

## Les contraintes du dit et du non-dit qui pèsent sur le comité monétaire de la Fed

*A deux jours d'une réunion cruciale de la Réserve Fédérale, les données du problème.*

*La situation actuelle de la politique monétaire américaine et comment elle s'est imposée. Ses résultats.*

*La feuille de route du retour à une gestion plus orthodoxe.*

*Les deux conditions posées à un relèvement des taux directeurs : emploi et inflation*

*Les indicateurs du non-dit : change et bulles financières*

## Les contraintes du dit et du non-dit qui pèsent sur le comité monétaire de la Fed

Obnubilés par l'ampleur de la crise de croissance chinoise et la réunion de politique monétaire de la Réserve Fédérale de mercredi et jeudi, les marchés financiers ont du mal à prendre le recul nécessaire pour jouer leur rôle. Ce n'est pas facile pour le premier de ces dossiers, eu égard au manque de crédibilité et de visibilité des statistiques économiques ou des analyses monétaires et bancaires du régime communiste chinois. En revanche, le flou organisé par la Fed sur l'évolution de ses taux directeurs pose la question de la problématique concrète à laquelle elle doit faire face.

### Le traitement monétaire de la crise des subprimes : un scénario volontariste, un bilan positif

Le premier point à prendre en compte est le scénario de retour à une gestion plus « normale » de la monnaie. Pour résumer, le mix politique (monétaire et budgétaire)

américain suivi après l'éclatement de la crise du marché hypothécaire en 2007-2008 a été pratiquement opposé en tout à ce qui avait été fait au débit des années 1930. La leçon du passé a été tirée, pour des situations qui ne sont pas l'inverse. À la taille près et à la vitesse de circulation de l'information (et de la monnaie) comme révélateur grossissant en sus, l'administration et l'institut d'émission ont dû faire face à une crise financière de surendettement assez classique, menaçant de s'étendre à l'économie.

Comme toujours, les déséquilibres financiers ne faisaient que prendre en compte des déséquilibres industriels et commerciaux. Cependant, l'interdépendance des systèmes bancaires et financiers mondiaux et les effets de levier des dérivés de crédit ont dicté une gestion d'abord financière. Le scénario est désormais acté : sauvetage des banques par les États grâce à un transfert de dettes, puis leur subvention par argent gratuit et disponible de façon pratiquement illimitée, en attendant que les injections monétaires se transfèrent à l'économie réelle. On a soigné le mal par le mal, mais pouvait-on faire autrement ?

Le débat est ouvert sur la contribution effective à la croissance des ajustements quantitatifs américains. Le bilan de la Fed est passé de 800 milliards de dollars en 2008 à 4.500 milliards au moment du gel des injections de nouveaux capitaux il y a un peu moins d'un an. Il est stable depuis, à ce niveau de plus du quart d'une année de produit intérieur brut. Sept ans d'expansion économique dans la période sont une constatation. La causalité n'est sans doute pas totale et, à l'évidence, l'émergence des gaz et pétroles de schiste et de sable a aussi beaucoup apporté. Cependant, la crise en cascade a été évitée et la machine tourne.

## Les deux conditions mises au relèvement des taux directeurs : match nul

Le programme de retour à une politique monétaire dans la norme a été donné depuis des mois par Ben Bernanke, le prédécesseur de Janet Yellen à la tête du bureau de la Réserve Fédérale. 1.- Arrêt des injections de liquidités (c'est fait depuis octobre 2014) 2.- Adaptation de la gestion des anticipations de taux directeurs en fonction de la croissance, 3.- Hausses de taux 4.- Vente (non compensée par des achats) des actifs au bilan de la Fed.

La première étape a été facilement absorbée : il s'agissait de laisser les choses (très conciliantes) en l'état. La deuxième étape n'est pas un vrai succès : les marchés financiers restent de marbre et les échanges à terme ne prennent pas suffisamment en compte les perspectives de relèvement des taux directeurs maintes fois annoncées par la patronne de l'institut d'émission.

Pourtant, cela fait 7 ans que les taux directeurs sont pratiquement nuls et cela fait 9 ans que les taux directeurs américains n'ont pas été relevés (c'était sous l'ère Greenspan). Après autant d'années de croissance, avec la confirmation de sa robustesse d'autant plus assurée que le rythme reste raisonnable, comment justifier le maintien de cette politique monétaire « non conventionnelle » et, en tout cas non orthodoxe ?

Les missions de la Fed sont bien différentes de celles dévolues à la Banque Centrale Européenne. La gestion du cycle économique n'est pas abandonnée au profit de la

seule lutte contre l'inflation. La conjoncture actuelle montre bien que la question n'est plus – ou n'est pas à nouveau- de craindre une perte de valeur de la monnaie du fait d'une hausse excessive des prix et des salaires. Lors de leurs dernières réunions, les responsables de la Réserve Fédérale ont affiché les indicateurs qu'ils vont suivre pour décider du relèvement des taux directeurs. Les deux conditions sont « une certaine amélioration » du marché du travail et « une confiance raisonnable » que l'objectif de 2 % d'inflation sera atteint à moyen terme.

Le plein emploi est pratiquement affiché avec un taux de chômage de 5,1 % de la population active. Bien sûr, on peut toujours pointer des points de faiblesse (sous-utilisation de la main d'œuvre, stagnation des salaires) ou un retard très net du «taux de participation» (proportion de la population qui a un emploi ou en cherche un). Cependant, les conditions fixées en matière de marché du travail sont atteintes et il n'est pas très défendable d'attendre de nettes hausses de salaires avant de remonter les taux directeurs.

La seconde condition est nettement moins favorable : l'inflation à 2 % n'est dans aucune des statistiques américaines et, en données annuelles, elle se situe très proche de zéro. Les tentatives de s'appuyer sur des glissements annuels constatés les derniers mois ou de se focaliser sur la dérive des prix hors énergie et alimentaire apparaissent plus comme des arguties que comme des bases tangibles d'analyse.

## Les indicateurs du non-dit : dollar, pays émergents et bulle financière

Derrière ce match nul – si on peut dire – pour les conditions posées par la Fed elle-même, se cachent les indicateurs du non-dit. Le principal est le change. Sa gestion n'est pas la mission ni même officiellement le souci de l'institut d'émission. Cependant, les effets de la hausse du dollar sur la croissance (et donc l'emploi) et, surtout, sur l'inflation (importation de déflation) sont avérés. Au moment de relever les taux directeurs, le rythme, l'ampleur de ces relèvements va s'ajuster sur les effets de réévaluation de la devise américaine.

Un corolaire de cette question est la tempête sur les devises et les taux d'intérêt des pays émergents qu'un durcissement de la politique monétaire américaine et une appréciation du dollar va provoquer. Mme Yellen a répondu par avance qu'elle ne prendrait pas cet élément en compte, mais la crise de croissance chinoise et ses effets sur le cycle mondial incitent à relativiser l'affirmation.

Le deuxième indicateur du non-dit est la valeur des actifs. Les QE successifs et la multiplication par 5,5 du total du bilan de la Réserve Fédérale ont permis cette hausse continue depuis plus de six ans de la Bourse et ces baisses de taux longs (valorisation des obligations). On ne peut nier qu'une bulle s'est constituée et la recherche du rendement à tout prix a déjà trouvé ses limites sur les emprunts à haut rendement (High Yield). Les conséquences d'un éclatement de bulle, d'un krach financier, c'est aux banques centrales ce que l'Alsace et la Lorraine étaient aux hommes politiques du début du XXème siècle : « Y penser toujours, n'en parler jamais ».