

Le « taux fantôme » dans le placard des banques centrales

PAR JEAN-PIERRE PETIT

Pour nombre d'observateurs et d'investisseurs, le cycle de resserrement monétaire américain serait très récent (la première hausse des taux est intervenue en décembre 2015) et graduel. Dès lors, nous serions encore dans une « zone confortable ». L'expérience montre en effet que les premières hausses de taux n'ont pas en soi d'effet négatif sur l'économie et les marchés de capitaux.

Mais cette référence historique est moins pertinente en raison des caractéristiques du cycle actuel ; jamais la Réserve fédérale américaine (Fed) n'avait, en effet, attendu aussi longtemps pour effectuer son premier resserrement. Si l'on remonte à 1958, le délai moyen entre le début de l'expansion et ce premier resserrement était jusqu'à présent en moyenne de quinze mois. Dans le cycle actuel, il aura fallu attendre soixante-dix-huit mois (juillet 2009 à décembre 2015).

ASSOUPPLISSEMENT QUANTITATIF

Il est donc intéressant de regarder également le *shadow rate* (« taux fantôme »), taux directeur de la Fed. Le *shadow rate* est un taux théorique basé sur une modélisation de la courbe des taux intégrant un taux de court terme pouvant être inférieur ou égal à zéro (« Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound », Jing Cynthia Wu et Fan Dora Xia, *Journal of Money, Credit & Banking*, mars 2016).

On sait que le taux directeur de la Fed est resté nul de décembre 2008 à décembre 2015 (entre 0 % et 0,25 %). Mais la politique monétaire a, dans le même temps, considérablement renforcé son caractère accommodant via l'assouplissement quantitatif (rachat massif d'actifs) et la communication de la Fed sur sa politique future.

L'objectif du *shadow rate* est donc de mesurer la véritable orientation de la

politique monétaire lorsque le taux directeur est nul. Le *shadow rate* américain n'a cessé de s'enfoncer en territoire négatif du début de l'année 2009 au printemps 2014 : il était de -3 % en mai 2014. Mais il remonte depuis cette date, où la Fed annonce qu'elle mettra fin à sa politique d'assouplissement quantitatif. De fait, la politique monétaire s'est donc durcie dix-huit mois avant la date officielle.

RÉCESSIONS ET CORRECTIONS

La hausse moyenne du taux directeur des trois derniers grands cycles longs de resserrement monétaire (1986-1989, 1994-2000, 2004-2006) a été de 388 points de base (PB) en quarante-deux mois. On sait que ces phases ont été suivies ou se sont accompagnées de récessions et de fortes corrections de marché. Si l'on date la fin de l'expansion monétaire récente à mai 2014, la phase de resserrement monétaire a déjà atteint 375 points de base en trente-six mois, près du niveau des ressernements précédents. Elle le dépassera même légèrement si, lors de sa réunion de mi-juin, la Fed relève encore son taux de 25 PB.

De plus, si le resserrement américain depuis 2014 a pu être jusqu'ici compensé au niveau mondial par l'attitude expansionniste des autres grandes banques centrales, il apparaît que le *shadow rate* en zone euro stagne depuis désormais trois mois, après une chute de 280 PB entre fin 2015 et février 2017. Or la Banque centrale européenne va très probablement durcir le ton lors de sa réunion du 8 juin en raison d'un éclaircissement politique majeur (l'élection d'Emmanuel Macron), de la poursuite de l'embellie économique, de la montée (modérée) de l'inflation sous-jacente (1,2 % en avril contre moins de 1 % avant février).

Certes, les banques centrales resteront prudentes et leur communication accommodante. Mais en réalité, nous sortons progressivement de la phase favorite des marchés d'actions (accélération macroéconomique et politique accommodante). Le soutien monétaire va commencer à manquer aux marchés d'actifs risqués.

Dans la mesure où le changement prochain le plus significatif concernera la Banque centrale européenne, il affectera plutôt la courbe des taux en Europe, rétrécira l'écart de taux avec les États-Unis, entraînera une (légère) hausse de l'euro et une moindre performance (en monnaie locale) du marché d'actions européen. ■

J

Jean-Pierre Petit

est économiste et président de la société de conseil Les Cahiers verts de l'économie