

## *CONJONCTURE ÉTRANGÈRE*

---

### LA RÉSERVE FÉDÉRALE FACE À UNE CROISSANCE PLUS LENTE ET UNE INFLATION PLUS RAPIDE

SCOTT PARDEE \*

**L**e débat sur la politique monétaire va s'intensifier au cours des années 1995-1996. L'expansion économique engagée depuis 1991 présente désormais des signes de ralentissement. Le PNB a augmenté d'environ 4% par an au cours de la première moitié de l'année 1994; il progressera à raison de 3,5% par an dans la seconde moitié et de 3% en 1995. Les dépenses de consommation continuent de croître, de même que les investissements, si bien que le risque d'une récession est encore mince. En fait, la croissance plus lente reflétera plutôt des contraintes de capacité. En effet, si l'on considère la croissance de long terme de la productivité et la main d'œuvre, l'économie américaine ne peut pas continuer très longtemps de se développer à un rythme de 2,5% ou plus, sans générer des goulets d'étranglement du côté de l'offre. L'inflation progresse à présent à un taux modeste de 3% par an, mais la plupart des analystes pensent qu'elle s'accélénera pour atteindre 3,5-4% en 1995.

La Réserve fédérale examine actuellement une large gamme d'indicateurs dans l'élaboration de la politique monétaire. L'indice d'utilisation de la capacité industrielle est particulièrement important. Les études économétriques montrent que des goulets inflationnistes apparaissent lorsque l'industrie américaine opère à 85% ou plus de sa capacité. Cet indice a crû fortement au cours de l'année dernière et s'est établi dans les mois récents dans une fourchette de 83,5-84%. Certaines industries fonctionnent déjà à 100% de leur capacité; aussi, les prix industriels clés comme l'acier ou les produits chimiques commencent-ils à augmenter fortement. A la fin de l'année 1994 et début 1995, l'indice d'utilisation de la capacité dépassera le seuil des 85%. L'Europe occidentale et le Japon

255

---

\* *Président, Yamaichi International (America), Inc.*

enregistrent encore une capacité productive excédentaire importante, et les sociétés américaines qui augmenteraient leurs prix risqueraient de perdre leurs marchés au profit des concurrents étrangers. Ainsi, certains économistes prévoient une hausse seulement modeste - si hausse il y a - de l'inflation au cours de l'année prochaine.

La Réserve fédérale étudie aussi attentivement les chiffres de l'emploi. En août, la Réserve fédérale de Kansas City a organisé un colloque à Jackson Hole, Wyoming, auquel ont assisté des économistes et des banquiers centraux du monde entier. La discussion a porté sur la manière de réduire le taux élevé de chômage structurel aux Etats-Unis et en Europe occidentale. De l'avis de tous, le NAIRU («non-accelerating inflation rate of unemployment») se situe, pour les Etats-Unis, entre 6% et 6,5%. Au cours des derniers mois, le taux de chômage s'est maintenu autour de 6% - soit dans la fourchette -, et à la fin de l'année 1994 et au début de l'année 1995, il devrait être bien inférieur à 6%, d'où une augmentation du risque d'une inflation accélérée des salaires. Même, Les syndicats américains pourraient refuser de faire pression pour l'obtention de hausses salariales, de crainte de perdre leurs emplois au bénéfice des travailleurs étrangers.

256

Le débat sur la politique monétaire engagé au colloque de Jackson Hole a trait au dilemme de la Fed. Le président Alan Greenspan et d'autres membres de la Fed ont soutenu que les Etats-Unis ont besoin de réduire davantage leur taux d'inflation, de 3% à moins de 2%. Un taux d'inflation plus faible dans le long terme permettrait une croissance économique soutenue; cela assurerait aussi que les Etats-Unis sont compétitifs face à d'autres pays industriels, comme l'Allemagne et le Japon - et, bien sûr la France qui dispose désormais d'un taux d'inflation inférieur à celui des Etats-Unis. M. Greenspan et d'autres ont même encouragé le vote d'une loi au Congrès pour exiger que la Fed concentre exclusivement son action sur la lutte contre l'inflation, plutôt que de poursuivre son mandat présent, qui est de favoriser la croissance économique tout en contrôlant l'inflation. Cette année, le président Clinton a nommé l'économiste Alan Blinder au poste de vice-président du *Board of Governors*, une situation qui le place dans la course à la succession de M. Greenspan (dont le mandat de président expire au début de l'année 1996). Avant d'accepter ce poste, M. Blinder a insisté sur le besoin d'une croissance économique forte et d'un chômage faible, plutôt que sur celui d'une réduction supplémentaire de l'inflation. Le gouvernement Clinton a promis de créer 8 millions de nouveaux emplois dans les quatre années de son mandat, et il n'a pas promis de même de réduire l'inflation.

En août, pour son premier vote en qualité de vice-président de la Fed, M. Blinder s'est joint à M. Greenspan et à d'autres responsables de la Fed pour augmenter les taux d'intérêt, afin que les Etats-Unis parviennent au

NAIRU et parce qu'un resserrement de la politique monétaire était indispensable pour éviter la naissance de forces inflationnistes. A Jackson Hole, M. Blinder a dit que la Fed devrait chercher à maintenir l'économie à un niveau aussi voisin possible du NAIRU, ce qui suggérerait qu'en cas de dilemme il pourrait s'opposer à resserrement de la politique monétaire destiné à combattre l'inflation, si cela devait causer du chômage. M. Blinder et M. Greenspan sont tous deux pragmatiques et s'emploieront à régler tout différend pouvant survenir dans la conduite de la politique de la Fed; mais les économistes, les journalistes, et les participants du marché seront attentifs à tous les signes qui indiqueront des désaccords entre eux dans les mois à venir.

En pesant les différentes options de politique monétaire, la Fed envisage aussi le niveau et la structure des taux d'intérêt. Elle bloque les taux des rentes sur l'Etat au moyen d'opérations en bourse sur ces titres, et, lorsqu'elle change de politique, elle augmente ou diminue ces taux d'intérêt. A la différence, la Fed n'a qu'une influence directe très limitée sur les taux d'intérêt de long terme. Les acheteurs et les vendeurs d'obligations à long terme sont attentifs à tous les signes indiquant que la Fed revient sur sa décision de combattre l'inflation. Par conséquent, à chaque fois que surviennent d'importantes hausses ou baisses dans les rendements des obligations, de nombreux commentateurs soulignent à l'envi le lien possible de ces mouvements avec les opérations conduites (ou non) par la Fed au même moment. Mais lorsque celle-ci a commencé à augmenter les taux d'intérêt au début de l'année 1994, en portant les taux des rentes sur l'Etat de 3% à 3,25% par an, sa décision est survenue dans le contexte d'une hausse bien plus importante des taux d'intérêt de long terme — de plus d'un point entier de pourcentage. Des hausses plus récentes des taux d'intérêt des rentes sur l'Etat, décidées par la Fed dans le cadre de son processus de resserrement monétaire en 1994, n'ont guère coïncidé avec une forte hausse des taux d'intérêt de long terme. Depuis la mi-août, la Fed a maintenu les taux des rentes sur l'Etat à 4,75% par an.

257

En effet, au cours des deux dernières années, les taux de long terme américains ont été très volatiles, en partie en réponse à des évolutions de la politique monétaire, mais largement du fait d'une dynamique internationale des marchés à revenu fixe.

En 1993, le rendement des bons du Trésor américain à 30 ans a chuté de 7,5% au début de l'année à 5,75% en octobre. Cette diminution fait en quelque sorte écho à la proposition du président Clinton de diminuer le déficit fiscal américain, et survient à la suite de l'adoption par le Congrès d'un ensemble de mesures visant à réduire le déficit de 500 millions de dollars US en 5 ans. Une infime partie seulement de ce déficit a été couvert en 1993, mais l'annonce de sa réduction dans le futur a eu un effet

favorable sur les attentes du marché. Egalement, en 1993, la Fed a adopté une politique monétaire accommodante, et les investisseurs ont fait passer les fonds hors des banques vers les marchés des titres et des obligations. Dans ce contexte, la dynamique interne du marché l'a emporté, conduisant à une reprise importante sur le marché obligataire, à un moment où la politique de la Fed était inchangée.

Au début de l'année 1994, l'achat massif de bons a pris fin. Lorsque la Fed a commencé à resserrer, en février, les taux d'intérêt de long terme étaient déjà en hausse. Les dynamiques du marché ont aggravé cette hausse. En particulier, on a vu se développer de lourdes pressions à la vente sur le marché des titres hypothécaires (*mortgage-backed securities market*). Plusieurs de ces effets sont des produits dérivés, des obligations dérivées de paquets d'hypothèques dans lesquels les risques sont mélangés pour fournir un rendement attractif et stable pour l'investisseur. Mais les taux d'intérêt ont augmenté plus que prévu et les mécanismes de couverture construits sur certaines de ces obligations n'ont pu faire face aux oscillations inhabituelles de ces taux. Lorsque les investisseurs ont commencé à revendre des obligations sur le marché, les courtiers des banques commerciales et des banques d'investissement qui avaient fait les marchés pour ces obligations ont observé que le flux de nouvel argent pour l'investissement tarissait. Ils ont alors cherché à couvrir leurs positions dans les obligations hypothécaires en prenant des positions à court terme sur les titres du Trésor américain, diminuant ainsi les prix du marché. De semblables liquidations ont eu lieu sur d'autres marchés à revenu fixe et les investisseurs et les courtiers ont essuyé d'énormes pertes. A présent, la vente massive d'obligations s'est arrêtée. Les obligations du Trésor américain se négocient à 7,5%, soit 1,75% de plus qu'un an plus tôt.

Ainsi, la Fed se trouve confrontée à trois scénarii. D'abord, l'économie continue d'augmenter à 3% ou plus en 1995, et l'inflation grimpe à un rythme de 4% par an. Dans ce cas, la Fed continuera certainement de resserrer la politique monétaire, en augmentant les taux d'intérêt des rentes sur l'Etat de 4,5% par an à 6% à la mi-1995. Deuxième hypothèse, la croissance économique se stabilise à un rythme de 2,5% ou environ, et l'inflation à près de 3% par an. Alors, la Fed ne resserrera pas davantage. Enfin, la croissance économique se ralentit à un rythme de 2,5% ou moins, mais l'inflation s'accélère à 3,5%. Dans cette circonstance, la Fed affronte un dilemme, mais pourrait adopter une politique de resserrement monétaire, en augmentant les taux des rentes sur l'Etat à 5,5% au plus. Dans tous les cas, il est peu probable que les taux d'intérêt de long terme augmentent beaucoup plus. Le déficit fiscal américain n'est plus aussi important qu'auparavant. Les demandes de crédit privé sont peu susceptibles d'augmenter fortement. Et la Fed se tient prête à poursuivre sa politique monétaire de resserrement si l'inflation s'accélère.