

De l'investissement quand les taux sont voisins de zéro

Jean-Jacques Perquel
Octobre 2019

La thèse économique classique inclut la théorie « quantitative » : l'augmentation de la masse monétaire entraîne de l'inflation surtout si la peur de perte de valeur d'une certaine monnaie provoque une fuite devant sa détention, c'est-à-dire qu'il y a alors accélération de la vitesse de rotation de cette monnaie. Or dans le contexte actuel, il y a bien une émission importante de monnaies émises par les banques centrales - les différents « Quantitative Easings (Q.E.) » - mais il n'y a pas d'inflation. Greenspan avait expliqué ce phénomène en parlant de « connundrum » c'est-à-dire un phénomène inattendu.

Deux évolutions sont théoriquement possibles :

a) Si les forces économiques (le « Marché ») imposent rapidement une importante hausse des taux, on peut avoir un krach financier qui, selon la théorie classique (cf Lionel Robbins) doit assurer une épuration des excès du marché et à terme une brillante reprise.

b) Si, au contraire, les banques centrales réussissent à maintenir longtemps des taux voisins de zéro on peut espérer temporairement une adaptation de la situation économique (épongeage des dettes publiques et privées qui représentent actuellement en moyenne 133 % du PNB mondial). Il faudrait que la période de taux très bas dure jusqu'au moment où l'économie des nouvelles technologies numériques prendront le relais de l'économie industrielle actuelle.

Mais ces deux schémas se heurtent à un grand nombre de difficultés. Pour les analyser nous partons de la « Nouvelle Théorie Monétaire (Modern Monetary Theory, MMT) » et étudierons ses conséquences possibles.

Le modèle MMT suppose trois préalables pour assurer l'investissement public et privé qui doit garantir le plein emploi : des taux très bas, une inflation légère et bien contrôlée et un déficit budgétaire consacré UNIQUEMENT à des investissements.

I) Des taux très bas

Les économistes de la MMT ne s'intéressent pas directement aux taux d'intérêt mais plutôt au développement d'une masse monétaire « suffisante » pour assurer l'essor économique. Ils envisagent aussi bien l'émission de monnaie par les banques centrales (TLTRO, QE) que des mesures d'accompagnements budgétaires au profit des plus pauvres (Helicopter money). L'abondance d'argent ainsi créée a provoqué un effondrement des taux longs (à 10 ans et plus) à tel point que ces taux arrivent à être négatifs dans les pays dont la monnaie risque d'être réévaluée face au dollar (Suisse, Allemagne, Japon et même France). Les taux longs peuvent même passer sous le taux court. C'est pour les économistes classiques l'annonce de l'arrivée imminente d'une « crise » alors que dans le contexte actuel d'énorme masse

monétaire c'est seulement la preuve de l'inefficacité des taux courts « administrés » par les banques centrales pour réagir sur les taux longs.

Mais cette analyse soulève un certain nombre de problèmes :

a) le risque d'inflation

En effet on ne peut augmenter la masse monétaire sans risque que le public perde confiance dans la monnaie mondiale et laisse celle-ci se détériorer face à d'autres monnaies. Le dollar a actuellement l'avantage d'une totale absence de concurrents. En effet la seconde monnaie de réserve, l'EURO, ne peut pas être la « monnaie mondiale » vu les résultats très bénéficiaires des balances des paiements des différents pays de la zone. Cela entraîne dans le monde une insuffisance d'euro (lorsqu'après la guerre les USA étaient dans la même situation, le Plan Marshall exceptionnellement généreux a eu comme « side effect » une redistribution de la monnaie mondiale.). Le yuan est pour le moment trop contrôlé. Le yen est dans la même situation que l'euro, etc. Cette absence de concurrents n'empêche pas qu'il y ait une limite dans l'émission monétaire, c'est-à-dire la perte de confiance dans le dollar.

b) le risque de « perte en ligne »

Lors des premiers Q.E. les placements « inutiles » du point de vue de l'investissement et de la baisse du taux de chômage se sont développés au risque de « saboter » la politique d'émission monétaire (dépôts dans les banques centrales, achat d'or, d'objets d'art, de valeurs mobilières, d'immobilier déjà construits) toutes formes qui n'ont qu'une faible utilité par rapport au but poursuivi : le développement de l'emploi.

c) le risque d'excès de « précaution »

Prenons l'exemple français. La hausse actuelle du pouvoir d'achat 2,5 % du PNB a provoqué une légère augmentation de la consommation des ménages mais surtout une forte augmentation des dépôts en Caisse d'épargne et en Assurance vie (obligatoire) et cela même si les taux (après impôts pour l'Assurance-vie) sont inférieurs au taux de l'inflation. Il faut reconnaître que les contraintes imposées aux banques poussent à cette « timorosité ». Ainsi la plupart des questions posées par une banque pour rechercher ce que désire son client revenait à la question suivante : est-ce que vraiment vous acceptez de prendre des risques ? client pourtant habitué à perdre des fortunes au loto ou autre jeu « à gratter » ou pire à accepter de se ruiner en suivant les conseils de « placement miracle » dénichés sur internet.

On voit ainsi la difficulté que les taux très bas rencontrent pour inciter les gens à s'investir dans des sociétés. Mais, en outre, l'achat boursier encouragé par une réduction des impôts, ne provoque pas à lui tout seul la relance d'investissements. On peut cependant dire que la hausse de la bourse (qui dépend structurellement de l'espoir d'amélioration de résultats des entreprises) crée un certain optimisme dans une économie et peut inciter les entreprises à créer de nouvelles activités ou à développer celles qui marchent. Malheureusement la hausse des cours incite souvent les chefs d'entreprises à rechercher des fusions avec des concurrents pour « rationaliser leur production » au risque, dans un premier temps, de réduire l'emploi.

d) Les vrais victimes des taux anormalement bas sont les Banques et les Assurances

Celles-ci en effet disposent de capitaux liquides dont elles sont obligées d'employer une partie en fonds d'Etat et ont l'habitude de faire en plus des dépôts en banque centrale. Pour compenser cela elles doivent augmenter les frais qu'elles font payer à leurs clients (effet légèrement inflationniste) et surtout prendre des risques pour la part de leurs fonds laissés libres (risques d'autant plus dangereux que la part « bloquée » en fonds publics est plus importante).

Au total on voit que les taux peuvent rester bas un certain temps à condition que l'inflation puisse exister pour réduire la masse des emprunts mais qu'elle soit bien contrôlée pour éviter une « Hyperinflation ».

II) Une inflation contrôlée

Le monde entier pratique une politique d'augmentation de la masse monétaire. Les banques centrales cherchent à obtenir un taux d'inflation de 2 % (Olivier Blanchard souhaite même que l'on atteigne un taux de 4 %). Dans les deux cas cette hausse des prix (et des salaires) permet de réduire d'autant le montant réel des dettes publiques et privées. Pour poursuivre l'analyse de cette approche inhabituelle il faut étudier les deux sources d'inflation possible : l'inflation par la demande et l'inflation par les coûts (cf Roy Forbes Harrod).

a) Inflation par la demande

L'existence d'une masse énorme de fonds disponibles provoque des hausses de produits dont la production est limitée : objets d'art, spéculation sur des monnaies de pays secondaires dollar neo-zelandais et même dollar canadien ou franc suisse (Carry Trade) sur l'or, etc., toutes mesures qui ont peu d'influence sur le comportement des ménages.

Il n'en est pas de même avec la bourse (actions) ou l'immobilier. Dans le premier cas les entreprises peuvent profiter de cette « manne » pour faire des augmentations de capital et en profiter pour investir. Cependant le développement actuel se fait autour des nouvelles technologies créant un malaise dans l'économie classique et entraînant une démobillisation des chefs d'entreprises. Vu le faible montant des investissements boursiers du public (10 % de l'épargne annuelle) cette hausse des marchés a peu d'effet sur le comportement des ménages. L'immobilier a plus d'effet inflationniste du fait que la masse de fonds disponible est mal répartie socialement et que les lourdeurs administratives rendent les plans de construction très compliqués (en particulier les délais pour obtenir un permis de construire) et leur coûts prohibitifs. Ainsi le relativement faible montant des mises en chantier et l'existence de fonds importants qui désirent s'investir dans ce secteur provoquent une hausse des prix des logements, hausse très préjudiciable à la MMT. Mais il y a quand même un risque d'emballlement si la confiance envers le dollar disparaît.

b) Inflation par les coûts

C'est certainement la plus dangereuse pour la MMT. En effet cette inflation ne tient pas compte des règles classiques de l'offre et de la demande. Deux cas sont spécialement dangereux : une hausse générale des salaires imposée par les syndicats quel que soit le pourcentage de chômeurs et la hausse du pétrole comme en 1973 et 1978, imposée par une « Oligopolitisation » de ce marché. Les autres matières premières ne sont pas suffisamment importantes pour provoquer une hausse généralisée des prix. Or il ne semble pas actuellement qu'il y ait des mouvements importants dans ces deux secteurs qui peuvent menacer l'équilibre de la MMT.

On voit ainsi le caractère un peu fragile de la nouvelle politique monétaire, du fait de risques d'inflation de coût qui pourraient être produits par des actions ou des décisions « politiques ».

III) La politique budgétaire

Olivier Guichard pose un problème : l'Etat a le devoir de développer l'économie surtout si on limite de plus en plus les possibilités de « transformation » des banques de l'Union Européenne (U.E.) (Bâle III et son supplément actuel qui « gèlerait » 135 milliards). Aussi il encourage une aggravation du déficit budgétaire. Mais il raisonne en chef d'entreprise où les dépenses issues de l'endettement doivent se résoudre d'elles-mêmes à terme c'est-à-dire qu'il ne doit servir qu'à des investissements productifs qui doivent rembourser ces dépenses. Le cas de l'enseignement pose à ce moment là un problème : est-il productif si les jeunes formés aux frais de l'Etat partent à l'étranger ? Ceci dit, « l'helicopter money » (appelé plus prosaïquement « indemnité de minimum vital ») n'entre pas dans son analyse, sauf si on peut prouver qu'il améliore la productivité des entreprises.

Conclusion

On voit les dangers d'un retour rapide à l'orthodoxie économique. En fait le marché est très vulnérable. Prenons un exemple : les 16 et 17 septembre 2019 le taux des « repos » aux Etats-Unis (principal marché des prêts Interbancaires à très court terme, la plupart au jour/le jour) est monté respectivement à 6 et 10 % alors que les taux de prêts de la Federal Reserve restent inférieurs à 3 %. La FED a dû intervenir pour « calmer » ce marché en fournissant 53 milliards le 17, plus de 80 milliards le lendemain et 75 les jours suivants. On a cherché plusieurs explications pour expliquer pourquoi la plupart des banques se refusent à négocier des « repos ». L'explication la plus plausible qui ait été fournie, vient de la lourdeur administrative imposée aux banques ce qui rend non rentable ces opérations. Mais la rapidité de montée des taux quand on ne les contrôle pas assez, prouve qu'une politique non conventionnelle doit être continuée jusqu'à ce que le développement des nouvelles technologies prenne le relais de l'effort effectué par les milieux financiers officiels.

Par contre la politique dite de la MMT se heurte à une double opposition :

- a) celle des milieux traditionalistes comme l'Allemagne qui voudrait imposer sa politique aux autres pays sans penser que son succès vient en partie du fameux laxisme des autres pays. En effet la réussite de son « modèle » réveille les courants de pensée traditionnelle ;
- b) la montée des mouvements populistes représente un autre danger pour la MMT. En effet ils proposent un retour à un protectionnisme favorable aux activités internes de chaque pays au risque de créer une inflation difficilement contrôlable.

On voit que la MMT a permis d'éviter que la crise de 2007/2008 ne provoque un chômage de masse comparable à celui qu'on a connu en 1930 mais on est entré dans un monde nouveau dont on a peine à sortir sans provoquer une crise comme celle que l'on a voulu éviter. Nous avons vu la fragilité de la MMT mais on sait que si on réussit à la conserver un assez long moment on pourra profiter, sans risque, d'en sortir lorsque les innovations assureront leur plein effet économique et social.

Il est certain que le but de la MMT est d'obliger les Etats, les entreprises et même les particuliers à placer leurs fonds dans des investissements nouveaux pour améliorer l'emploi et résorber le chômage, mais on peut constater aussi les difficultés et les risques d'échec que la MMT peut rencontrer.
