

Une dynamique des taux d'intérêt élevés aux Etats-Unis

Virginie Coudert*

Du constat sur le passé récent à l'analyse des fortes fluctuations enregistrées par les taux nominaux, tout concourt à considérer comme une perspective probable le maintien de taux d'intérêt réels élevés aux Etats-Unis. La concurrence bancaire par les taux dans un contexte de déréglementation, les besoins de crédits et les anticipations inflationnistes liés à la reprise ainsi que la persistance d'importants déficits budgétaires sont autant de facteurs de tension sur les taux.

Depuis novembre 1979 jusque, semble-t-il à la fin de 1982, les autorités monétaires américaines ont quasiment abandonné tout contrôle des taux d'intérêt sur le marché monétaire¹. Alors que précédemment la politique d'open-market visait à contenir à la fois les taux d'intérêt et la liquidité bancaire dans des fourchettes déterminées, seul a demeuré durant cette période l'objectif de réserves bancaires correspondant à un certain montant de masse monétaire ; dans ces conditions les taux d'intérêt sont devenus de simples variables d'ajustement. En outre, en mars 1980, le « Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act » commençait à entrer en application. Il comportait d'importantes mesures de déréglementation des taux d'intérêt : la réglementation Q sur la rémunération de l'épargne

* Virginie Coudert fait partie du département Sachem-Ouest au CEPII.

1. Quasiment : la fourchette de variation des taux d'intérêt est passée de 0,5 point à 4 ou 6 points, voire jusqu'à 8 points en 1980 autour d'un taux jugé conforme aux normes de croissance monétaire.

qui depuis 1960 avait plafonné les taux d'intérêt versés sur les dépôts bancaires a été progressivement supprimée, de même les plafonds sur les taux d'intérêt débiteurs — des crédits hypothécaires notamment — ont été levés.

Depuis cette époque, la politique monétaire américaine s'est centrée sur le maintien d'une croissance régulière de la masse monétaire, ce seul objectif étant censé, selon les monétaristes, exercer une influence stabilisatrice permettant de juguler la hausse des prix. Les deux modifications institutionnelles — abandon du contrôle des taux d'intérêt sur le marché monétaire et déréglementation — devaient théoriquement permettre de renforcer le contrôle des agrégats monétaires. Les taux d'intérêt à court terme sont devenus des taux de marché, résultant de la confrontation entre l'offre et la demande de capitaux bancaires. Ils sont soumis bien sûr à la contrainte de la politique monétaire mais bien davantage que par le passé aux anticipations des agents. Or depuis le début 1980, plusieurs constats s'imposent : les taux d'intérêt connaissent des fluctuations sans précédent et l'évolution de la masse monétaire est particulièrement inconstante ; les taux réels atteignent des niveaux exceptionnellement élevés. Le taux de change effectif du dollar a monté de 50 %. Enfin la récession américaine de 1980 à 1982 a été la plus longue de l'après-guerre.

Quelle responsabilité les changements de la politique monétaire d'octobre 1979 portent-ils dans ces phénomènes ? Nous verrons ici que la dynamique de la hausse des taux d'intérêt a effectivement été amorcée par les modifications de l'environnement monétaire. D'une part, la technique d'intervention monétaire s'est révélée inadéquate dans un environnement en voie de dérégulation, ce qui a provoqué les fluctuations des taux d'intérêt. D'autre part, l'alourdissement des charges bancaires due à la déréglementation et le resserrement de l'offre de monnaie face à des besoins de financement des entreprises, puis du gouvernement, anormalement forts de fin 1979 à fin 1982 ont poussé les taux d'intérêt à la hausse. Enfin, depuis 1982, le maintien de déficits budgétaires élevés et la résurgence des anticipations inflationnistes ont encore accru la tension sur les taux d'intérêts réels malgré la décreue des taux nominaux.

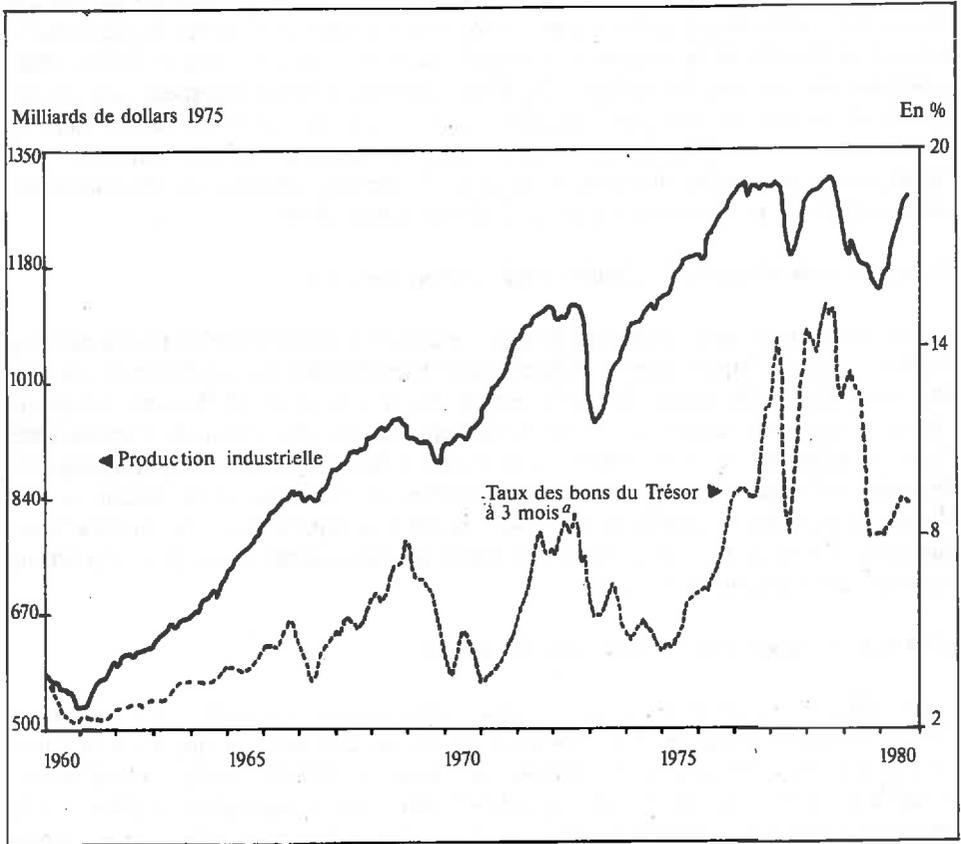
Dans une première partie, on dressera un triple constat : les mouvements des taux ont continué à épouser ceux de l'activité ; parallèlement leurs fluctuations se sont accrues et leur niveau réel s'est tendanciellement élevé ; enfin dans la demande américaine, c'est le solde export-import qui a été le plus durablement affecté par la hausse des taux. Dans une deuxième partie, on mettra en évidence les faiblesses de la politique monétaire et l'instabilité des taux qui en a résulté. On s'interrogera ensuite sur les facteurs qui ont poussé à la hausse des taux.

Les mouvements de taux d'intérêt ont continué à accompagner ceux de l'activité

Les mouvements de taux d'intérêt suivent de très près le cycle économique : depuis 1960 aux Etats-Unis, les taux se détendent aussitôt qu'une phase de récession est amorcée et remontent avec un délai variable dans la phase d'expansion (graphique 1). Ce parallélisme entre taux d'intérêt et activité économique s'est maintenu avec le changement de politique monétaire. Depuis octobre 1979, on peut ainsi distinguer quatre périodes dans le mouvement des taux d'intérêt et de l'activité :

GRAPHIQUE 1

Taux d'intérêt et cycle économique



a. Mis en moyenne mobile sur 3 mois.
Source : OCDE.

Une période de surchauffe : d'octobre 1979 à mars 1980

A la suite de l'abandon de l'objectif de taux d'intérêt, le taux des fonds fédéraux passe de 11 à 17 %, atteignant ainsi un record historique ; l'inflation enregistre aussi un record avec 15 %, par suite du deuxième choc pétrolier. La croissance réelle s'essouffle.

Un cycle étonnamment court : de mars 1980 à juillet 1981

L'administration Carter lance un programme antiinflationniste centré sur un sévère encadrement du crédit qui déclenche rapidement une profonde récession. En trois mois, le crédit à la consommation est divisé par dix, les achats de biens durables baissent de 11 % et le produit national brut recule de 2,3 %. Dans le même temps, la hausse des prix revient sur un rythme annuel de 9 % ; les taux du marché monétaire s'effondrent littéralement perdant dix points en l'espace de deux mois. Devant la gravité de la récession, l'encadrement du crédit est levé en juillet 1980, suscitant une reprise immédiate. Le PNB retrouve alors rapidement son niveau antérieur, la hausse des prix s'accélère de nouveau, la masse monétaire dérape. Finalement, à la mi-1981 les autorités monétaires réagissent en resserrant leur politique, ce qui fait un feu de paille de ce début de reprise. Les taux du marché monétaire atteignent alors un nouveau record historique de 19 %.

Une profonde récession : de juillet 1981 à novembre 1982

La récession est anormalement longue : seize mois contre onze en moyenne pour les récessions de l'après-guerre. Elle est aussi exceptionnellement profonde : la production industrielle recule de 12 % contre une moyenne de 10 % dans les précédents. L'inflation tombe à 4 % en glissement annuel. Au milieu de l'année 1982 face à la longueur de la récession et à la situation difficile de certaines banques confrontées à l'apparition de la crise de liquidités du Mexique et du Brésil, le Fed décide de relâcher sa politique par une injection de liquidités sur le marché interbancaire. Le taux des Fonds fédéraux baisse de cinq points entre juin et octobre, revenant ainsi autour de 9 %.

Une reprise vigoureuse : depuis novembre 1982

Le relâchement de la politique monétaire intervenu à l'été 1982, qui s'est traduit par un abandon temporaire de l'objectif de masse monétaire, a mis fin à la récession et a permis une reprise vigoureuse, sans tension véritable sur les taux d'intérêt nominaux. Les taux du marché monétaire sont restés cependant stables sur la période gagnant deux points environ. La poursuite de la baisse de l'inflation a porté les taux réels à de nouveaux records : entre 5 et 6 % en juin 1984, pour les taux à court terme ².

2. Taux des bons du Trésor à 3 mois moins glissement annuel des prix à la consommation.

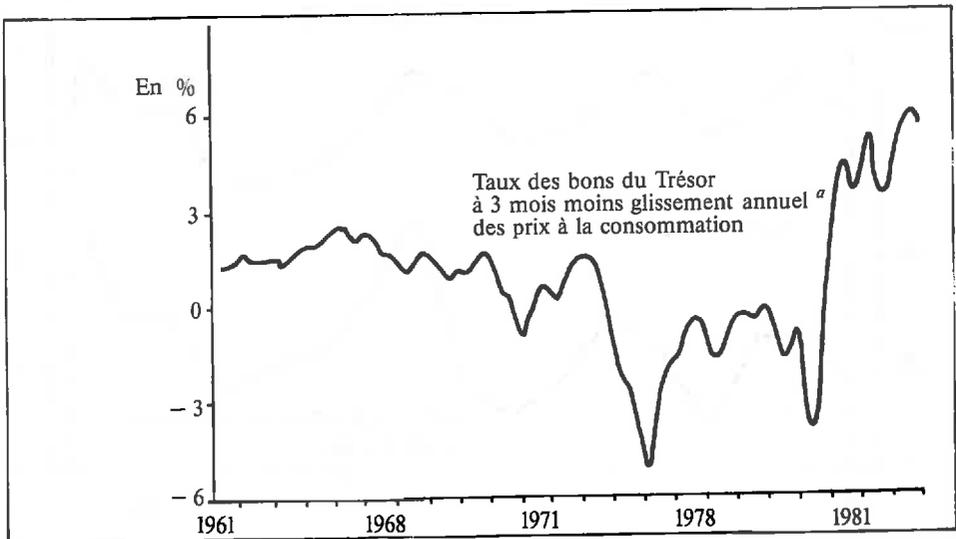
Des taux d'intérêt anormalement élevés et fluctuants

Si les mouvements des taux ont continué à accompagner les fluctuations des cycles économiques, ils connaissent depuis le changement de politique monétaire de 1979 une volatilité accrue et des niveaux très élevés en termes réels. Outre l'amplitude impressionnante des variations de taux d'intérêt qui ont accompagné le cycle économique de 1980, la variabilité des taux a considérablement augmenté depuis novembre 1979. Les fluctuations quotidiennes notamment des taux du marché monétaire ont été nettement amplifiées depuis cette date. La moyenne quadratique de la variation quotidienne des taux courts a ainsi triplé de la période début 1977-octobre 1979 à celle d'octobre 1979-fin 1982, selon des calculs de la Federal Reserve Bank of Kansas City³.

Comparés à leur tendance de longue période, les taux d'intérêt réels sont à un niveau exceptionnellement élevé : la moyenne des taux d'intérêt réels à court terme⁴ s'est située aux Etats-Unis à 1,5 % de 1950 à 1970 (1,8 % de 1960 à 1965), puis à - 1,1 % de 1970 à 1980. Or en juin 1984, les taux courts dépassent 10 % alors que l'inflation annuelle est aux environs de 4,5 %. Le taux réel à court terme est donc d'environ de 5,5 %, c'est-à-dire largement au-dessus de sa moyenne de longue période (graphique 2).

GRAPHIQUE 2

Les taux réels sur longue période



a. Mis en moyenne mobile sur 6 mois.

Source : OCDE.

3. Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review* : février 1983 « The impact of new economic information on the volatility of short-term interest rates », V. Roley - R. Troll.

4. Source statistique : Federal Reserve Bulletin, mars 1984.

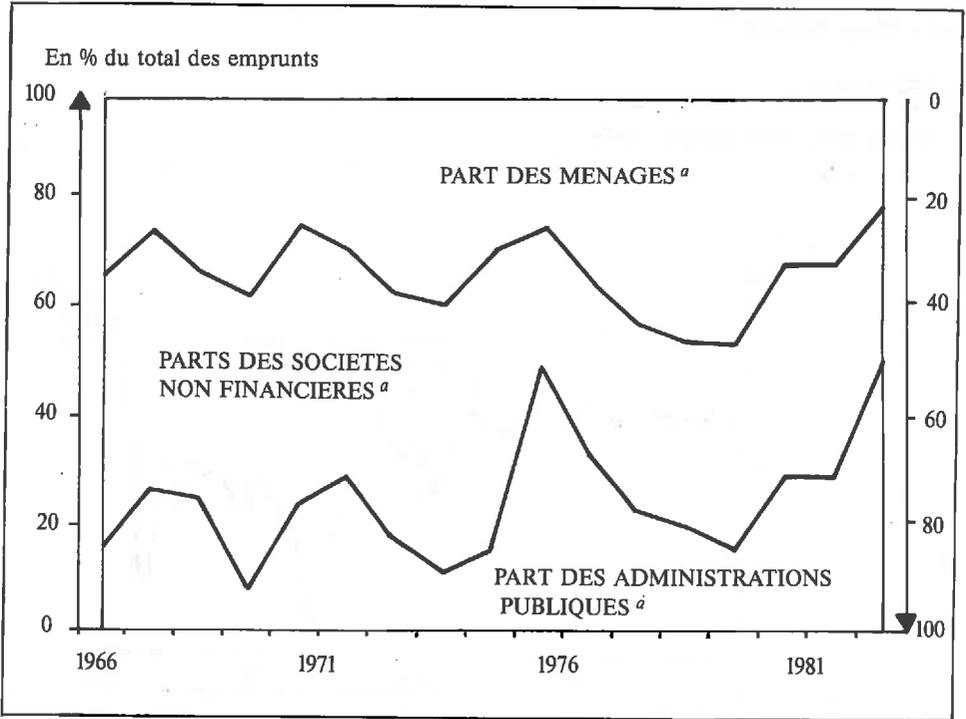
La montée des taux réels affecte surtout le solde extérieur

Le niveau élevé des taux réels a pesé sur l'activité lors de la récession 1980-82 surtout par le biais de l'appréciation du dollar. Il y a eu certes compression de la demande intérieure due à la baisse des crédits contractés, mais c'est en premier lieu la dégradation du solde commercial qui explique la profondeur de la récession et qui contribue encore actuellement à modérer la reprise.

De 1979 à 1982, les emprunts contractés par les agents intérieurs non financiers se sont réduits de 8 % en dollars constants, passant de 15,8 % du produit national brut à 13,5 %. Les emprunts des ménages notamment ont été divisés par deux, ceux des sociétés ont baissé de 20 %. Par contre, l'apparition d'un déficit fédéral massif en 1982 a porté les administrations publiques au premier rang des emprunteurs américains, puisqu'elles ont prélevé plus de la moitié des fonds disponibles sur les marchés financiers (graphique 3).

GRAPHIQUE 3

Structure des emprunts américains



^a Part dans les emprunts nets des agents domestiques non financiers américains.
Source : Statistiques financières de l'OCDE.

Cette situation typiquement récessive s'est traduite par une baisse des achats des ménages financés par le crédit. L'investissement en logement s'est ainsi effondré, reculant de 37 % en volume de 1979 à 1982 et la consommation de biens durables a baissé de 5 % sur cette période. Cependant, depuis la reprise, les taux d'intérêt, qui restent élevés en termes réels, ne paraissent plus décourager l'endettement des ménages. Les crédits à la consommation et au logement se sont en effet redressés de 12,6 % et 10 % au cours de l'année 1983. Les achats de logements ont ainsi regagné 44 % en termes réels sur l'année 1983 tandis que la consommation de biens durables augmentait de 15 %⁵. Le niveau des taux d'intérêt réels ne semble donc plus constituer un frein véritable à la demande des ménages. A cet égard, la déduction intégrale du revenu imposable de tous les intérêts versés tant au titre du logement que de la consommation représente aux Etats-Unis un allègement considérable du coût de l'endettement, d'autant plus que les impôts directs y sont encore relativement élevés malgré les réductions effectuées récemment. En moyenne, la minoration fiscale des intérêts est actuellement de l'ordre de 28 %⁶, mais peut aller jusqu'à 50 % pour les ménages aux tranches du revenu les plus élevées. De plus, les ménages semblent sujets à une certaine illusion monétaire. En cela, ils répondent davantage aux variations du taux d'intérêt nominal qui a baissé depuis 1982 qu'à celles du taux d'intérêt réel qui lui, s'est élevé.

De même, l'investissement des sociétés est aux Etats-Unis structurellement peu sensible aux taux d'intérêt, comme en attestent les modèles économétriques américains⁷. L'autofinancement dégagé au sein des sociétés est en effet suffisamment grand pour limiter le recours à l'emprunt ; les fonds d'origine interne c'est-à-dire les profits non distribués plus amortissement, couvrent environ 88 % du total des dépenses d'investissement, en moyenne sur les dix dernières années⁸. Pendant la dernière récession, le recul de l'investissement productif a été modéré : de 2,2 % en volume de 1979 à 1982 contre une baisse de 13,6 % en 1975 (graphique 4). De plus les sociétés ont en 1983 fortement accru leurs achats de biens d'équipement : ceux-ci ont augmenté de 20 % en termes réels au cours de l'année 1983. Là encore, les taux d'intérêt réels élevés n'ont pas produit de véritable effet dépressif, ou bien cet effet a été plus que compensé par les très fortes incitations fiscales à l'investissement qui ont été mises en œuvre parallèlement depuis 1981. La loi fiscale de 1981⁹ a permis en effet un raccourcissement de la durée d'amortissement fiscal et des crédits d'impôts de 10 % sur les nouveaux investissements, ce qui a considérablement allégé les charges des sociétés qui investissent.

5. Source statistique : *Survey of Current business*, février 1984.

6. 28 % est le taux marginal moyen d'imposition en 1983.

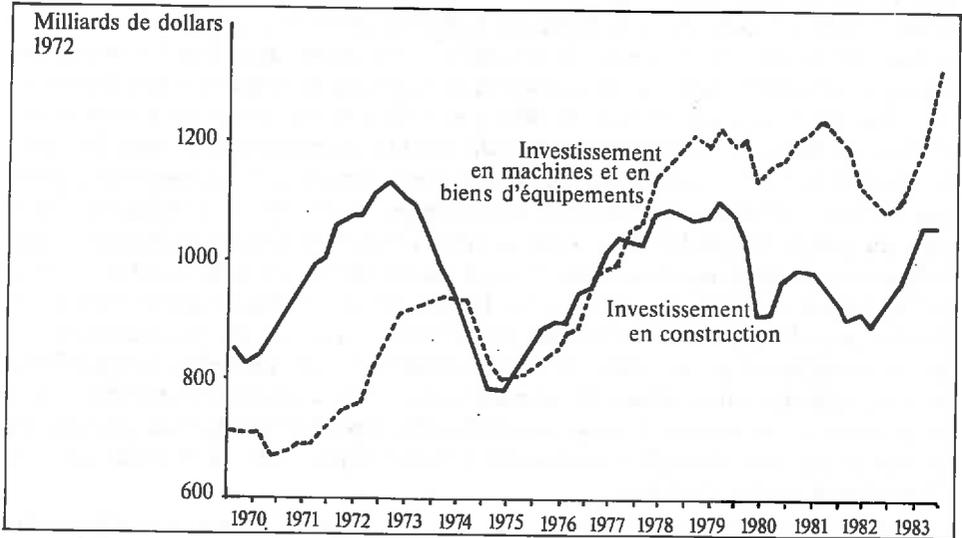
7. Notamment les modèles Wharton et BLS *Economic Growth* du Bureau of Labor Statistics. Dans le modèle du BLS, l'investissement productif ne dépend pas directement du taux d'intérêt mais de la capacité d'autofinancement — dont la formation n'est pas non plus fonction du taux d'intérêt — et des perspectives de demande (voir « BSL economic growth model system used for projections to 1990 », *BLS Bulletin* 2112). Dans le modèle de la Wharton, l'investissement s'ajuste à moyen terme à un stock de capital désiré dépendant du coût relatif des facteurs. A ce titre, le taux d'intérêt vient accroître le coût du capital et freiner l'investissement. Cependant les simulations effectuées montrent que cet effet est très limité.

8. Source statistique : *Economic Report of the President*, février 1984.

9. « *Economic Recovery Tax Act* » de juillet 1981, qui a aussi décidé les réductions d'impôts aux particuliers.

GRAPHIQUE 4

Structure de l'investissement américain



Source : OCDE.

Si la montée des taux réels affecte modérément la demande intérieure américaine, en revanche l'appréciation du dollar qui en a résulté a vivement dégradé le solde commercial. Le différentiel de taux d'intérêt réels entre les Etats-Unis et les principaux pays industrialisés est fortement positif depuis 1981 ; cela signifie que le rendement anticipé d'un placement en dollar — rendement nominal plus espérance de gain sur le change évaluée selon la parité de pouvoir d'achat — est supérieur à un placement dans une autre monnaie. Il en découle une demande accrue de dollars qui fait monter le cours de change. Cet effet taux d'intérêt est au moins partiellement responsable de la hausse récente du dollar dont le taux de change effectif a gagné 50 % de 1980 à 1984¹⁰. Or l'appréciation du dollar est lourde de conséquences sur le solde extérieur américain, malgré les comportements de marge qui limitent la répercussion totale des variations de change sur les prix des produits importés et exportés¹¹. La baisse des exportations et la montée des importations qui en résultent apparaissent dans un délai de 2 ou 3 ans et se révèlent ensuite très durables, vu l'inertie des prix. Ainsi, sous l'effet conjugué de la hausse du taux de change et de la récession mondiale, le solde des biens et services¹² a été divisé par 5 en dollars constants du 1^{er} semestre 1981 au 2^e semestre 1983, ce qui aurait réduit le PNB de 2,5 %, toutes choses égales par ailleurs. La reprise aux Etats-Unis n'a fait qu'aggraver le phénomène (graphique 5).

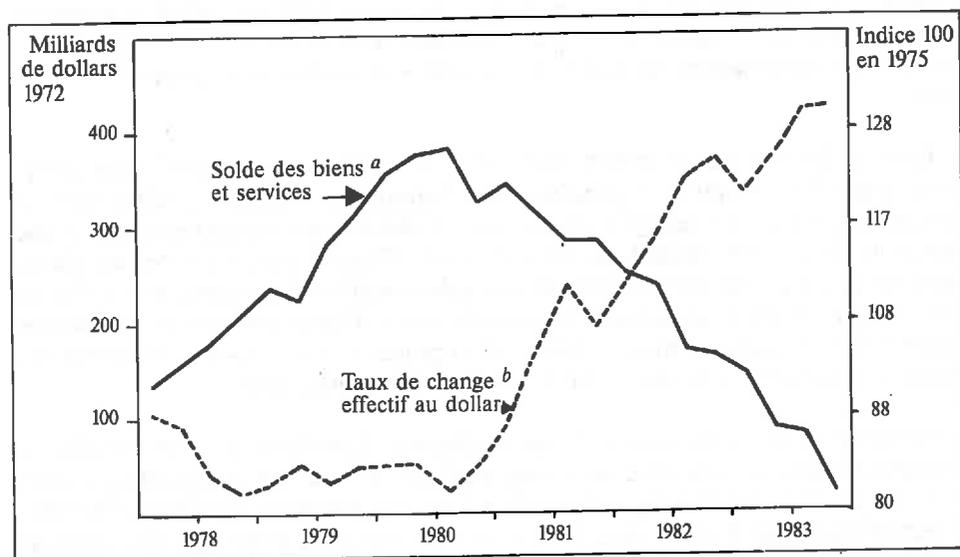
10. Taux de change effectif pondéré par les échanges commerciaux ; source : *Economic Report of the President*, février 1984, l'augmentation du taux de change effectif réel sur la même période a été de 43 %.

11. Voir Feldman : « *The trade balance effects of the dollar's recent strength* » *Federal Reserve Bank of New York, Research paper n° 8206*.

12. En termes de comptabilité nationale, source : *Survey of Current Business*, juillet 1983.

GRAPHIQUE 5

Taux de change et solde extérieur américains



a. En comptabilité nationale.

b. Pondéré par les échanges extérieurs et calculé par le FMI.

Sources : OCDE - FMI.

Finalement, le resserrement de la politique monétaire a bien provoqué une certaine contraction de la demande américaine. Mais au deuxième semestre 1982, l'abandon des objectifs sur la masse monétaire et la baisse des taux nominaux a marqué la fin de ces effets récessifs internes, bien que les taux d'intérêt réels aient continué à s'élever. Ainsi, le niveau élevé des taux réels semble maintenant peser davantage sur le solde extérieur que sur la demande interne.

A l'origine de la hausse des taux

Depuis octobre 1979, la politique monétaire américaine s'est voulue résolument monétariste. En ce sens, elle privilégie entièrement le contrôle des agrégats au détriment de tout autre type d'intervention. Selon la théorie monétariste, la croissance de la masse monétaire détermine à elle seule la quasi-totalité de l'évolution du revenu nominal mais n'a pas d'effet à long terme sur le revenu réel. C'est la thèse de la neutralité de la monnaie ou encore de la dichotomie entre la sphère réelle et la sphère monétaire. La politique monétaire ne peut prétendre réguler l'économie réelle mais elle peut par contre agir sur l'inflation qui est considérée avant tout comme un phénomène monétaire¹³. Dans cette optique, une croissance restreinte

13. Voir « The role of monetary policy » M. Friedman, *American Economic Review*, mars 1968.

de la masse monétaire en comprimant les évolution nominales tend à faire baisser l'inflation sans provoquer dans le long terme d'effet réel restrictif. En s'en tenant à un objectif de masse monétaire constant ou en diminution progressive — indépendamment de l'activité ou du déficit budgétaire —, la politique monétaire permet ainsi de maîtriser la hausse de prix. En affichant dans le discours son inflexibilité, elle crée des anticipations de baisse de l'inflation qui favorisent largement leur réalisation.

Le contrôle des taux d'intérêt, objectif de la politique monétaire keynésienne, n'est jugé ni souhaitable ni possible dans l'optique monétariste : d'une part, il entrave le contrôle des agrégats qui dépendent des réserves bancaires et non d'une demande de monnaie flexible au taux d'intérêt. D'autre part, pour ces néoclassiques, le taux d'intérêt réel se forme dans la sphère réelle uniquement ; le contrôle ne fait que fausser les mécanismes d'ajustement entre offre et demande de capitaux et susciter des décisions d'investissement non optimales. La croissance régulière des agrégats monétaires doit être le seul but de la politique monétaire.

Néanmoins, nous verrons que ces résolutions théoriques se sont heurtées à d'énormes difficultés de mise en œuvre pratique, si bien que la croissance monétaire qui se voulait stabilisée, a rarement été aussi inconstante que depuis fin 1979. L'acharnement du Fed à vouloir conserver des objectifs précis sur des agrégats monétaires dont la signification même était remise en cause par la déréglementation, a créé un climat d'instabilité, de surréaction des marchés et des fluctuations de taux d'intérêt sans précédent.

Déréglementation et contrôle des agrégats

L'abandon de l'objectif de taux d'intérêt en octobre 1979 devait théoriquement permettre de se concentrer sur l'objectif de masse monétaire et ainsi faciliter sa réalisation. En effet, le Fed dispose principalement d'un instrument d'intervention : l'achat ou la vente de bons du Trésor sur le marché monétaire, le réescompte jouant aux Etats-Unis un rôle secondaire. Par le seul biais de l'open market, le Fed devait avant 1979 à la fois contrôler le montant de la liquidité bancaire et les taux d'intérêt formés sur le marché monétaire. Atteindre ce double objectif au moyen d'un instrument unique était d'une réalisation délicate. Avec le seul objectif de masse monétaire, le mécanisme est simplifié. Si la masse monétaire a augmenté trop vite, le Fed vend des bons du Trésor sur le marché monétaire, ce qui diminue les réserves des banques et fait monter les taux d'intérêt, les banques ajustent alors leur distribution de crédits à un montant de réserves réduit, ce qui ralentit la création monétaire (encadré). La montée des taux accélère le processus, puisqu'elle constitue une hausse du coût marginal du crédit pour les banques déficitaires et son coût d'opportunité pour les banques excédentaires.

Le contrôle de la masse monétaire aux Etats-Unis

A) Définitions

1) Les agrégats monétaires

de 1980 à 1982 :

M1A = Billets + comptes-
chèques ordinaires

M1B = M1A + comptes-
chèques rémunérés

depuis 1982 : $M1 = M1B$

$M2 = M1 +$ comptes d'épargne
et comptes à terme dans les banques
+ fonds communs de placement
sur le marché monétaire.

$M3 = M2 +$ comptes d'épargne
dans les « Mutual Savings Banks »
et les « Savings and Loans institu-
tions ».

C'est l'agrégat M1 qui est généra-
lement considéré comme l'objectif
le plus important.

2) La base monétaire

— Base monétaire = billets +
réserves bancaires.

— Réserves bancaires = comptes-
courants des banques auprès de la
banque centrale + avoirs en billets
détenus dans les coffres des ban-
ques.

Utilisation des réserves :

Réserves bancaires =
réserves obligatoires + réserves
excédentaires.

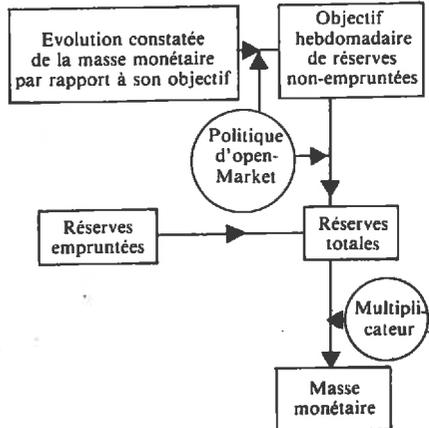
Alimentation des réserves :

Réserves bancaires = réserves
empruntées obtenues par l'escompte
+ réserves non-empruntées obte-
nues par la vente de titres sur le
marché monétaire.

B) Le mécanisme de transmis- sion de la politique monétaire

1) Le contrôle des réserves ban- caires

L'évolution constatée de la masse
monétaire par rapport à son objec-
tif donne lieu à la fixation, chaque
semaine, d'un objectif de réserves
non-empruntées définissant la poli-
tique d'open-market du Fed. Le
Fed contrôlant d'autre part le
recours à l'escompte, le respect de
l'objectif de réserves non-
empruntées suffit à contrôler
l'ensemble des réserves bancaires.



2) Le multiplicateur réserves bancaires-masse monétaire

Dans un schéma simplifié où :

— le coefficient de réserves obligatoires est le même sur tous les dépôts,

— les réserves excédentaires sont toujours proportionnelles aux réserves obligatoires,

— la proportion de billets par rapport aux dépôts bancaires est fixe,

la masse monétaire est proportionnelle aux réserves bancaires.

La relation entre masse monétaire et réserves bancaires, de type multiplicateur, s'écrit :

$$M = \frac{(1 + b)}{(1 + e)} R$$

où :

M = masse monétaire

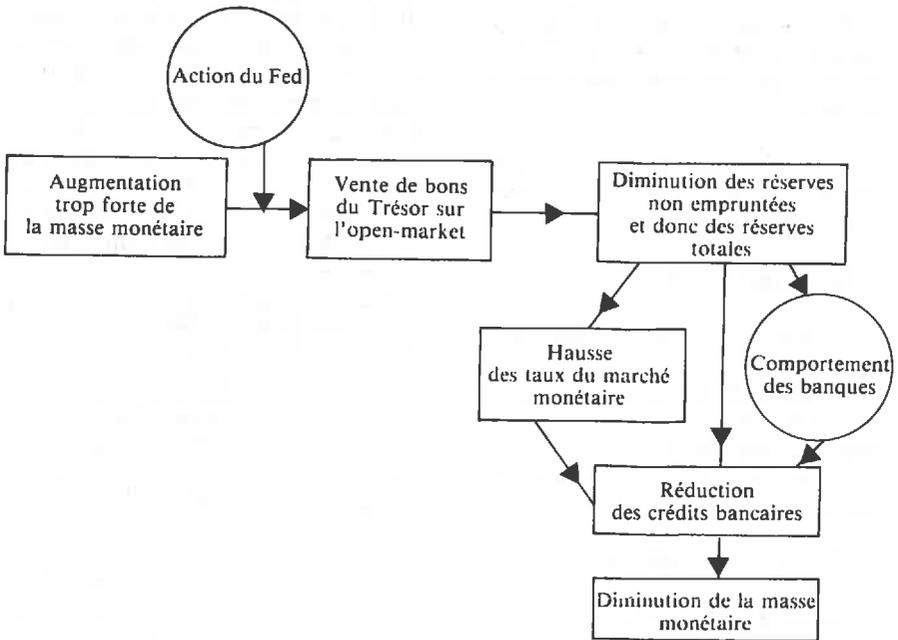
R = réserves bancaires

b = proportion de billets par rapport aux dépôts

r = coefficient de réserves obligatoires

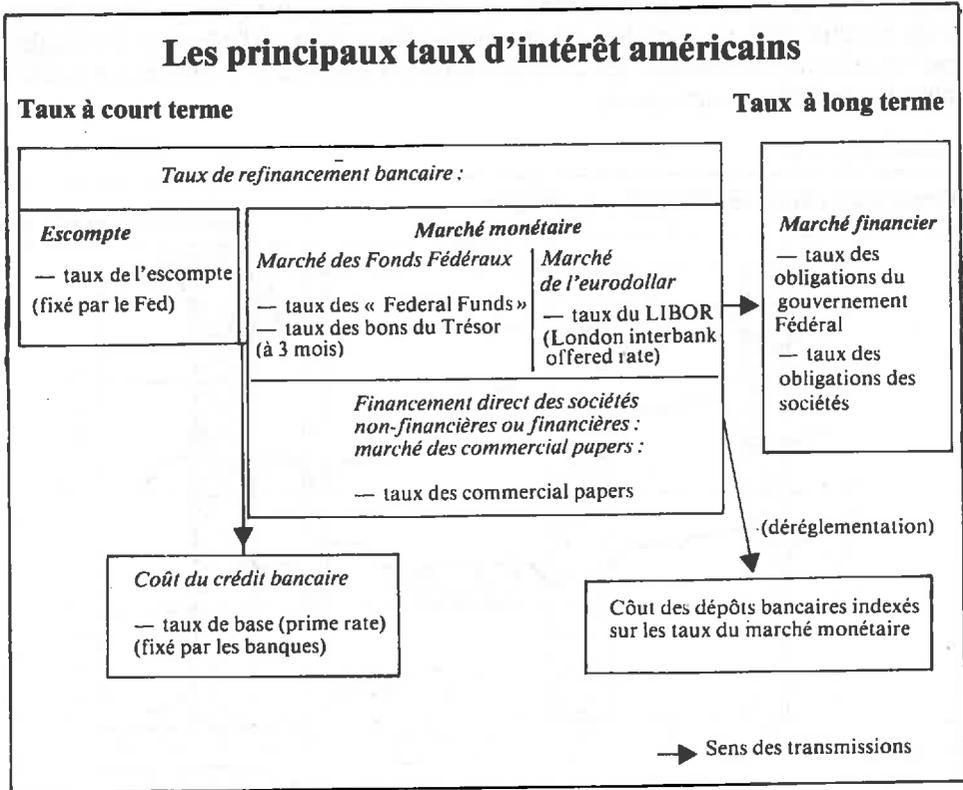
e = réserves excédentaires/réserves obligatoires

3) La transmission dynamique de l'effet multiplicateur entre réserves et masse monétaire



La déréglementation devait en principe encore faciliter le mécanisme. En déplaçant les taux d'intérêt débiteurs et progressivement l'ensemble des taux versés sur les placements monétaires, elle crée une situation d'indexation généralisée qui permet la transmission des tensions du marché monétaire — que contrôle le Fed — à l'ensemble de l'économie. En d'autres termes, toute montée des taux sur le marché monétaire se répercute d'une part plus complètement sur le coût du crédit et devrait théoriquement faire baisser la demande de crédits et faciliter ainsi la réduction de la masse monétaire. D'autre part, en induisant une hausse générale des ressources des banques, elle généralise la contrainte du marché monétaire à l'ensemble des banques et non plus aux seules banques déficitaires (encadré). L'incitation à accroître les crédits en augmentant les dépôts afin d'éviter un refinancement coûteux sur le marché monétaire disparaît puisque la collecte de nouveaux dépôts s'effectue de plus en plus à des taux proches du taux du marché monétaire.

Malgré ses potentialités théoriques, la déréglementation, loin de faciliter les mécanismes de transmission de la politique monétaire, a produit depuis 1980 des effets hautement déstabilisateurs sur la demande de monnaie et a rendu ainsi le contrôle des agrégats particulièrement difficile.



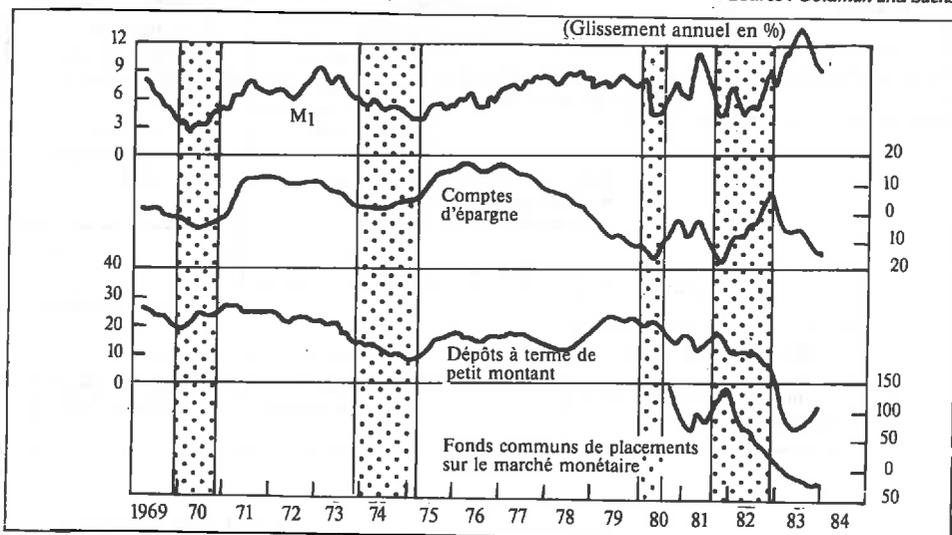
Déplacements de la demande de monnaie et instabilité du multiplicateur

La déréglementation progressive des établissements financiers a suscité peu à peu la création de nouvelles catégories de dépôts bancaires aux rémunérations plus avantageuses, dont certains ont connu un développement spectaculaire. Depuis 1980, on a assisté ainsi à la naissance de diverses catégories de comptes-chèques rémunérés : les comptes NOW (negotiable order of withdrawal accounts), ATS (automatic transfert services savings) et depuis janvier 1983 les super NOW accounts. L'ensemble de ces nouveaux dépôts totalisait déjà 121 milliards de dollars en juin 1983, soit la moitié du montant des comptes-chèques ordinaires. De plus, les « money market mutual funds », fonds communs de placement gérés par les banques et rémunérés au taux du marché monétaire, créés en 1974, se sont rapidement développés avec la montée des taux passant de 20 milliards de dollars en octobre 1979 à 182 milliards de dollars fin 1982. Enfin, le record de succès va aux « money market funds deposits accounts »¹⁴ qui créés au début de l'année 1983 avaient drainé six mois après leur création 367 milliards de dollars, soit presque le cinquième de l'ensemble des dépôts bancaires. Il y a donc eu depuis 1980 un déplacement incessant de la demande de monnaie vers les nouveaux actifs ; ce déplacement s'est effectué avec une ampleur et une vitesse qui étaient difficilement prévisibles par les autorités monétaires. La structure des actifs monétaires s'est ainsi considérablement modifiée (graphique 6).

GRAPHIQUE 6

Croissance comparée des actifs monétaires

Source : Goldman and Sachs.

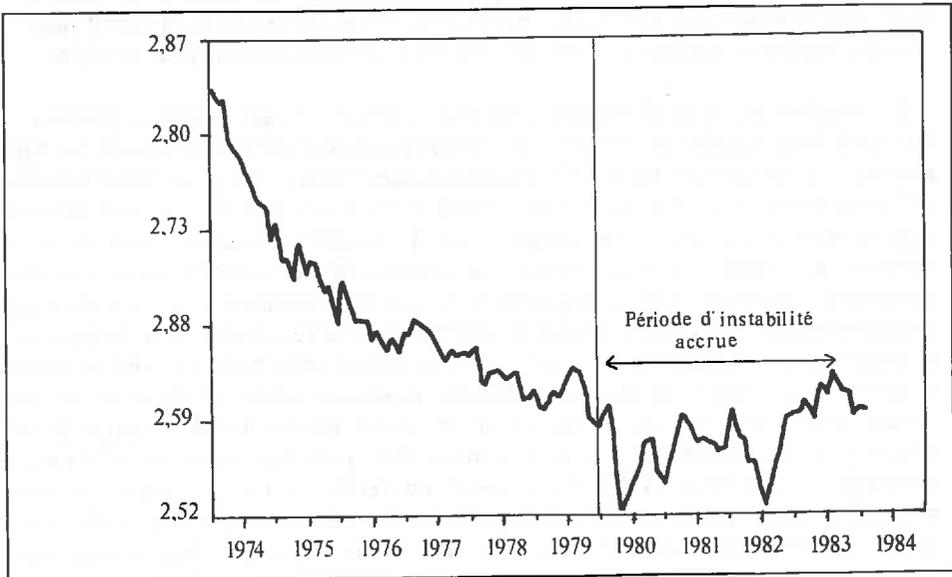


14. Comptes rémunérés à des taux voisins du marché monétaire comme les fonds communs de placement mais sur lesquels il est possible d'effectuer chaque mois un nombre limité de chèques et de virements automatiques.

Cette structure mouvante des dépôts a provoqué une déformation incessante du multiplicateur entre base et masse monétaires (encadré 1). En effet, les réserves obligatoires des banques présentent des coefficients très différents selon le type de dépôts : allant de 16,25 % pour les comptes-chèques ordinaires dans les grandes banques en passant par 12 % pour certains comptes-chèques rémunérés (ATS) et 3 % pour d'autres (NOW accounts) jusqu'à 1 % pour les dépôts à terme bloqués plus de quatre ans. Le passage de la demande de monnaie des comptes à vue ordinaires pour lesquels les coefficients de réserves sont élevés à des comptes rémunérés à coefficients de réserves inférieurs a naturellement produit une baisse des réserves obligatoires par rapport à la masse monétaire. Le multiplicateur entre base et masse monétaires a ainsi eu tendance à s'élever depuis mars 1980, date de mise en œuvre de la déréglementation (graphique 7). De plus, du fait que la demande s'est portée successivement et massivement vers des produits (ATS, NOW accounts, etc.) à coefficients de réserves différents sans qu'il ait été possible de prévoir convenablement l'ampleur de ces déplacements, le multiplicateur entre base et masse monétaires est devenu très fluctuant et difficilement prévisible. Les méthodes de prévision de ce multiplicateur développées par le Fed, essentiellement sur la base de processus autorégressifs semblent peu adaptées à cet environnement mouvant ¹⁵.

GRAPHIQUE 7

L'instabilité accrue du multiplicateur depuis 1979



Source : OCDE.

15. Voir à ce sujet « The wayward money supply : a post-mortem of 1982 », mars 1983 et « Forecasting the multiplier », novembre 1983, Federal Reserve Bank of Saint Louis, Economic Review.

L'ampleur du problème peut se vérifier aisément sur quelques chiffres. Au cours de l'année 1982, le multiplicateur est passé de 2,535 en juin à 2,614 au mois de novembre, soit une variation de 8 points environ. Une telle variation du multiplicateur, si elle n'est pas prévue produit une dérive sur la masse monétaire de 3,2 % en 5 mois ou 8 % en rythme annuel ¹⁶, ce qui est considérable puisque les objectifs du Fed imposaient à cette même masse monétaire de contenir sa croissance annuelle entre 4 et 6 %. C'est l'efficacité même du contrôle monétaire qui se trouve ainsi mise en cause. Les statistiques de masse monétaire M1 rendent bien compte de l'irrégularité de leur croissance depuis 1980 (tableau 1).

TABLEAU 1

Masse monétaire M1

Glissement trimestriel mis en rythme annuel, cvs, en %.

1980 (MIB)				1981 (MIB)				1982				1983				1984
1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
5,8	- 2,6	14,6	10,8	4,5	9,2	0,3	5,7	10,5	3,2	6,1	13,1	14,1	12,8	4,3	3,2	1,6

Source : Federal Reserve Bulletin.

Au-delà des difficultés de contrôle qui se sont posées, on peut se demander si ce n'est pas la signification même des agrégats qui s'est trouvée modifiée par la déréglementation. L'agrégat M1, qui regroupe l'ensemble des moyens de paiement, n'est plus représentatif des seules encaisses de transaction puisqu'il inclut maintenant des dépôts rémunérés qui peuvent très bien servir de placement d'épargne.

En conclusion, la détermination du Fed à conserver des objectifs précis s'est heurtée à l'imprécision du contrôle monétaire et au changement de nature des agrégats dus à la déréglementation. Ce décalage a donné lieu à une politique d'injection de liquidités en stop and go, le Fed constatant les écarts par rapport aux objectifs puis resserrant ou desserrant exagérément la liquidité bancaire pour tenter de redresser ces écarts. Les taux d'intérêt ont alors connu des variations sans précédent exprimant ces heurts dans la conduite de la politique monétaire. Les mouvements ont été amplifiés par les opérations du marché monétaire qui se sont polarisés sur la publication hebdomadaire des statistiques de masse monétaire (malgré toutes les révisions et les erreurs de désaisonnalisation auxquelles elles ont été sujettes) pour fonder leurs anticipations. Ainsi un léger accroissement hebdomadaire de M1 déclenchait des anticipations de durcissement de la politique monétaire et donc une demande immédiate de capitaux qui faisait monter les taux avant même que le Fed ne soit intervenu. La variabilité inhabituelle des taux d'intérêt qui en a résulté a sans doute produit à elle seule une certaine montée des taux qui ont alors incorporé une prime de risque liée à l'incertitude extrême sur leur évolution ultérieure.

16. Soit $M = mB$ la relation liant la masse monétaire M à la base monétaire B où m est le multiplicateur. Si le multiplicateur varie de Δm , cette relation devient : $M + \Delta M = (m + \Delta m) B$, soit une variation relative de la masse monétaire de $\Delta M / M = \Delta m / m$. Ici $\Delta M / M = 8 \% / 3,535 = 3,2 \%$.

Une synergie à la montée des taux

Outre l'instabilité des taux, d'autres facteurs sont successivement intervenus dans le sens d'une montée des taux : la concurrence bancaire par les taux, la demande de crédits soutenue, les anticipations inflationnistes, le déficit budgétaire élevé.

La concurrence bancaire par les taux

Le premier facteur de hausse des taux réside dans la concurrence violente à laquelle les établissements financiers se sont livrés lorsque la rémunération des différentes catégories de placement a été déréglementée. Auparavant la rémunération des dépôts était uniforme et maintenue artificiellement basse par la législation. Depuis 1980, l'action de la concurrence a renchéri les taux d'intérêt créditeurs afin d'attirer les épargnants d'autant plus que le volume global des placements des ménages était limité par la baisse de leur taux d'épargne. La possibilité de rémunérer les comptes-chèques a fait chuter de 20 % en 1979 à 12 % en 1982 la part des dépôts non rémunérés dans l'ensemble des dépôts bancaires et la généralisation des dépôts rémunérés à un taux voisin du taux du marché monétaire a considérablement renchéri le coût moyen des ressources bancaires. Les intérêts versés par les banques commerciales ont ainsi doublé de 1979 à 1982. Notons cependant que l'impact de cette hausse des intérêts versés à la clientèle a été atténuée par des coefficients de réserves obligatoires inférieurs pour les dépôts rémunérés à ceux des comptes-chèques ordinaires. D'un autre côté, les risques de défaillance des emprunteurs accrus par la récession puis exacerbés par l'insolvabilité de certains pays du Tiers-Monde sont venus encore alourdir les charges bancaires en augmentant leurs provisions pour créances douteuses. Finalement l'augmentation des charges bancaires a été partiellement répercutée sur le coût du crédit, induisant une hausse générale des taux.

Les pressions sur l'offre de monnaie...

Le deuxième facteur de hausse des taux a été le resserrement de la politique monétaire intervenu fin 1979 et maintenu jusqu'à la mi 1982. La croissance annuelle de M1 sur cette période a été de 5,9 % en moyenne contre 8 % environ sur les deux années précédentes. Déflatée par l'indice des prix à la consommation, la croissance monétaire a ralenti plus encore, tombant à - 2,3 % en moyenne de fin 1979 à mi 1982 (tableau 2). Comme la demande de création monétaire des agents économiques — c'est-à-dire la demande de crédits — est restée soutenue sur cette période malgré la récession, on peut conclure effectivement à un très net resserrement de l'offre de monnaie. Compte tenu des modalités de la politique monétaire, ce durcissement s'est opéré nécessairement par une hausse des taux.

TABLEAU 2

Evolution de la masse monétaire M1 et des prix à la consommation : la décélération de septembre 1979 à juillet 1982

Taux de variation sur la période, mis en rythme annuel, cvs, en %

	Déc. 76- sept. 79	Sept. 79- juil. 82	Juil. 82- août 83	Août 83- Mars 84
M1	8,3	5,9	13,3	6,0
Prix implicites du PNB	7,7	8,4	3,3	4,0
M1 déflatée par les prix du PNB	0,6	2,3	9,7	1,9

Sources : OCDE.
Federal Reserve bulletin.

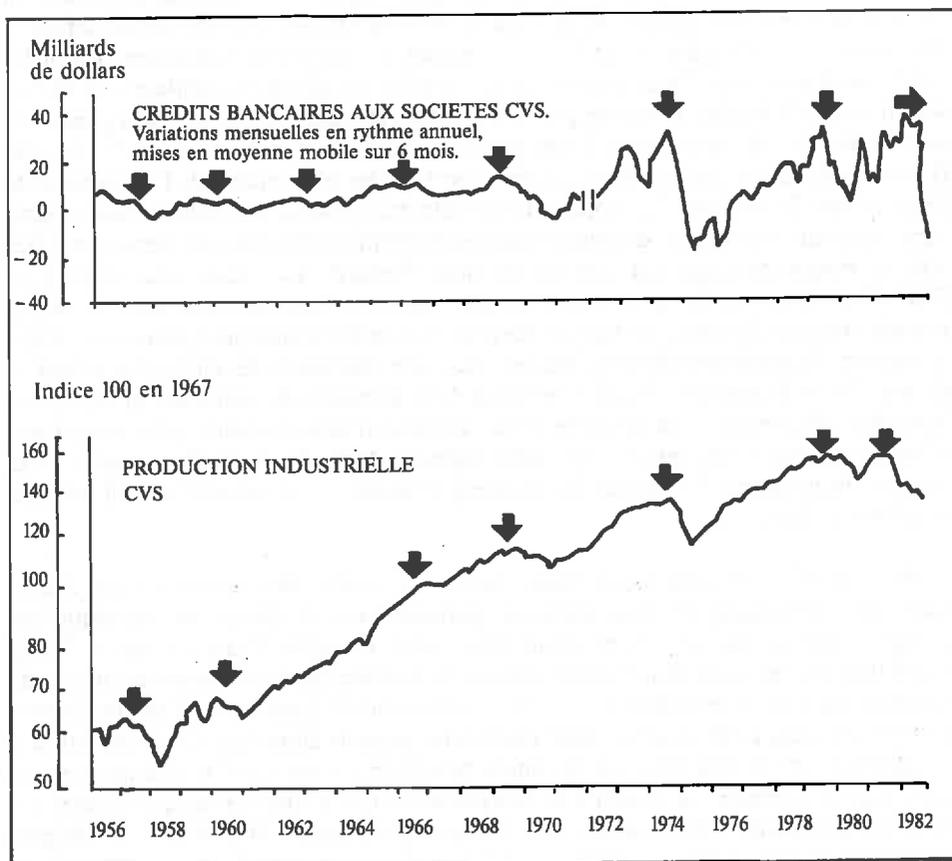
... Face à une demande de crédits soutenue jusqu'au début 1982

Dans les cycles traditionnels aux Etats-Unis, la demande de crédit des entreprises s'infléchit dès que l'activité commence à décliner pour se redresser ensuite avec la reprise (graphique 8). Dans la mini-récession de 1980, on a encore observé ce parallélisme : crédits aux entreprises et production ont fléchi simultanément, entraînant dans leur chute les taux d'intérêt et la masse monétaire. Par contre en 1981 alors que la récession commençait dès le milieu de l'année, les crédits aux entreprises ont continué à s'accélérer jusqu'au début 1982 exerçant à offre de monnaie restreinte, une pression sur les taux d'intérêt. Cette évolution atypique peut s'expliquer en partie par une déformation de la structure de l'endettement : il y a eu un recours massif au crédit bancaire — ce qui a alimenté les tensions monétaires — alors que le financement à long terme sur le marché financier connaissait une certaine désaffection.

L'incrédulité des agents en 1981 quant à la durabilité de taux d'intérêt aussi élevés s'est traduite en effet par une préférence pour l'endettement à court terme, qui permettait de bénéficier ensuite de la baisse anticipée des taux, et au contraire par une nette réticence à emprunter à long terme à des taux jugés anormalement forts. De plus, l'offre de capitaux sur le marché financier s'est restreinte avec la baisse de l'épargne des ménages ; le financement bancaire a alors été nécessaire pour nombre de sociétés dont la cotation trop dégradée avec la récession a fermé l'accès au marché financier. Cette déformation de la structure de financement s'est traduite d'une part par une inversion de la hiérarchie des taux : les taux à court terme dépassant largement les taux longs en 1981 ; d'autre part elle a alimenté la hausse des taux courts : cette hausse de la demande de crédits venant se heurter à une offre de monnaie anormalement basse.

GRAPHIQUE 8

Crédits bancaires et cycles économiques aux Etats-Unis : le décalage de 1981



↓ : Début de la récession
 Baisses de la production industrielle et du taux de croissance des crédits bancaires sont simultanées sauf en 1981.

➔ : Décalage en 1981 entre baisse de la production et baisse des crédits.

Source : Business Conditions Digest.

En 1982, le déficit budgétaire prend le relais

La montée du déficit budgétaire a constitué depuis 1982 un puissant facteur de hausse des taux. Le déficit de l'Etat fédéral est passé de 27,7 milliards de dollars en 1979 à 110,6 milliards de dollars en 1982 et 195 milliards en 1983 du fait notamment des réductions d'impôts et de l'accroissement des dépenses militaires. Actuellement, aucune perspective d'amélioration véritable des finances publiques ne se dessine puisque le budget présenté par le Président Reagan en février 1984 prévoyait encore des déficits supérieurs à 180 milliards de dollars jusqu'en 1987¹⁷. Le seul financement du déficit représente environ en 1983 les trois quarts de l'épargne nette dégagée aux Etats-Unis. La montée des déficits budgétaires à de tels niveaux opérée sans politique monétaire d'accompagnement (comme au premier semestre 1982) crée nécessairement des tensions sur les taux d'intérêt. La concurrence entre Etat Fédéral et secteur privé pour l'accès à un volume de financement limité se résout par une montée des taux. La hausse des taux réalise théoriquement, dans un schéma keynésien, l'ajustement de deux façons : par une réduction des emprunts privés — c'est l'effet d'éviction — et par une baisse de la demande de monnaie, qui en circulant plus rapidement rend possible le financement d'une demande globale accrue à offre de monnaie constante. C'est cette réponse de la demande de monnaie — et aussi éventuellement l'appel au financement étranger — qui limite l'effet d'éviction et la hausse des taux.

Or la fonction de demande de monnaie semble actuellement présenter aux Etats-Unis une inélasticité au taux d'intérêt particulièrement lourde de conséquences puisque dans ce cas elle ne pourrait plus jouer son rôle d'amortisseur à l'effet d'éviction par les taux. En d'autres termes, la montée des taux susciterait moins de déplacements de la demande de monnaie vers les actifs financiers, d'où une hausse accrue des taux pour contrer cette préférence pour la liquidité. Cette tendance à l'inélasticité de la demande de monnaie prendrait racine dans le changement de nature de la monnaie consécutif à la déréglementation. L'indexation généralisée des taux des actifs monétaires sur les taux à court terme depuis la politique de déréglementation a faussé les mécanismes traditionnels d'ajustement de la demande de monnaie aux variations de taux d'intérêt. En effet, en cas de hausse des taux effective ou anticipée, la demande de monnaie n'a plus de raison de baisser puisque c'est sa propre rémunération qui s'élève à ce moment ; la substituabilité habituelle entre actifs monétaires et actifs financiers se trouve donc remise en cause.

17. Les statistiques de déficit sont données en années fiscales (30 septembre de l'année précédente au 1^{er} octobre de l'année en cours) ; au sujet du déficit américain, voir « *Special analysis, Budget of the United States Government, F.Y. 1985* », *Office of Management and Budget, février 1984* ou « *le budget américain : les raisons du déficit* » V. Coudert, document de travail CEPII 84-02, février 1984.

Les anticipations accentuent les tensions

Outre l'effet direct du déficit budgétaire sur l'équilibre épargne-investissement, celui-ci crée aussi des anticipations défavorables qui jouent à la hausse des taux d'intérêt. En effet, la publication par l'administration elle-même de déficits budgétaires importants dans les prochaines années a un effet d'annonce indéniable auprès des opérateurs des marchés financiers qui leur fait anticiper une hausse ultérieure des taux. Leur raisonnement est le suivant : soit les déficits futurs seront financés par création monétaire et l'inflation repartira ; soit la politique monétaire restera restrictive et il y a aura excès de demande de capitaux sur les marchés financiers. Dans les deux cas, les taux d'intérêt s'orienteront à la hausse. Cette opinion largement répandue dans les marchés financiers s'expriment dès à présent par des taux d'intérêt élevés, surtout sur le long terme.

En 1983 et 1984, le haut niveau des taux peut aussi s'expliquer par de telles formes d'anticipation. Le fait que les taux à long terme dépassent d'environ 3 points les taux à court terme indiquent des anticipations de hausse des taux dans les prochaines années. Outre des prévisions de déficits budgétaires élevés, ces anticipations résultent au moins partiellement de perspectives de hausse de l'inflation. La plupart des prévisions économiques font en effet état d'une inflation entre 5 à 7 % pour 1984 et les prochaines années, supérieure donc aux 4 % enregistrés en 1983.

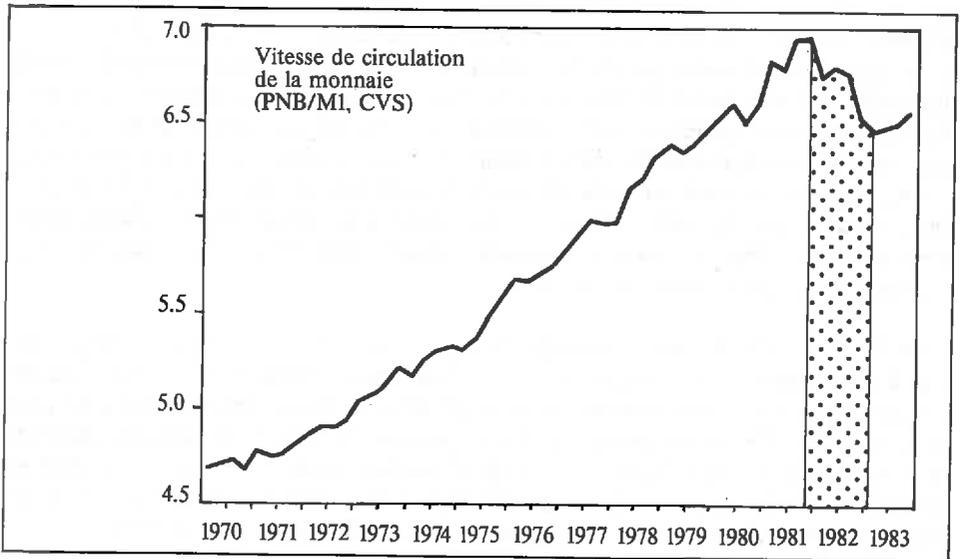
Les anticipations inflationnistes se fondent sur plusieurs facteurs. Le premier, décrit plus haut, provient d'une hypothèse de monétisation des futurs déficits. Le second est lié au cycle conjoncturel : la reprise de la croissance économique s'accompagne habituellement aux Etats-Unis d'une tension sur les prix. Toute la question est de savoir si le processus de désinflation mis en œuvre résistera ou non aux forces conjoncturelles. Deuxièmement le relâchement monétaire observé d'août 1982 à août 1983 — la masse monétaire a augmenté de 13 % sur cette période — est perçu par les marchés financiers comme étant à terme générateur d'inflation. Pour les monétaristes et notamment pour M. Friedmann¹⁸, cette forte accélération de la création monétaire provoquerait dès le milieu 1984 un regain d'inflation. La baisse de la vitesse de circulation de la monnaie qui s'est produite en 1982 (graphique 9) — en d'autres termes le fait que la masse monétaire ait augmenté plus vite que le PNB nominal — est lourde de conséquences : lorsque les encaisses retrouveront leur vitesse de circulation habituelle, le surcroît de demande qui se produira générera une hausse accélérée des prix. Cette opinion amplement commentée dans la presse américaine semble largement répandue dans les milieux financiers et nourrit leurs anticipations inflationnistes. Enfin, une éventuelle baisse du dollar provoquerait aussi un surcroît d'inflation¹⁹.

18. Voir par exemple : « Why a surge of U.S. inflation is likely next year » *Wall street journal*, 5 septembre 1983.

19. Selon une étude du CEPII menée par J. Le Dem, en simulation sur le modèle Sachem-Ouest, la hausse du taux de change effectif du dollar entre 1981 et 1983 a fait baisser l'inflation de 2 points aux Etats-Unis, en moyenne annuelle, sur cette période (à paraître). Cependant les résultats de cette même étude laissent par ailleurs penser que la désinflation pourrait être durable aux Etats-Unis, étant donné la modération des accords salariaux conclus depuis 1982.

GRAPHIQUE 9

La baisse de la vitesse de circulation de la monnaie M1 en 1982



Source : OCDE.

La persistance de déficits budgétaires élevés constitue actuellement un véritable obstacle à la baisse des taux, d'autant plus que les risques inflationnistes liés à la phase d'expansion devraient inciter le Fed à contenir la croissance monétaire. La montée de la demande de crédits du secteur privé risque alors de venir concurrencer le fort besoin de financement du gouvernement fédéral et d'entretenir les tensions sur les taux d'intérêt, d'autant plus que les sources de financement seront limitées. Le maintien de taux d'intérêt réels élevés aux Etats-Unis constitue donc actuellement une perspective des plus probables.