

Le taux de chômage, nouveau paradigme monétaire.

- Avec les annonces faites par Monsieur Ben Bernanke lors de la dernière réunion du FOMC, une nouvelle ère paraît s'ouvrir, avec de nouvelles règles laissant certainement plus de place à l'inflation, et qui feront sans doute la part belle à l'or ou aux marchés d'actions, contre les monnaies et les marchés des obligations.

Le 6 octobre 1979, Monsieur Paul Volker, nouvellement nommé président de la réserve fédérale, faisait prendre à la politique monétaire américaine un virage historique lors d'une conférence de presse restée dans les mémoires sous le vocable du « Massacre du Samedi Soir ». Il y annonçait en effet un relèvement du taux d'escompte de 11 à 12%, après avoir déjà déclaré qu'à l'avenir, le Fed se fixerait des objectifs en matière de croissance de la masse monétaire et non plus en matière de niveau des taux d'intérêt.

Deux ans et demi plus tard, le 22 juillet 1981, le taux des fonds fédéraux atteignait un plus haut historique à 22,36%, l'inflation était pour ainsi dire vaincue et commençait alors une période de plus de trente années de baisse des taux d'intérêt.

La semaine dernière, la réserve fédérale a entamé un virage sans doute aussi important et historique que celui pris par Paul Volker en décidant d'ancrer sa politique monétaire aux statistiques de l'emploi. Il est trop tôt pour dire que s'ouvre une nouvelle période de retour de l'inflation, mais on ne se trompera pas beaucoup en disant que les taux d'intérêt ont sans doute définitivement cessé de baisser, au moins sur des maturités de plus de 5 ans.

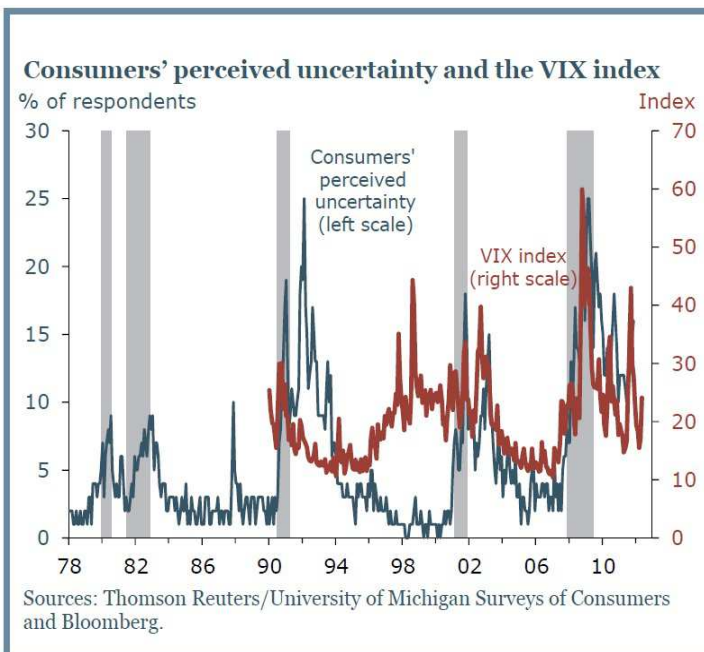
On ne sait pas aujourd'hui quels sont les objectifs exacts de la banque centrale en matière de niveau d'emploi idoine, on sait en revanche que pour y parvenir, la politique monétaire restera « hautement accommodante pour un temps très long après le renforcement de la reprise économique ».

Ce n'est donc pas un hasard si la même semaine, la réserve fédérale de San Francisco a publié une intéressante étude tendant à démontrer que le niveau actuel de l'incertitude est un facteur très destructeur de valeur, et donc d'emploi. Elle conclut en particulier que le niveau actuel du taux de chômage serait au moins 1% plus bas si les incertitudes entourant la vie économique étaient plus faibles. L'étude reprend à son compte un article du New York Time selon lequel « un nombre croissant d'entreprises manufacturières est en train d'annuler des projets d'investissement et de recrutement parce qu'elles craignent que la paralysie qui frappe aujourd'hui l'exécutif à Washington débouche sur des coupes budgétaires et des hausses d'impôts de plusieurs centaines de milliards de dollars qui grèveront fortement la croissance économique à partir du mois de janvier prochain ».

L'incertitude étant fréquemment associée à la volatilité, le VIX est retenu comme une représentation associée de cette incertitude, de même que les résultats d'enquêtes conduites d'un côté par l'Université du Michigan et de l'autre par la Confédération of British Industries. Comme le montre le graphique publié dans l'étude, ces indicateurs sont clairement contracyclique c'est-à-dire qu'ils augmentent lorsque l'économie entre en récession et qu'ils diminuent en période de croissance économique normale.

Les chercheurs se sont attachés à construire des modèles statistiques à partir des décalages pouvant exister entre les réponses des ménages et des entreprises aux différentes enquêtes et la réalité telle qu'elle apparaît à posteriori durant les mois qui suivent l'enquête (48 mois soit 4 an).

Le résultat le plus marquant est que l'incertitude agit comme une baisse de la demande agrégée et non comme une baisse de l'offre.



Cela aurait de très importantes implications économiques dans la mesure où une baisse de l'offre déboucherait plutôt sur une hausse du chômage et une hausse des prix alors qu'une baisse de la demande conduirait plutôt à une hausse du chômage et une baisse des prix.

D'où la justification aux décisions monétaires prises depuis l'entrée dans la Grande Récession, de baisser massivement les taux d'intérêt dans la mesure où le risque inflationniste serait nul. Et d'où, de même, la nouvelle étape franchie la semaine dernière, lorsque La Fed a décidé de se donner le taux de chômage comme objectif, de la même façon que le taux d'inflation a pu l'être ces trente dernières années.

On retrouve d'ailleurs derrière ces analyses une démarche similaire à celles qui avaient entouré les études relatives à l'inflation dans les années 60. Ces études tendaient à démontrer que le principal inconvénient de l'inflation, et la raison pour laquelle il fallait donc la combattre, était qu'elle créait de l'incertitude en entraînant des distorsions dans les échelles de prix relatifs et par conséquent affectait la qualité des anticipations et des allocations de ressources.

Quoiqu'il en soit, c'est sans contestation une nouvelle ère qui s'ouvre avec de nouvelles règles qui laisseront plus de place à l'inflation et qui feront sans doute la part belle à l'or ou au marché d'action, contre les monnaies et le marché des obligations.

A court terme, les marchés financiers mondiaux vont vivre au rythme des publications des statistiques de l'emploi aux Etats-Unis chaque premier vendredi de chaque mois. Or ces statistiques étant susceptibles d'être considérablement révisées, la volatilité a sans doute quelques beaux jours devant elle.