

## La stratégie de la Réserve Fédérale et le recul du marché des actions aux États-Unis (Patrick Artus)

Depuis le début des années 1980, la Réserve Fédérale pratique le « ciblage d'inflation (inflation targeting) », c'est-à-dire une politique monétaire visant à maintenir l'inflation (hors effet des prix des matières premières) au voisinage de 2%. C'est pour cela que la Réserve Fédérale a réagi très fortement dès la fin de 2008 au risque de déflation (d'inflation négative) en passant au Quantitative Easing (c'est-à-dire à une politique d'achats d'actifs financiers contrepartie d'une très forte création monétaire) et en baissant très rapidement ses taux d'intérêt (ramenés à 0,25% dès la fin de 2018). Mais c'est aussi pour cela que la Réserve Fédérale a maintenu très longtemps (jusqu'à la fin de 2016) des taux d'intérêt très bas (0,25% ou 0,50%).

En effet, la Réserve Fédérale a conservé sa politique de « ciblage d'inflation » jusqu'au début de 2017, et a continué à croire que les salaires allaient finalement accélérer avec le retour des États-Unis au plein emploi. Elle a donc, ce qui était logique avec cette règle de comportement, maintenu une politique monétaire ultra-expansionniste en attendant le retour de l'inflation salariale.

Mais il faut se rendre à l'évidence : aujourd'hui, aux États-Unis le plein emploi ne ramène plus l'inflation, sans doute en raison de la nature des emplois créés. Le coût salarial unitaire, c'est-à-dire, les salaires corrigés de la productivité, qui est le déterminant essentiel de l'inflation, progresse de 1% à 1,5% par an, selon les trimestres, comme il y a deux ou trois ans.

La Réserve Fédérale finit donc pas conclure que l'inflation ne reviendra pas aux États-Unis, qu'il est nécessaire de normaliser la politique monétaire pour pouvoir l'utiliser de manière contracyclique dans le futur, et qu'il faut donc abandonner le ciblage d'inflation (l'inflation targeting) : à partir du début de 2017, elle augmente ses taux d'intérêt, et aujourd'hui son taux directeur (le taux d'intérêt des Fed Funds) est à 2,25%.

Mais ce changement de philosophie de la Réserve Fédérale est tardif. Dans les cycles économiques du passé, la Réserve Fédérale commençait à monter ses taux d'intérêt vers le milieu de la période d'expansion (au début de 1994 pour l'expansion allant de 1992 à 1999, à la fin de 2004 pour l'expansion allant de 2002 à 2007). Dans le cycle économique présent, la Réserve Fédérale monte ses taux d'intérêt à partir de 2017, alors que le taux de chômage baisse depuis le début de 2010. Elle annonce aujourd'hui qu'elle aura, à la fin de 2019, monté ses taux d'intérêt directeurs à 3,25% (soit encore 4 hausses de 25 points de base) alors que le taux de chômage est de 3,7% et que, avec le retour au plein emploi, l'économie américaine va certainement ralentir.

Ceci veut dire que la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis va être d'une nature très différente de celles du passé. Dans le passé, il y avait normalisation contracyclique : les taux d'intérêt augmentent alors que la croissance était forte en seconde

partie de cycle d'expansion ; aujourd'hui, il va y avoir normalisation procyclique : hausse des taux d'intérêt alors que la croissance ralentit après le retour au plein emploi.

C'est ici que s'introduit le marché des actions. La hausse des cours boursiers aux Etats-Unis (50% pour le Dow Jones sur les 2 dernières années) a un effet positif très important sur l'économie, avec la puissance des effets de richesse : la hausse de la richesse en actions fait progresser l'investissement des entreprises, fait baisser le taux d'épargne des ménages.

Or, une normalisation procyclique des taux d'intérêt est une évolution extrêmement défavorable pour les marchés d'actions : il y a à la fois recul de la croissance et hausse des taux d'intérêt. Il n'est donc pas étonnant d'observer, depuis que les investisseurs comprennent qu'il va y avoir cette normalisation procyclique de la politique monétaire, un net recul des indices boursiers aux Etats-Unis, qui est aussi une mauvaise nouvelle pour l'économie réelle.