurs. Les taux bas devaient dynamiser la demande agrégée, mais la stimulation du crédit s'est confrontée à des agents privés réticents. C'est l'épargne, plus que la consommation et l'investissement, qui a été alimentée. Les taux bas devaient permettre au taux de change de se déprécier et relancer les exportations, mais c'était ignorer les excès globaux de liquidité.

Certes, comme le rappelle la BCE, le verre est à moitié plein. Celle-ci affirme que les politiques non conventionnelles auraient augmenté la croissance de 2,7 points et l'inflation de 1,3 point entre 2015 et 2018¹. **En leur absence, la zone euro n'aurait connu que récession et déflation.**

¹ "Policymaking, responsibility and uncertainty" discours de M. Draghi à l'Université catholique de Milan, 11 octobre 2019

... ou origine de tous les maux ?

Son discours ne convainc pas. Après avoir été élevé au rang de sauveteur de la zone euro, Mario Draghi a fait, en fin de mandat, l'objet de critiques acérées². Les taux bas génèrent des bulles financières, immobilières, des inégalités par la redistribution en faveur des propriétaires d'actifs. Ils priveraient les jeunes de l'opportunité d'épargner pour leur future retraite. Ils impactent la rentabilité des banques. Ils empêchent les assureurs et les fonds de pension de tenir leurs engagements. Ils brouillent l'information portée par les prix : tout devient rentable à taux zéro. L'excès d'endettement privé et public en est le corollaire. Des acteurs non profitables peuvent ainsi survivre. Les moteurs fondamentaux sont remplacés par la recherche de rentabilité. La mauvaise allocation de l'épargne affaiblit la croissance potentielle. Le stress financier et la volatilité sont comprimés, mais l'incertitude augmente. Le risque déflationniste augmente finalement aussi.

En dépit de la performance médiocre des politiques non conventionnelles en termes de croissance et d'inflation, les banquiers centraux, dans un rapport de la BRI, concluent que les bénéfiques ont plus que compensé les effets négatifs et que les risques sur la stabilité financière demeurent gérables³. Soupçonnés d'avoir ralenti le processus de désendettement, ils répondent que cet effet était finalement un objectif explicite en temps de crise. Accusés d'alimenter les inégalités par le gonflement des prix des actifs, ils répliquent qu'elles se sont réduites grâce aux effets positifs sur la croissance et l'emploi et à la re-solvabilisation des agents (plus pauvres) endettés⁴. Ils soulignent surtout que la politique non conventionnelle fait désormais partie à part entière de la boîte à outils des banques centrales en la dépouillant de son caractère exceptionnel. Une révolution dans le paradigme monétariste qui a prévalu au cours des trois dernières décennies.

Quel sera le prochain paradigme ?

Le dogme monétariste a dominé jusqu'en 2013. Il est inscrit dans les traités et les constitutions européens. **Pour les monétaristes, la monnaie est neutre.** Elle n'affecte que le niveau général des prix, pas l'activité. La politique monétaire se fourvoie dans sa quête de ranimer la croissance. Quant à l'inflation, elle est là, la banque centrale peut la contrôler. C'est la BCE qui ne veut pas la voir en ayant altéré la définition de stabilité des prix. La stabilité des prix, c'est la croissance zéro. Le 2% de Maastricht n'était pas une cible, mais une borne. L'inflation est bien supérieure à 1% en Allemagne. Dans la périphérie, où elle est plus faible, des politiques déflationnistes sont encore nécessaires pour restaurer la compétitivité. **Il faut donc normaliser, en finir avec l'anomalie historique des taux longs inférieurs au taux de croissance de l'économie.**

Depuis le discours de Lawrence Summers plébiscité au FMI en 2013⁵, l'axiome monétariste est ouvertement défié par les néokeynésiens dans les plus hautes sphères de la pensée économique et commence à être remis en question même au sein des banques centrales occidentales. **Pour les néokeynésiens, le constat est différent.** L'inflation n'est pas au rendez-vous, c'est une évidence. Mais, c'est seulement parce que l'équilibre classique des marchés (des biens, des services, du travail, financiers) est entravé par des rigidités. Aux rigidités nominales habituelles (salaires, etc.), on ajoute celle du taux d'intérêt nominal (le *zero lower bound* ou l'*effective lower bound*). C'est l'impossibilité de modifier ce taux plancher qui empêche le taux directeur de s'aligner avec le taux naturel (ou taux d'équilibre) garantissant l'équilibre entre l'épargne et l'investissement à un niveau compatible avec le plein-emploi. Car, **c'est le taux naturel qui a baissé.** La thèse de la stagnation séculaire arrive en support. **La baisse est structurelle, séculaire** (vieillissement des populations, mondialisation, aversion au risque, ralentissement du progrès technologique, excès d'épargne, absence d'actifs sûrs). Mais, elle est aussi politique (domination monétaire, consensus néolibéral, ciblage de l'inflation). Il faut donc changer de politique. **Il faut des taux très bas pour très longtemps, c'est la nouvelle normalité.** Et à l'appui d'une politique monétaire très accommodante, la politique budgétaire peut revenir jouer un rôle plus actif, car si les taux longs inférieurs au taux de croissance de l'économie ne

² "Memorandum on ECB Monetary Policy" Issing, Stark, Schlesinger, Bloomberg News, 4 octobre 2019

³ Banque des règlements internationaux, "Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis", *CGFS Papers*, No 63, octobre 2019.

⁴ Lenza, M. and Slacek J., "How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area", *Working Paper Series*, BCE, No 2190, octobre 2018.

⁵ Summers L. H. "IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer", 8 novembre 2013

sont plus une anomalie historique, les dettes ne vont alors plus automatiquement s'accroître par un effet boule de neige.

Les post-keynésiens (ou proto-keynésiens) bousculent ces visions⁶. Ils ne remettent pas en cause la stagnation séculaire. Mais ce n'est pas la rigidité du taux d'intérêt qui engendre l'inefficacité de la politique monétaire. **C'est la demande agrégée et notamment l'investissement non-financier qui sont devenus insensibles au taux d'intérêt. Baisser ce dernier n'est pas utile, cela peut être au contraire contre-productif.** Car le niveau du taux d'intérêt n'est plus une contrainte pour l'investissement. **L'obstacle pour l'investissement productif est la concurrence des rendements d'investissements alternatifs, d'actifs financiers ou réels, de commodités qui promettent des rémunérations de court terme, pouvant s'asseoir sur des rentes ou sur un pouvoir de marché.** Déjà en 1936⁷, J.M. Keynes avait identifié la domination du rendement de ces actifs comme la cause d'une demande d'investissement rigide. Dans ce contexte, les taux bas ne peuvent que renforcer la concurrence de ces actifs en gonflant leur prix. Alors, **la réponse n'est pas dans la politique monétaire, mais dans la politique budgétaire de relance de l'investissement public et dans les politiques de redistribution, de réduction des rentes et du pouvoir de marché.** Si les cercles académiques ont redécouvert ces positions, ces dernières n'ont pas encore investi les pouvoirs monétaires. Mais, le débat présidentiel américain, notamment dans le camp démocrate, oblige ces derniers à se saisir de cette réflexion alternative.

Éloge de l'humilité

Sommes-nous à la veille d'un changement de paradigme ? Les dés ne sont pas encore jetés. Mais, dans un de ses derniers discours en tant que président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi explicite le sens de l'héritage qu'il lègue à Christine Lagarde. Les experts n'ont pas une connaissance parfaite et infaillible. Les théories économiques ont des angles morts et les hypothèses peuvent ne pas être confirmées par les faits. Aussi, l'épidémie de la narration peut emporter les experts. D'où l'obligation de réviser en permanence les faits, d'écouter les voix dissonantes de la narration dominante. Et dans un contexte d'incertitude sur l'issue d'une politique, il faut parfois pallier la connaissance par le courage si l'inaction compromet le mandat. ■

Paola Monperrus-Veroni

paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

⁶ Palley T. I. "[The fallacy of the natural rate of interest and zero lower bound economics: why negative interest rates may not remedy Keynesian unemployment](#)", Review of Keynesian Economics, Vol. 7 No. 2, Summer 2019, pp. 151-170

⁷ Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
02/12/2019	France – L'horizon s'éclaircit pour l'industrie manufacturière	France
27/11/2019	Guerre commerciale : quelle méthode d'analyse utiliser pour ne pas avoir le tournis ?	Monde
22/11/2019	Royaume-Uni – Qu'attendre des élections de décembre ?	Royaume-Uni
22/11/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
21/11/2019	France – Travail temporaire, tendances à mi-novembre 2019	France, sectoriel
20/11/2019	France – Établissements de santé : tendances à mi-novembre 2019	France, sectoriel
19/11/2019	La pause déjeuner à l'heure de l'innovation	Sectoriel, restauration
15/11/2019	Italie - Scénario 2019-2020 : une croissance qui peine à redémarrer	Italie
15/11/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/11/2019	Les cent yeux du géant Argos	Monde
08/11/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
08/11/2019	Italie – Conjoncture : bilan macroéconomique	Italie
07/11/2019	Allemagne – Situation budgétaire	Allemagne
06/11/2019	Liban : un Printemps arabe à retardement	Liban
04/11/2019	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agro

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication et rédacteur en chef : Isabelle Job-Bazille

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : application [Etudes ECO](#) disponible sur l'App store

Android : application [Etudes ECO](#) disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.