

Le "lobby" des taux zéro : cela finira mal  
Olivier Passet, 7 septembre 2020

Les taux d'intérêt ont totalement changé de nature. Ils sont en théorie considérés comme un prix d'équilibre de marché soldant les tensions entre l'épargne et l'investissement. Et à travers lui tout l'équilibre de la sphère réelle. Puisque l'épargne est la résultante des tensions qui s'opèrent entre la production et la consommation.

Lorsque la consommation s'emballa à court terme, au-delà de ce qu'autorisent les capacités de production, cela réduit l'épargne disponible pour financer l'investissement. Les taux longs augmentent et il devient de plus en plus coûteux d'investir. La machine économique se refroidit, par le jeu autorégulateur des prix et des taux. Les banques centrales, n'étaient sensées n'intervenir qu'à la marge sur cet équilibre de marché, par le truchement des taux courts, pour lisser les choses.

Imaginons pour simplifier que le banquier central disposait de trois compteurs pour orienter son action. Quand le chômage se rapprochait de son point bas, que l'inflation notamment salariale s'éveillait et que les prix d'actifs s'emballaient, elle appuyait sur le frein, réduisant son apport en liquidité aux banques. Les taux courts remontaient, le crédit ralentissait, la surchauffe retombait.

La banque avait pour mission de le faire préventivement et graduellement, avant que les marchés ne sur-réagissent et ne s'emballent avec tous les risques d'instabilité que cela suscite sur la sphère réelle. Elle agissait inversement en phase basse de cycle, boostant la relance du crédit... Mais les taux longs demeuraient des taux de marché, l'expression de l'état des tensions à long terme entre l'épargne et l'investissement.

La bonne politique était celle qui les stabilisait. L'économie évoluant autour de son équilibre de long terme, avec une cible d'inflation de moyen terme stable, c'était essentiellement les taux courts qui variaient. Autrement dit la pente des taux, l'écart entre taux longs et taux courts. Et la stabilité des premiers étaient le gage que la banque centrale avait ancré les anticipations nominales de moyen terme, concernant l'inflation et le change, et que l'économie ne s'écartait pas de trop de l'équilibre en termes réels. Et c'est sur ce mandat, de gardiens du temple impartiaux qu'elles ont acquis leur indépendance.

Reprenons le tableau aujourd'hui. Les taux longs ont décroché partout dans le monde développé, pour voisiner autour de zéro, comme s'ils entérinaient un excès permanent d'épargne sur l'investissement, c'est-à-dire une surproduction permanente et irréductible, sans qu'à aucun moment l'investissement ne tire parti de cette situation pour propulser l'économie sur une orbite plus élevée.

Mais est-ce une situation naturelle ? Non. Les banques centrales, dérogeant à leur mission originelle agissent directement sur les marchés de titres, les achetant massivement pour éliminer toute tension sur le marché des fonds prêtables, notamment concernant les titres d'État. A l'instar de la BCE. Elles sont de ce fait en acteur décisif de cet artifice des taux longs zéro, maintenant par ce truchement artificiellement les prix d'actifs en apesanteur (immobilier, actions, obligations), en total déconnexion des performances de l'économie réelle.

Par cette action d'achat massif de titres, la banque centrale tue dans l'œuf tous les risques de tension et plus personne n'a intérêt à une action correctrice. Les États et les agents privés les mieux notés ont de ce fait un accès quasi-illimité au crédit, ne rencontrant jamais leur contrainte de solvabilité. Et aujourd'hui, toute remontée des taux les exposerait à une crise de solvabilité sans précédent, et à des défauts qui détruirait une part considérable du patrimoine.

Les grandes entreprises cotées, dont le pilotage stratégique garde l'œil rivé sur la share value, n'ont également aucun intérêt à voir remonter les taux. D'autant moins que beaucoup ont abusé du levier d'endettement, et que leurs fonds propres sont eux-mêmes gagés sur des goodwill qui s'effondreraient en cas de tension sur les taux. Et face à cela, les ménages détenteurs d'actifs, notamment les retraités qui détiennent des droits par capitalisation, ont plus à perdre d'une grande culbute des marchés d'actifs à court terme, que des gains à attendre d'une remontée de la rémunération de leur épargne.

Bref, il y a convergence d'intérêt de tous les acteurs économiques, y compris des banques centrales, qui détenant aujourd'hui une masse colossale de titres à leur actif, devraient encaisser des pertes considérables en cas de remontée des taux. Les grandes gardiennes de l'équilibre nominal et réel, deviennent dès lors complice d'un déséquilibre monstrueux, dont plus personne n'a intérêt à sortir. Je passe ici sur les raisons qui ont fait glisser les banques centrales du rôle de grandes modératrices à celui de pousse au crime. La récente réunion de Jackson Hole confirme qu'elles n'en n'ont pas fini avec leur fuite en avant. Et s'il est vrai qu'elles sont aujourd'hui les grandes artisanes du sauvetage de l'économie, ne perdons pas de vue qu'elles sont un maillon décisif du grand dérèglement du capitalisme, et de ce sentiment d'un jeu à la Ponzi qui finira mal.