

Centre de recherche sur la gestion (Cereg) – université Paris-Dauphine

Incertitudes sur la politique monétaire américaine

Par Edouard Challe, chercheur au CNRS

Alan Greenspan quitte ses fonctions en janvier prochain. On crédite l'actuel président de la Fed américaine d'une politique monétaire ayant permis une croissance soutenue sans être inflationniste, d'avoir contribué à réduire l'amplitude des fluctuations cycliques, et d'avoir fortement consolidé la réputation de l'institution qu'il dirige. Mais ses plus grands succès, et l'origine de sa gloire, sont indubitablement liés à sa gestion des crises financières. D'abord, par sa réaction rapide à la crise de 1998 consécutive au défaut russe et à la faillite de LTCM, à travers plusieurs baisses de taux en plein boom économique. Ensuite et surtout, par une gestion apparemment sans faute de la bulle financière des années 1990, sans chercher à en provoquer le dégonflement mais en accompagnant sa chute à partir de l'année 2000 par une politique fortement accommodante, dont on peut penser qu'elle a évité une récession profonde qui paraissait pourtant inévitable. Pour mesurer la difficulté de la tâche, il convient de comparer cet épisode récent avec deux grands échecs historiques. En 1928-1929, la volonté de la Fed de crever la bulle spéculative avait conduit à plusieurs relèvements brutaux des taux d'intérêt, déclenchant le krach boursier qui inaugurerait la Grande Dépression. En 1989-1990, la décision de la Banque du Japon de mettre un terme à l'envolée des prix boursiers et immobiliers avait conduit à leur effondrement, provoquant une crise financière de grande ampleur dont le pays ne s'est toujours pas complètement remis.

La relation entre la Bourse et la politique monétaire est suffisamment complexe pour qu'on ne souhaite pas la démêler en quelques lignes. On peut néanmoins résumer quelques conclusions des recherches récentes en la matière. D'un point de vue normatif, le consensus actuel est que les autorités monétaires doivent ignorer les mouvements boursiers haussiers, même lorsque ceux-ci semblent signaler l'émer-

gence d'une bulle spéculative, mais qu'il est fortement souhaitable qu'elles en limitent les conséquences en cas d'éclatement (cette analyse se fonde sur la difficulté, pour les autorités monétaires, de détecter la présence d'une bulle avant son effondrement). D'un point de vue empirique, l'étude de la bulle des années 1990 mais aussi les analyses économétriques portant sur l'ensemble des vingt dernières années s'accordent assez bien avec cette conception de la politique monétaire «idéale» : une politique qui ne réagit de manière significative aux évolutions de la Bourse que lorsque cette dernière est baissière et fortement volatile.

Il existe un risque de changement de doctrine quant à la réaction monétaire optimale face aux évolutions boursières.

La causalité ne va, bien sûr, pas seulement des marchés financiers à la politique monétaire, puisque celle-ci influence à tout instant les équilibres financiers. Ce canal est moins trivial qu'il n'y paraît, car la politique monétaire fixe les taux courts, alors que ce sont les taux *longs* qui déterminent l'arbitrage entre marchés boursiers et marchés obligataires. Or les taux *longs* ne sont pas tant influencés par les taux courts présents que par les anticipations de marché sur l'ensemble des taux courts futurs, ainsi que leurs effets éventuels sur l'inflation. C'est pourquoi les tendances boursières dépendent crucialement de l'évolution attendue de la politique monétaire, et toute incertitude sur celle-ci est susceptible d'engendrer des retournements d'anticipations généra-

teurs de volatilité. De ce point de vue, la grande nouveauté de l'ère Greenspan est la prise en compte systématique de ces anticipations dans la gestion de la politique monétaire, et la volonté de les influencer de manière à éviter tout effet de surprise sur l'évolution future des taux. Cette capacité à façonner les attentes des investisseurs s'est construite au fil du temps, par une maîtrise consommée de la communication qui a considérablement renforcé la crédibilité de l'institution monétaire.

La double causalité, entre politique monétaire et prix des actifs financiers, conduit à souligner deux incertitudes quant à l'évolution des marchés boursiers américains à partir de janvier prochain. D'une part, il y a risque de *changement de doctrine* quant à la réaction monétaire optimale face aux évolutions boursières. L'idée selon laquelle cette réponse doit être asymétrique (inexistante en cas de tendance haussière, active en situation de chute) est récente et sera, n'en doutons pas, contestée sur deux fronts : par la conception selon laquelle cette réaction doit être proactive en toute circonstance (et qui fut à l'origine des catastrophes financières mentionnées précédemment), et par celle selon laquelle la politique monétaire ne saurait être tenue pour responsable des évolutions boursières et doit donc ignorer la fragilité financière liée aux éclatements de bulle. La seconde incertitude est liée au risque de *défaut de communication* entre la Fed et les marchés financiers, qui compromettrait la prévisibilité de la politique monétaire et rendrait volatile l'évolution attendue des taux futurs et donc des tendances boursières. L'expérience américaine sous Greenspan a révélé que cette adéquation reposait largement sur la crédibilité et l'art de la parole de l'actuel président de la Fed. De ce point de vue, l'extrême personnalisation de la politique monétaire ne rendra pas à son successeur la tâche facile ■