

Et si les taux zéro alimentaient la déflation ?

Le relèvement des taux directeurs américain a été décalé en raison d'une absence d'inflation

Au même moment, Altice va profiter des taux bas pour porter sa dette à 42 milliards d'euros

Les achats à effet de levier, comme la production des pétroles de schiste, font pression sur les prix et les salaires

Les taux d'intérêt maintenus proche de zéro soutiennent essentiellement les valorisations des actifs

Dans un monde globalisé, les fondamentaux de l'économie s'ajustent sur l'emploi, les migrations et les monnaies, pas sur les prix et les salaires

Et si les taux zéro alimentaient la déflation ?

La Réserve Fédérale américaine a créé l'événement la semaine dernière. C'était attendu. Ce qui l'était moins c'est qu'elle a en quelque sorte décidé de ne rien décider. On ne peut pas dire que le maintien des taux directeurs au niveau de zéro qui est le leur depuis sept ans soit une décision, puisque le communiqué prend la précaution de placer l'immobilisme de la Fed dans la perspective d'un prochain relèvement des taux directeurs, se donnant simplement « *plus de temps pour apprécier le probable impact (du ralentissement de la croissance mondiale) sur les États-Unis.* »

Les refinancements facilités, des plans déflationnistes d'économies encouragés

Les deux critères principaux que l'institut d'émission s'était lui-même fixé – le marché de l'emploi et l'inflation - donnent des directions contradictoires, il est vrai. Le

chômage est ramené à 5,1 % de la population active, mais les prix ont baissé de 0,1 % en août et n'ont progressé que de 0,1 % hors alimentation et énergie.

En quelque sorte, au-delà d'un souci inhabituel de la Réserve Fédérale vis à vis de la situation économique internationale, les taux zéro sont maintenus en attente d'une disparition des pressions déflationnistes. Et même de la constatation d'une certaine dérive des prix.

Il faut bien le reconnaître, jusqu'ici les taux zéros n'ont pas relancé l'inflation américaine. Il n'est pas interdit de rapprocher cette décision de la semaine dernière de l'annonce par Patrick Drahi d'une enchère de 17,7 milliards de dollars pour mettre la main sur Cablevision le cinquième câblo-opérateur américain. L'endettement de sa holding Altice – qui contrôle Numéricable SFR, Portugal Telecom et le câblo-opérateur suédois Suddenlink – dépassera 42 milliards d'euros. Un niveau que le management juge dans le haut de la fourchette de ses possibilités, à 5 fois les estimations qu'il fait de son résultat brut d'exploitation.

On peut s'arrêter à la dernière opération, qui, sur les données des douze derniers mois s'opère sur un levier de 8,7 fois le résultat brut d'exploitation et qui serait ramené, selon les objectifs du management, à 5 fois après restructurations (sévères) et synergies (c'est à dire réduction de structures).

Altice est un produit des taux bas : le levier de l'endettement lui a permis une croissance plus qu'accélérée. En un an, le groupe de M. Drahi a procédé à des acquisitions pour un montant proche de 50 milliards. L'argent abondant et presque gratuit se répercute des banques vers les placements obligataires. Par construction, ces montages se traduisent par des plans d'économies très énergiques : ils exercent une pression sur les prix et sur les revenus.

Le modèle ne concerne pas que les télécoms. C'est aussi précisément celui des exploitants de gaz et pétroles de schiste ou de sable. Le prix de revient de l'huile extraite comporte un important aspect taux : la production est vendue à terme et la rentabilité dépend des conditions de refinancement. Les effets de la montée en puissance de ces hydrocarbures « non conventionnels » sur les cours du baril ont été spectaculaires et ont largement entretenu la désinflation mondiale. Grâce au financement à coût réduit.

L'inflation des actifs ne se transmet pas aux prix des biens de consommation et des salaires

Le maintien de taux d'intérêt très bas n'est pas automatiquement créateur d'inflation, et peut même avoir des effets inverses, on le voit. Le cas japonais a déjà montré depuis 1999 que les prix pouvaient rester stables ou même baisser dans une conjoncture longue de loyer de l'argent proche de zéro.

Evidemment, les taux directs ont un impact sur le change et importent de l'inflation du fait de la dépréciation de la monnaie ... à la condition d'en trouver une pour laquelle le loyer de l'argent est plus élevé. Ce qui est en revanche avéré, c'est l'inflation des actifs : les reports sur l'immobilier, les actions et les obligations émises par des signatures de qualité médiocre soutiennent les cours. Dans le cas japonais des quinze dernières années, les taux ont permis d'éviter un krach systémique, puis d'organiser une consolidation. Pour des économies plus saines, c'est la hausse qui est la conséquence comme en témoigne la performance de Wall Street, et celle de l'indice Dow Jones, pratiquement multiplié par trois en six ans.

Mais pour ce qui concerne les prix des biens de consommation et les salaires, la politique de taux se heurte aux pressions de la mondialisation et aux révolutions technologiques permanentes. Dans un contexte ouvert – largement globalisé, mais pas complètement – et où les frontières ont assez largement sauté, les variables d'ajustement de la croissance et de la démographie – les fondamentaux de l'économie - sont l'emploi, les migrations de population, voire les monnaies (quand elles ne sont pas uniques). Mais pas forcément les prix que les politiques non conventionnelles des banques centrales ne poussent pas à la hausse. Dans certains cas, elles entretiennent même la déflation.