

Choc après choc : l'économie américaine, la Fed et ce qui nous attend

Je vous souhaite la bienvenue dans un autre épisode de « Any Given Quarter ». Je suis votre animateur, Ali Jaffrey, économiste en chef et associé chez KPMG au Canada. Aujourd'hui, nous sommes le 4 août, bien sûr, nous devons horodater les choses ces jours-ci. Euh, et nous avons un autre épisode pour vous aujourd'hui. Nous allons plonger profondément dans l'économie américaine et essayer de réfléchir à ce qui se passe à la Fed. Et pour nous aider à le faire, je suis accompagné d'une invitée très spéciale et de quelqu'un que j'ai l'honneur d'appeler ma collègue, Diane Swonk, économiste en chef de KPMG au États-Unis, notre grande société soeur. Nous n'avons pas assez de temps pour présenter Diane et sa longue liste de réalisations, mais le résumé de haut niveau est que Diane est une légende absolue. Quelques très brefs faits saillants pour vous. Elle travaille au sein du cabinet depuis 2022 et est une commentatrice de premier plan dans les médias nationaux sur les questions économiques américaines. Elle a été conseillère auprès du National Economic Council, le forum qui conseille la Maison-Blanche sur les questions de politique économique américaine et mondiale. Diane informe régulièrement les présidents régionaux de la Réserve fédérale et le conseil des gouverneurs à DC.

Elle a interagi avec les présidents de la Fed depuis l'époque du défunt Alan Greenspan, et nous y reviendrons dans un instant. Et elle a témoigné au Congrès sur différentes questions économiques. Elle a récemment été nommée par Barrons comme l'une des 100 femmes les plus influentes de la finance américaine pour 2026, et elle a été honorée par ses pairs en tant que membre de la National Association for Business Economics pour ses contributions exceptionnelles dans le domaine, et je crois que Diane est également une ancienne présidente de NABE. En gros, Diane a fait presque tout et surtout, elle connaît tout le monde, alors nous sommes très heureux et honorés d'avoir Diane. Bienvenue sur le balado. C'est formidable d'être ici, Ali, et mon admiration pour vous est tout aussi grande. Je vous remercie. Je me sens un peu humble devant tout ça. Je crois que c'est juste que je suis là depuis très longtemps. Nous sommes très heureux de vous avoir sur le balado. Alors allons-y tout de suite. Donc, nous avons eu le PIB du deuxième trimestre la semaine dernière, nous avons les paies qui arrivent vendredi. Pourquoi ne pas expliquer à nos auditeurs quel est l'état de l'économie américaine et où se dirige-t-elle ?

Eh bien, vous savez, beaucoup de gens ont considéré que le rapport sur le PIB à 1,5% était, oh, c'est l'affaiblissement de l'économie, il était en baisse par rapport à 2,1%, et la demande doit ralentir. C'est un gros problème. La Fed devrait réduire ses dépenses. Certaines personnes le soutenaient en fait, mais en réalité, la raison pour laquelle nous avons vu que 1,5% était le déficit commercial s'est creusé de façon spectaculaire parce que nous importons tellement. En ce qui concerne les entrées dans les centres de données et, en fait, la demande intérieure au deuxième trimestre était de près de 4%, soit 3,9%. C'est vraiment une demande réelle ajustée en fonction de l'inflation stupéfiante. Non seulement les dépenses de consommation se sont accélérées. Hum, il a rebondi assez brusquement après un premier trimestre très faible. C'est en partie parce que nous avons eu des mesures de relance budgétaire qui ont contribué à atténuer certains des effets de la hausse des prix du pétrole à la pompe pour de nombreux consommateurs. Nous avons eu beaucoup de

remboursements d'impôts, la hausse des remboursements d'impôts au cours du trimestre, mais nous avons également bénéficié de l'effet favorable du stimulus monétaire à la fin de 2025.

Rappelez-vous, nous avons vu 3. baisses de taux par la Fed à la fin de 2025 et les baisses de taux totales de 1,5% depuis la fin de

2024, ce qui nous a donné un petit coup de pouce cette année, tout comme, bien sûr, juste le boom de l'IA qui continue et la richesse qu'il crée qui continue de soutenir les dépenses des consommateurs. Nous nous attendons à ce que les données sur l'emploi de vendredi continuent d'être Très solide. Vous n'avez pas besoin d'autant de gains d'emploi pour que le taux de chômage reste bas en ce moment. Sous le capot, il y a des signes de stress en ce qui a trait au fait que le taux de chômage des nouveaux diplômés est beaucoup plus élevé que le taux de chômage global actuel, et c'est vraiment le reflet de la faiblesse de l'économie dans laquelle nous nous trouvons. Nous n'avons pas beaucoup de désabonnement. Un taux de renouvellement sain sur le marché du travail, c'est important. Mais ce qui est également important pour les nouveaux diplômés du collège, c'est pourquoi ils blâment le fait qu'ils n'obtiennent pas autant d'emplois. Ils ne blâment pas la cause de la faiblesse et de la faible économie supérieure. Ils attribuent la faute à l'IA. 89% de tous les nouveaux diplômés du collège pensent que l'IA accepte leur emploi.

C'est important parce qu'elle reçoit plus que sa juste part du blâme. On en fait un bouc émissaire, un peu comme ça été le cas pour l'immigration et le commerce plus tôt dans notre cycle dans le cycle électoral. C'est important parce que ce n'est pas la raison, mais la réaction négative se fait jour dans tous les états qui vont apparaître sur le bulletin de vote de novembre en termes de gestion des centres de données d'IA et aussi de réglementation de l'IA par les gouvernements des états et des collectivités locales. Cela nous amène donc bien à aborder cette discussion sur l'IA. Par exemple, beaucoup de gens ont soutenu que l'économie américaine est en quelque sorte cette économie à une seule jambe propulsée par, vous savez, ce boom massif de l'IA. Mais nous voyons des entreprises et des marchés boursiers en particulier commencer à remettre en question. Quels seront les rendements de tout ça ?

Alors, que pensez-vous de cela ? Qu'entendez-vous de la part des entreprises ? Et si nous pouvons essayer de jeter un regard sur l'avenir, comment pensez-vous que l'IA aura un impact sur le marché du travail de l'avenir ? Nous voyons déjà cette angoisse que vous avez décrite chez, vous savez, les jeunes travailleurs, mais aussi, qu'est-ce que cela signifiera pour la productivité future ?

Eh bien, je pense, vous voyez, qu'il se passe beaucoup de choses à déballer. Tout d'abord, presque toutes les innovations que nous avons vues, les innovations technologiques majeures, la mise en place de l'infrastructure nécessaire pour cela, ont précipité une bulle. Et je pense que ce n'est pas surprenant. Nous l'avons vu avec la bulle technologique, nous l'avons vu avec les chemins de fer, nous l'avons vu avec l'électricité, nous l'avons vu dans tous les domaines sur différents types de technologies qui ont vraiment secoué notre univers, et l'IA est une technologie incroyable. Elle

nécessite un investissement en capital extraordinaire dans la mesure où nous le voyons effectivement évincer d'autres types d'investissements. Il y a des retombées sur le secteur manufacturier en général, de l'équipement CVC aux machines qui entrent dans les centres de données, mais une grande partie est importée et, en fait, fait l'objet d'exonérations tarifaires. Il ne s'agit pas d'un tarif parce qu'il est considéré. Une initiative stratégique, qui fait également partie du développement de la défense par les États-Unis, et je pense que cela sera important à l'avenir et s'ajoutera à ce boom de l'IA. Il y a un ralentissement du rythme auquel ces centres de données sont ajoutés à l'économie.

Nous nous attendons à ce qu'il ralentisse, mais qu'il contribue tout de même à la croissance en 2027, et il commence à ralentir au rythme auquel les revenus augmentent. C'est une bonne nouvelle pour certains d'entre eux. mais c'est encore un travail en cours. Et, vous savez, chaque fois que vous avez quelque chose comme ça, il est facile de devancer les gains réels et l'intensification de la croissance de la productivité dans l'ensemble de l'économie. Les coûts et les effets sur la richesse arrivent en premiers, et ça a des conséquences Et notre plus grand risque pour l'économie est, bien sûr, une correction du boom de l'IA. Si quelque chose devait se produire qui ferait dérailler cette activité de construction d'IA, vous verrez. L'économie américaine est beaucoup plus faible dans son ensemble en raison du ralentissement de l'investissement en capital et des effets de retombées sur les effets sur la richesse. Le problème pour la Réserve fédérale tient à la séquence d'adoption de l'IA. Il faut un certain temps pour que ces gains de productivité se concrétisent, et ce que nous commençons à voir maintenant, c'est de nouvelles recherches qui suggèrent qu'en fait, ce n'est pas le cas, cela n'éliminera pas tous les emplois, comme certaines personnes de la Silicon Valley l'avaient heureusement prédit.

Ce n'est pas tout à fait l'Armageddon. Une partie de cela est un choix politique, bien sûr, mais aussi ce que nous commençons à voir, c'est que l'IA fait mieux. En fait, lorsque les gens ont une pensée critique chez KPMG, nous formons les nouveaux stagiaires qui arrivent à la pensée critique à utiliser l'IA afin qu'elle ne soit pas utilisée uniquement comme un outil rudimentaire, c'est un outil intelligent, mais aussi utilisé par des personnes qui ont une éducation et qui peuvent progresser, et utilisé par des personnes qui n'ont pas d'éducation. Donc ce n'est pas clair. Cela va détruire autant d'emplois que beaucoup de gens le craignaient, ce qui est, je pense, la bonne nouvelle, même si cela contribue à la croissance de la productivité dans un monde où nous avons des freins importants sur l'immigration et une population vieillissante. Nous allons donc avoir besoin d'une certaine croissance de la productivité pour continuer à croître et soutenir cette population à mesure qu'elle vieillit. Donc, je ne vois pas cela aussi catastrophique que certaines personnes le font actuellement. Je pense qu'il reçoit une part plus grande que juste du blâme, et je pense que c'est en partie dû au fait que nous n'avons pas vraiment répondu aux préoccupations individuelles de nombreuses personnes, et que le contrat social est important chaque fois qu'il s'agit d'une nouvelle technologie, que vous voulez savoir comment les gens en font l'expérience et aussi ce qu'ils pensent d'elle à l'avenir, et qu'est-ce que cela signifie d'avoir un centre de données dans votre cour arrière.

Tous ces problèmes doivent être réglés, et je crois que cela va arriver à un sommet au cours de cette année électorale. Oui, je sais, j'ai toujours dit qu'il fallait suivre l'IA, mais soyez patient, nous ne comprenons pas vraiment. Les goulets d'étranglement que nous sommes en mesure de résoudre avec cela sont Diane, comme vous et moi le savons, car la clé de la croissance économique réside dans les idées et la résolution des goulets d'étranglement. Cela prend un peu de temps. Nous avons vu le boom technologique dans les années 90, que oui, il était assez fort et que la croissance du PIB, du PIB en particulier aux États-Unis,

était élevée comme au Canada et dans d'autres économies avancées. Mais en réalité, les avantages de ces changements technologiques ont pris des décennies, et des décennies. Rappelez-vous du paradoxe solo, n'est-ce pas ?

1997, Oui, les avantages viennent, mais ils ont été distribués au fil du temps. Je ne dis pas que l'IA va prendre aussi longtemps que dans les années 90, c'est peut-être plus tôt, vous voyez, tout, j'ai lu des livres sur l'IA de 2017 à 2019. Et ils ont prédit que ces choses prendraient une décennie ou plus. Ils ont duré un peu moins d'une décennie. Donc oui, c'est plus rapide que prévu, mais nous ne voyons pas de changement transformateur comme vous l'avez mentionné. Je vais, vous voyez, je sais que certaines, certaines disciplines voient ça, mais ce n'est pas une question générale. Et je sais que c'est très individuel, et je pense que c'est des entreprises individuelles, et vous faites une très bonne remarque à ce sujet. Je veux juste m'entendre là-dessus, Ali, que ces gens ne tiennent pas compte du fait que la durée du temps est écoulée. Il a fallu du temps pour que le nuage soit opérationnel. Vous n'auriez pas l'IA sans cela aussi. Et je pense que souvent, lorsqu'ils examinent ce délai condensé, et que vous avez vraiment fait valoir à ce sujet, ils manquent qu'il a fallu beaucoup de travail préparatoire avant même que nous puissions en arriver à ce stade que nous utilisons ces modèles, et encore moins que nous les adoptions dans un sens à l'échelle de l'économie qui stimule réellement la croissance de la productivité.

Exactement. Et donc, vous voyez, je ne suis pas pessimiste à ce sujet non plus. Mais je m'inquiète, tout comme vous, de la réaction du marché, que si vous avez une correction majeure sur le marché boursier et que vous avez d'importants effets négatifs sur la richesse qui, vous savez, cela affecte, euh, les décisions d'achat des ménages à revenu élevé, vous savez, ils ont vraiment poussé le consommateur, les dépenses de consommation aux États-Unis. Donc, je pense qu'il y a de bonnes raisons de s'inquiéter à ce sujet. Je n'appuie pas du tout sur le bouton de panique, mais je pense qu'il faut être équilibré sur les perspectives de l'IA, et je m'attends à ce que l'annexe prochaine, et nous sommes curieux d'entendre votre opinion sur le fait que les entreprises vont recalibrer. Je ne sais pas si nous allons avoir une grande correction, mais je pense que nous allons obtenir un Oui, et c'est, et c'est ce que nous attendons tous de voir, c'est à quel point ce sera grand et quelle part du risque, mais vous faites valoir un très bon point. Je veux dire, malheureusement, je crois, de l'économie américaine c'est aussi à combien les ménages à revenu élevé ont été porteurs de la croissance économique.

Les inégalités sont très élevées. L'inégalité des revenus a atteint son creux en 1980. Nous avons eu une brève période au cours de la dernière partie des années 1990 au cours de laquelle nous avons connu des gains de productivité que nous avons connus au cours de cette période. Au cours de cette décennie, ces gains ont été partagés et vous avez constaté une réduction des inégalités de revenu, mais les inégalités de richesse en particulier se sont vraiment creusées lorsque le 1% des ménages les plus riches représentent plus de la moitié de tous les avoirs en actions et fonds communs de placement aux États-Unis, les 10% les plus riches représentant 89% et les 50% les plus faibles, quelque part entre 1 et 2%, ce n'est tout simplement pas une bonne situation et c'est le cas. Nous rendons plus vulnérables à ce dont vous parlez exactement si les effets sur la richesse diminuaient en même temps que la capacité de financer ces grands centres de données par le biais des marchés boursiers et des marchés de la dette également, parce qu'ils émettent maintenant de la dette et qu'il y a un certain recul à ce sujet, n'est-ce pas ?

Une prime plus élevée pour une partie de cette dette qui ralentira également la construction et l'adoption. Oui, absolument, et je dirais à nos auditeurs ici au Canada qu'une correction sur le

marché boursier américain aura des implications importantes ici aussi, parce que les Canadiens, euh, leurs CELI et leurs REER l'équivalents des 401k aux États-Unis, détiennent beaucoup d'actions américaines, tout comme les sociétés non financières aussi, et c'est probablement le cas dans le monde entier. Donc, hum, il y a d'importantes retombées mondiales qui en découleraient, eum, et évidemment un ralentissement de la demande américaine aura également un impact sur le commerce entre le Canada et les États-Unis, donc. Il est très important de surveiller, et je suis d'accord que c'est le risque numéro un. Je le ferais, j'associerais cela aussi peut-être à des inquiétudes au sujet de la politique budgétaire des États-Unis, mais je suppose que nous n'y irons pas pour l'instant. Passons maintenant à l'inflation. Un grand défi, vous savez, comme vous avez décrit, vous savez, une économie qui se porte bien, au moins la hausse cyclique d'une euphorie fiscale, au moins au deuxième trimestre, plus le boom de l'IA.

Nous constatons une inflation sous-jacente avant même ce choc des prix de l'énergie. à 3%, comme vous, je crois, Diane, j'ai été surpris que la Fed ait réduit ses taux en 2025, étant donné que l'inflation sous-jacente était de 3% à l'époque. Nous sommes un peu au-dessus de ça maintenant. Alors, parlez-nous de tout cela, décompressez l'histoire de l'inflation et le risque du choc énergétique, de la politique commerciale et de la mise en place de la technologie, et si vous pouvez, si vous en avez quelques chiffres, sur la position que vous pensez que le PCE et le PCE de base seront d'ici la fin de l'année, vous savez, ce serait excellent aussi. Bien sûr. Donc, tout d'abord, vous savez, les problèmes d'inflation, vous savez, beaucoup de gens disent, je l'entends tout le temps, eh bien, ce ne sont que des photos ponctuelles, vous les examinez. Les chocs de contrepartie ont eu lieu dans les années 2010, alors que l'inflation n'a pas ralenti l'inflation. Nous avons vu les prix de l'énergie augmenter parce que la Chine était le plus gros acheteur en marge des prix de l'énergie, et vous pouvez y jeter un coup d'oeil parce que non seulement les anticipations d'inflation étaient bien ancrées, mais personne ne s'attendait à ce que l'inflation ne soit pas la norme.

En fait, la désinflation était la norme, et nous essayons, la Réserve fédérale essayait de faire monter suffisamment l'inflation pour avoir suffisamment de graisse dans l'économie américaine pour la maintenir. Maintenant, ce que nous avons, c'est choc après choc. En même temps, nous avons eu une forte demande. Vous avez mis les deux ensemble et c'était combustible, bien sûr, en 2022, où nous avons eu cette flambée d'inflation, mais il est important de connaître le contexte dans lequel les chocs continus se produisent. Nous avons connu 5/5 ans d'inflation pour diverses raisons. Vous pouvez citer toutes sortes de raisons, mais une seule institution est accusée de faire dérailler l'inflation, et c'est la Fed, et elle existe maintenant depuis plus de cinq ans. Il y a une sorte de normalisation de l'inflation en cours. Les entreprises acquièrent une mémoire musculaire. Ils savent ce que c'est maintenant que d'augmenter les prix quand ils doivent le faire, et nous avons ces chocs qui continuent d'arriver. Maintenant. Les tarifs supplémentaires que l'administration a mis en place pour compenser les tarifs qui ont été jugés illégaux, ceux qui viennent d'entrer en vigueur, ne vont pas ajouter beaucoup plus à l'inflation, mais la crise énergétique dans le détroit d'Hormuz est loin d'être terminée.

Il y en aura d'autres. impact. Nous pourrions encore voir des chiffres dans le PCE d'ici la fin de l'année, soit environ 3,5 3375%. C'est bien au-dessus de ce que nous en sommes aujourd'hui en ce qui concerne les taux d'inflation globaux et bien au-dessus de tout ce qui est considéré comme la stabilité des prix pour la Fed. Et rappelez-vous que même une fois que nous atteindrons l'objectif de stabilité des prix de la Fed sur le PCE, qui est actuellement l'indice PCE de 2%, il faut encore du temps pour que les gens se

sentent. Comme s'ils avaient regagné le terrain perdu à cause de l'inflation. Et ce ne sont pas seulement ces chocs externes, c'est l'inflation du secteur des services qui, vous savez, qui, comme vous l'avez noté, montrait en fait des signes de collage, d'élévation et de retranchage avant qu'un coup de feu ne soit tiré au Moyen-Orient. Et je pense qu'il est très important de s'en souvenir également, parce qu'en janvier et février, nous avons encore vu ces taux élevés et une accélération de l'inflation dans le secteur des services, et c'est la partie de l'inflation qui n'aurait pas dû être affectée par des choses comme les tarifs, qui aurait dû être en quelque sorte la partie qui se refroidissait à mesure que le marché du travail s'est refroidi, et nous ne l'avons pas vu, et nous ne le voyons toujours pas aujourd'hui.

Et je pense que c'est là que vous voyez l'inquiétude avec la Fed. Nous avons vu, et vous savez, la première, seulement la 4e fois depuis 1992, trois présidents ont effectivement voté en faveur de la dissidence sur le vote visant à ne pas déplacer les taux. Ils voulaient augmenter les taux lors de cette réunion. Et c'est important parce qu'il ne s'agissait que de la deuxième réunion de Kevin Warsh au travail. Avoir autant de dissidents lors de votre deuxième réunion au travail, je ne pense pas que ce soit exactement ce qu'il avait espéré. Non, je ne le sais pas. Hum, mais avant d'en arriver à la Fed, je veux juste comprendre un élément sur la partie de l'inflation. Et c'est l'argument que je suis, j'entends souvent dire que, ok, oui, nous avons une inflation sous-jacente de 3% ou un peu plus de 3%, mais nous avons eu ce choc tarifaire qui traverse le système. Et pour que ces effets sur le niveau commencent à se dissiper. Vous savez, la Fed de New York, je crois, et les gouverneurs de la Fed, et certains chercheurs, ont en quelque sorte mis des chiffres à ce sujet, qui sont largement diffusés sur les marchés. Et que le choc des prix de l'énergie, bien que nous ayons toujours, nous avons en quelque sorte un cessez-le-feu, pas un cessez-le-feu, nous sommes toujours en train de régler ça, même si les prix de l'énergie demeurent.

Dans ce genre de fourchette de 70\$ à 100\$, l'arithmétique de l'inflation va avoir cette baisse le plus tôt possible, c'est l'argument. Et que nous le pourrions, lorsque nous aurons survécu à ces chocs. En fait, être proche de 2%. Et j'ai entendu dire que plusieurs participants au marché m'ont dit qu'ils pensent, vous savez, lorsque vous faites abstraction des prix élevés des biens, même, et des prix de l'énergie, même si vous avez des prix des services qui sont un peu plus élevés, le logement est, n'ajoute pas grand-chose, et que l'inflation sous-jacente n'est peut-être pas si loin de 2%. Qu'est-ce que vous, comment réagissez-vous à ce genre d'arguments ?

Donc, je les ai entendus aussi, et je ne suis pas d'accord avec eux en ce sens que, tout d'abord, nous savons après la pandémie qu'une économie avec, nous sommes passés d'une incertitude épisodique, vous voyez, donc comme une tempête qui arrive, nous nettoyons après les dommages et c'est passé à un brouillard, et je pense que c'est vraiment important qu'elle soit maintenant endémique. Donc, un niveau élevé d'incertitude associé à de nombreux chocs et cette lente érosion du contexte de 5 ans, plus de 5 ans d'habitation à l'inflation devenant la norme. Nous savons qu'après la pandémie, cela tend à créer un terrain plus fertile pour une poussée d'inflation plus persistante, et je pense que ce contexte est vraiment important. En d'autres termes, vous ne pouvez pas revenir à considérer ces chocs comme des événements ponctuels parce qu'ils se combinent les uns avec les autres, et même la façon dont les tarifs ont été appliqués, ils ont été déployés par phases qui imitent l'inflation. elle-même. Et donc cette normalisation de l'inflation, cette mémoire musculaire de l'inflation sont très importantes et l'essentiel est d'éliminer les coûts de logement qui se sont refroidis. Nous avons toujours une inflation de plus de 3% dans le secteur des services, ce qui représente plus de la moitié de l'économie américaine.

Vous ne pouvez pas avoir de stabilité des prix et à moins d'avoir beaucoup de déflation ailleurs, et c'est avant la plupart des coûts qui sont encore en cours en ce qui concerne l'IA. Il s'agit de la hausse du coût des puces mémoire, de l'augmentation des coûts des appareils électroniques grand public. Nous ne savons pas exactement comment ils seront ajustés en fonction des ajustements de qualité associés à l'IA. Néanmoins, nous savons que bon nombre de ces hausses de prix sont toujours en cours. Donc, je pense qu'il serait en quelque sorte négligent de ne pas régler la situation actuelle. Mais l'autre partie de cet argument au sein de la Fed en ce moment dans le débat au sein de la Fed concerne nos taux actuels avec une reprise de la productivité que nous avons constatée, nous avons constaté, ce n'est pas suffisant pour éliminer l'inflation et, en fait, cela justifie un taux neutre plus élevé plutôt qu'un taux neutre plus bas. Or, ce n'est pas ce que le président de la Fed a soutenu en entrant dans cette position. Il avait espéré qu'une croissance plus élevée de la productivité atténuerait l'inflation causée par l'IA et réduirait ensuite la neutralité. Taux, ce n'est pas ce que l'histoire nous a dit.

Et en fait, dans les années 1990, nous avons assisté à une reprise du taux neutre, en fait, parce que la croissance de la productivité s'était accélérée. Et tant de gens au sein de la Fed pensent qu'à l'heure actuelle ils sont allés trop loin, et je suis d'accord avec cela en ce qui concerne les baisses de taux, et c'est en partie la raison pour laquelle nous constatons la faiblesse de l'inflation aujourd'hui. Non, je suis tout à fait d'accord. En fait, il y a deux ans, je soutenais qu'il n'y a aucun moyen. Le taux neutre aux États-Unis, c'est, vous savez, le point d'ancrage à long terme de la politique monétaire, euh, vous savez, où le taux directeur du jour au lendemain au Canada ou le taux des fonds de la Fed devraient être à long terme pour maintenir l'équilibre économique. Je ne croyais pas que c'était proche du niveau d'avant la pandémie, euh. Et vous savez, écoutez, la demande intérieure privée aux États-Unis se situe entre 2,5 et 3% depuis trois ans maintenant. Cela date d'avant le boom de l'IA. Le marché du travail a été plus fort, oui, c'est plus fort. Nous traversons une autre élévation cyclique. De toute évidence, la politique budgétaire est assez vague, vous savez, en ce qui concerne la charité.

Donc quand vous additionnez tout, il y a une marge de manoeuvre, je pense, pour que le neutre soit plus élevé parce que le stock de capital est plus élevé, la productivité est plus élevée, euh, et la politique n'aide pas non plus. Donc, je l'ai fait, j'ai été dans ce camp depuis un moment, et je suis d'accord. Je voulais simplement lancer cet argument parce que ça, c'est, les marchés prennent ce point de vue un peu plus au sérieux, parce qu'ils pensent que la Fed penche dans cette direction, ils n'en parlent tout simplement pas, ou du moins Kevin Varsovie, je devrais dire. Alors passons maintenant à la Fed. Euh, tu en as parlé un peu plus tôt, Diane. Alors, dites-nous votre point de vue sur la Fed. Et vous avez déjà donné un petit aperçu de votre évaluation des deux premières réunions, mais, vous savez, donnez-nous un peu plus sur ce que vous pensez, euh, de l'orientation de la Fed. Eh bien, pense qu'il est assez clair que la Fed, excusez-moi, je veux dire, j'espère que vous pourrez supprimer ça. Je pense qu'il est assez clair du point de vue de la Réserve fédérale que le noyau de ceux qui sont harcelants et qui cherchent à augmenter les taux s'est non seulement durci, mais s'est élargi.

Et même s'il est très important de prendre que certaines personnes m'ont répondu en quelque sorte, eh bien, c'était un vote de 9 contre 3. La majorité ne souhaitait toujours pas que les taux augmentent lors de cette réunion. Eh bien, tout d'abord, ces trois dissidents ne se sont pas faits en vase clos. Il y a beaucoup de gens qui ne votent pas, ne peuvent pas voter à une réunion en particulier à cause de la rotation de ceux qui votent au Federal Open Market Committee, mais leur président est dans la salle et leur participation fonctionnent, et ils, ils comptent. Et souvent,

quelqu'un est dissident, non seulement parce que quelqu'un d'autre est dissident, mais parce que quelqu'un ne peut pas voter pour la dissidence. De plus, le conseil d'administration de Washington, les membres du conseil d'administration, les gouverneurs du conseil d'administration, nous savons que bon nombre de ces personnes cherchent à augmenter les taux au moins en septembre. Ils seraient réticents à voter contre en tant que membre du conseil d'administration. Cela a beaucoup plus de poids, un nouveau président de la Fed, et donc ils voudraient montrer une certaine solidarité avec le président de la Fed dès maintenant s'ils pensaient qu'ils allaient voter en septembre, mais cela devient beaucoup plus ténu en septembre.

Vous allez voir si la Fed n'augmente pas les taux, et nous obtenons des chiffres d'inflation continus avec OK, des chiffres sur le marché du travail, et il va y avoir des choses étranges sur le marché du travail sur lesquelles nous devrions également nous pencher en ce qui concerne l'immigration. Mais je pense que ces choses sont importantes parce que cela met la situation dans laquelle vous ne voulez pas être dépassé en tant que président de la Fed pour ce qui est, vous savez, de votre ensemble, de votre comité. Vote pour augmenter les taux et vous ne le faites pas. Et donc nous ne verrons pas que si cela se produit, et nous voyons un vote majoritaire pour augmenter les taux, le président de la Fed devra, je crois, augmenter les taux en septembre. Et la raison pour laquelle ils n'aiment pas que le comité vote contre eux, c'est que c'est arrivé dans le passé. En février 1986, Paul Volcker, ils avaient empilé le conseil des gouverneurs de gens qui étaient plus disposés à un assouplissement à mi-mandat dans une année électorale qui était importante. Et en fait, lors de la réunion de février, alors qu'on ne s'attendait pas à ce qu'ils fassent le moindre geste cette année-là, ils ont voté pour surpasser le président de la Fed Volcker et ont voté qu'ils voulaient baisser les taux.

Ils n'ont pas fini par le faire, ils ont repris le vote, l'ont repris pour que ce ne soit pas qu'il ait été dépassé lors de cette réunion en particulier, mais ils ont réduit de 2% en 1986. Mais il se retira de cette réunion. Et j'ai dit, vous savez, que je vais démissionner après cette réunion. Maintenant, il n'a pas démissionné à ce moment précis, mais il a démissionné en juin 1987, et le jour même où il a démissionné, Alan Greenspan a été nommé pour le remplacer, et Alan Greenspan a été choisi à l'époque, en partie à cause de ce que l'on considérait comme sa loyauté envers l'administration, et ils pensaient qu'il serait plus disposé à accepter. Ces politiques sont moins indépendantes et moins indépendantes que Paul Volcker en tant que président de la Fed. Ce n'était pas vrai, mais c'était la perception à l'époque. Et en fait, peu de temps après son arrivée au pouvoir, nous avons réuni beaucoup de choses qui ont vraiment mis à l'épreuve sa présidence, dont la moindre a été qu'il a augmenté les taux en septembre 1987. En octobre 1987, nous avons eu ce krach boursier, le plus important krach d'une journée depuis 1929. Et il a fini par inventer ce qui est devenu plus tard le Greenspan mis en assouplissant les taux pour s'assurer que nous avions suffisamment de liquidités.

Il s'agissait d'une crise de liquidités à ce moment-là et d'éviter que la Grande Dépression ne se reproduise. Mais il est très important de se souvenir de cette période parce que c'est de là que vient ce sentiment de ne pas vouloir beaucoup de dissidents, c'est lorsque le conseil lui-même se retourne contre vous. Lorsque vous êtes proche. Ce cercle restreint se retourne contre vous, vous ne pouvez vraiment pas diriger, et c'est ce que Kevin Warsh doit faire, c'est qu'il doit amener le conseil d'administration à adhérer à son point de vue, ou il doit faire des compromis avec son propre conseil parce qu'il ne s'agit pas d'un établissement dirigé par un seul organisme. Il s'agit d'une décision du comité, et c'est quelque chose qui a été renforcé sous le président Greenspan. Alors, que pensez-vous qu'il fait ?

Je pense qu'il va devoir augmenter les taux. Je crois qu'il va se retrouver dans un coin. S'il ne croit pas devoir augmenter les taux, il a lui-même soutenu que l'inflation est un choix. Je pense qu'il a raté une occasion lors de la dernière conférence de presse, et cela n'a pas seulement embrouillé les marchés financiers. Nous avons vu cette importante correction du marché et le marché obligataire réagir à la suite de cela, mais cela a confondu les mots qu'il disait et qui étaient bellicistes, mais ensuite la réticence à répondre aux questions et la tentative d'être ambigu sur l'évolution des taux à partir de maintenant, alors que nous avons eu l'inflation depuis si longtemps et que les marchés financiers fixaient 30% de chances que la Fed intervienne à cette réunion. C'était trop. Un choc pour les marchés financiers. C'est une chose de se méfier de ce que vous faites quand on ne sait pas exactement d'où viendra la prochaine étape, mais je pense que lorsque tant de membres de la Fed se tournent vers la hausse des taux, vous devez au moins le reconnaître, et que l'inflation a été un problème si persistant. C'est la situation dans laquelle se trouve maintenant le président, et le monde pour lequel il pensait qu'il auditionnait, le récit a changé.

Le récit qu'il a vu, vous savez, il y a un an n'est plus le récit d'aujourd'hui. L'inflation est persistante. Nous avons plus de chocs, et en raison de la nature unique de l'économie postpandémique, qui la rend plus vulnérable à des épisodes d'inflation plus longs et à des épisodes d'incertitude persistants, c'est quelque chose qu'il va devoir gérer. Euh, absolument, et j'ai entendu des participants du marché s'inquiéter de la crédibilité de la Fed par rapport à la cible. Une grande partie de cela est évidemment centrée sur la confusion que vous avez mentionnée. Et, vous savez, les gens sont tout simplement confus quant à la fonction de réaction de la Fed. Tout le monde le comprend, ok, la Fed ne veut pas donner autant d'orientations prospectives, une sorte de chorégraphie des mesures à court terme. Euh, mais les Canadiens sont très habitués à vivre dans un monde sans orientation prospective. Notre banque centrale ici, la Banque du Canada, est allergique à cela. J'en ai parlé à n'en plus finir. Euh, oui, mais la Banque du Canada nous dit ce qu'elle pense des dernières données. Exactement, et quel est l'état actuel de la politique monétaire, même s'ils ne veulent pas, et honnêtement pour de nombreuses bonnes raisons, nous parler de ce qu'ils vont faire à court terme, ils exposent les risques de ce qui, quoi, ce qui peut ou non arriver.

Ils donnent parfois des scénarios, hum, mais ils essaient de ne pas être biaisés quant à l'avenir, au moins. Je pense qu'il est vraiment difficile d'être banquier central en 2026. Et ne pas énoncer votre fonction de réaction. Exactement. Et c'est ce dont les gens dans la salle avec qui j'ai parlé, qui sont dans la conférence de presse étaient les plus frustrés, et les gens du marché avec qui j'ai parlé par la suite également, que c'est une chose de dire, je ne vais pas donner de conseils, je vais raccourcir la déclaration eum, je ne vais pas dire ce qui va se passer, mais nous devons quand même savoir ce que c'est la Fed en regardant, quelle est la règle de décision. Et vous savez, si l'économie continue de montrer des empreintes d'inflation, la Fed agira-t-elle en ce sens et comment agira-t-elle à cet égard ?

Et cette partie, si alors vous commencez à voir cela entrer en discussion, vous savez, Chris Waller, gouverneur de la Fed, a parlé, il a parlé, il a parlé de la question de savoir si l'indice IPC était un indice de l'IPC vraiment chaud que la Fed devrait déplacer en juillet. Il s'est avéré qu'il ne fait pas aussi chaud. Le numéro d'indice PCE était plus chaud que le numéro PCI, mais, vous savez, il nous a donné ce cadre. Vous avez entendu John Williams, qui est plus acerbe dans sa politique, parler dans le même sens. Et ces déclarations, le cas échéant, vous donnent une idée de ce que pense la Fed. Lorsque le président ne vous donne pas le même genre de travail préparatoire, les marchés se demandent s'il le pense vraiment lorsqu'il prend la parole. L'inflation est un choix. S'il

s'agit d'un choix, certains journalistes présents dans la salle lui ont demandé à bout portant, alors pourquoi choisissez-vous de ne pas le faire dérailler maintenant ?

Et quelle est la justification pour ne rien faire à ce sujet maintenant ? Et je pense que c'est, vous voyez, l'une des choses qu'il va devoir faire, il a la chance de réinitialiser au symposium de Jackson Hole. Il pouvait participer à cette réunion, et il l'a laissée ouverte. Il a dit qu'il n'avait pas encore décidé ce qu'il allait dire. Sur la question de savoir s'il va parler d'une sorte de cadre dont il veut parler et des changements à la Fed, ou s'il voulait parler d'autres questions. Eh bien, c'est le moment, je pense, d'exposer les règles de décision de la Fed, même s'il ne veut pas donner de directives prospectives, comment la Fed évalue-t-elle ces questions ?

Et je crois qu'il est arrivé. avec une réputation de longue date de « faucon » en matière d'inflation Il y a eu des questions à ce sujet alors qu'il auditionnait pour ce rôle, et il ne veut pas avoir l'air d'être une colombe à une époque où nous avons connu cinq ans d'inflation et où il a lui-même critiqué la Fed de ne pas s'en occuper. Oui, je veux revenir à quelque chose que vous avez dit un peu plus tôt, et ce dont tout le monde parle aussi beaucoup, c'est de cette comparaison entre l'ère Greenspan. Et l'ère Warsh. Et je pense que vous avez une excellente perspective là-dessus, Diane, et pourquoi ne pas simplement expliquer quelles sont les différences et ce qu'elles ont été perçues dans la réalité. Donc il y a cette perception selon laquelle, vous savez, Alan Greenspan, si jamais vous déplacez des marchés, il serait certainement au téléphone et vous appellerait pour vous dire, ne déplacez pas les marchés inutilement. Vous savez, si vous êtes président de la Fed, vous pourriez recevoir un appel de lui, mais il a mis beaucoup de temps à maîtriser le comité et à encercler les chats, pour ainsi dire. Il obtenait l'adhésion, et sa meilleure arme, vous savez, je dis toujours, tait Don Cohn, sa sauce secrète.

Et Don Cohn devint plus tard vice-président de la Fed. Il faisait partie du conseil d'administration du conseil d'administration. Il fut gouverneur de la Réserve fédérale. Don a fait un travail énorme dans les coulisses pour que les gens soient sur la même longueur d'onde avant qu'ils n'entrent dans la réunion. Tous les membres de la Fed, euh, qu'ils aient voté ou non à une réunion donnée, tous les présidents ont participé à ces réunions sous Greenspan, mais Don Cohn, ce qu'il a fait pour diminuer le niveau de. Et dans l'ensemble, c'était qu'il était capable d'encercler les chats et de les mettre sur la même longueur d'onde, de sorte que tout le monde parlait la même langue une fois arrivés à la réunion. Ils ont donc passé beaucoup plus de temps avant les réunions, à se préparer pour la réunion, et ensuite vous n'avez pas eu autant de dissidence lors des réunions elles-mêmes. C'était aussi une période où vous aviez à peu près tout ce que vous pouviez offrir pour vous. Vous aviez la mondialisation, vous aviez des importations bon marché, vous aviez la crédibilité durement gagnée par Paul Volcker. En brisant le dos à la stagflation des années 1970, et Greenspan lui-même dans ses propres mémoires, il se souvint en quelque sorte que c'était autant de chance et de circonstances que d'habileté que l'inflation ralentissait au cours de son mandat, mais c'était une situation très différente.

Et à la fin de son mandat, alors que la productivité reprenait et qu'il faisait l'expérience de la croissance, comme on dirait, où il permettait à l'économie de croître et au chômage de baisser plus qu'il ne le pensait auparavant. J'ai cru possible avant d'augmenter les taux d'intérêt. Il a aussi continué de hausser les taux d'intérêt parce que la croissance de la productivité elle-même a fait augmenter le taux neutre à la fin des années 1990. Donc, je pense que vous devez prendre dans ce contexte qu'il a fait beaucoup de travail dans les coulisses pour donner l'impression qu'il était tout puissant et qu'il avait le genre de sens d'Oz, vous voyez, hum, jusqu'à ce que vous retiriez le drapé et que vous réalisiez qu'il y

avait beaucoup de monde. En tirant les leviers, il y a eu beaucoup de consensus, mais cela ne dictait pas nécessairement où la Fed allait aller. Il y a eu beaucoup de débats au sein de la Fed, et c'était un débat sain au sein de la Fed. En fait, la Fed a implicitement adopté un objectif de 2% sur l'inflation avant même d'avoir un objectif explicite de la Fed. Le président Greenspan ne voulait pas vraiment d'un objectif explicite sur l'inflation, mais lorsqu'il parlait de passer à zéro sur l'inflation.

Janet Yellen a repoussé et a dit, attendez une minute, si nous passons à 0, c'est en fait la façon dont nous mesurons l'inflation. C'est mal mesuré. Cela pourrait signifier que nous assistons en fait à une déflation de l'économie, ce que vous voulez décourager. Vous ne voulez pas d'une situation déflationniste, et beaucoup de gens ne réalisent pas que c'est, tout cela faisait partie du débat. Et il a en fait renoncé à l'idée de passer à zéro et a commencé à cibler implicitement un peu d'inflation, qui était de 2% à l'époque, puis c'est devenu explicite sous Ben Bernanke. Mais je pense qu'il est important de vraiment comprendre que c'était le cas, il a évolué au cours de sa présidence, ce qui est très long, et les communications de la Fed ont également évolué. Rappelez-vous que lorsque le président Greenspan est devenu président de la Fed pour la première fois, ils n'ont même pas annoncé à la fin d'une réunion qu'ils avaient fait quoi que ce soit. Il y avait toute une profession d'économistes qui allaient essayer de comprendre ce que la Fed venait de faire. Absolument. Hum, les temps ont changé, et je pense qu'ils continueront de changer. Je pense que le Cheworsh va devoir s'adapter, et je pense que cet ajustement sera fait en septembre.

Sinon, la longue fin du marché obligataire va s'enfuir avec ça. Hum, et vous savez ça, Ali, vous savez, qui frappe vraiment quelque chose au fond, et je sais que vous avez eu une certaine expérience au Canada où vous avez changé les cibles d'inflation. Est-ce que vous, lequel, quel objectif d'inflation utilisons-nous ?

On en a parlé aussi, mais quand le long sera terminé, vous savez. Kevin Warsh a parlé de la progression à long terme et c'est en quelque sorte faire une partie du travail pour la Fed, mais c'est très, c'est encore moins précis que les taux d'intérêt à court terme, vous voyez, et donc votre point de vue là -dessus aussi, je pense vraiment utile en termes de ce que cela signifie simplement de dire. La Fed ne fait pas son travail et finit par prendre le relais.

J'aime dire que la première règle du fight club est qu'on ne parle pas du club de combat. Vous ne vous tenez pas debout après une réunion et ne dites pas, regardez ce que les marchés ont fait parce que ce que nous avons pensé, ce que nous avons dit ou ce que nous n'avons pas dit, et cela a produit le résultat que nous voulons. Les marchés vont s'ajuster maintenant. Ils ne le savaient pas. Donc, pour nos auditeurs, les années nominales, les rendements tout compris, ils ont augmenté, mais ensuite les rendements ajustés à l'inflation ont en quelque sorte baissé. Alors ils se sont dit, ok, écoutez, il y a un resserrement de l'économie et des anticipations que l'inflation sera en quelque sorte sous contrôle. Mais vous avez laissé le chat sortir du sac, et vous avez dit ça. Pour que vous ne puissiez plus jouer cette carte. Et la prochaine fois, je pense que si vous faites ça, ils vont tous les deux se lever. Donc vous allez avoir, vous allez avoir de la pression sur l'économie à cause d'un rendement à long terme plus élevé, ce qui compte pour nos auditeurs, qui compte beaucoup plus pour l'économie américaine et l'économie canadienne. Au Canada, le rendement à cinq ans est vraiment la plus importante parce que les hypothèques sont fondées sur cela, mais le rendement du Trésor à 10 ans l'est.

Il a été élevé aux États-Unis et a augmenté de 30 ans, ce qui compte pour les hypothèques américaines, euh, donc vous aurez un double coup si vous recommencez à cause d'un manque de crédibilité. Donc c'est pour ça que je pense que tous les chemins

mènent à cette évolution dont vous parlez, Diane, pour le pire, euh, euh, régime. J'espère qu'on l'aura, euh, mais voyons voir. Je voulais me pencher sur la dernière question ici. Quelque chose de très, très cher à notre cœur ici dans le nord, au Canada, euh, à propos de l'ACEUM. Et que pensez-vous de l'endroit où tout cela se termine ?

Oh, c'est difficile.

J'ai travaillé avec Bill Daley, qui était secrétaire au Commerce à l'époque sur l'ALENA, et il a été conçu pour le secteur des véhicules. Il a été conçu pour l'industrie automobile. Et ce qui m'inquiète le plus, c'est que nous voyons déjà des tarifs supplémentaires et l'administration, les 338 tarifs que nous venons de voir et qui entrent en vigueur dans une semaine environ. Nous avons également vu des tarifs supplémentaires avec les tarifs 301 appliqués au Mexique et au Canada, pas autant que d'autres pays, mais le véritable problème sera de savoir ce qu'il adviendra du contenu nord-américain en ce moment. Tout ce qui représente 75% de contenu nord-américain, bien sûr, c'est 90% de toutes les marchandises, environ 2 000 milliards de dollars qui transitent par les frontières, en franchise de droits de douane, c'est important. Et ce qu'ils veulent faire, c'est de faire 50% de ce contenu américain de 75%. C'est une très grande perturbation. Si cela devait se produire du jour au lendemain, cela représenterait des centaines de milliards de dollars en échanges commerciaux qui devraient être transférés et hum des droits de douane qui devraient être payés immédiatement. Je ne vois donc pas comment cela peut se produire du jour au lendemain, mais je suis préoccupé par le fait que nous ayons en quelque sorte soumis à un examen annuel de l'ACEUM, ce qui en fait essentiellement un accord commercial zombie.

Il est là, mais il n'est pas appliqué, et il a également été inscrit dans vos examens annuels pour vous permettre de modifier les conditions au fil du temps. Cela mine encore plus l'incertitude et les investissements dans les trois pays, ne sachant pas où les tarifs vont éventuellement arriver, parce que tout le monde hésite à attendre de voir quelles sont les règles de la route pour que je puisse voir où je peux aller de l'avant. Et je pense que c'est là que seront les plus grandes tensions, et je m'inquiète à ce sujet parce que même pour les constructeurs automobiles américains, ils ne le font pas, le nombre de fois qu'une voiture franchit la frontière avant de sortir de la chaîne de montage en tant que véhicule entièrement assemblé est plusieurs fois, et c'est une chose très difficile à faire, c'est de faire grimper cela jusqu'à 50% de contenu américain. Vous comprenez le désir, mais, vous savez, ils sont en quelque sorte derrière tous ces tarifs, il y a ce désir de revenir en arrière. Et la réalité est que ce n'est pas possible. Nous ne vivons pas dans une machine à remonter le temps, et vous ne pouvez pas, même si vous deviez obtenir plus de production aux États-Unis en raison du protectionnisme dans des endroits comme l'industrie sidérurgique, nous savons que cela ne signifie pas nécessairement de nouvelles usines de production, et tout emploi sauvé dans cette industrie pourrait se faire au détriment d'autres emplois manufacturiers ailleurs, un peu comme nous l'avons vu pendant la guerre commerciale de 2018 et 2019.

Pour chaque 1 000 emplois que nous avons économisés dans l'acier, nous avons perdu 75 000 dans l'ensemble du secteur manufacturier. Ce n'est pas le genre de compromis que nous voulons avoir. Et vous aurez aussi des prix plus élevés. Et un pouvoir d'achat plus faible pour les ménages américains. Donc, cela revient à cette mémoire musculaire et à des chocs supplémentaires et ensuite à ne pas disparaître, et c'est quelque chose qu'il est beaucoup plus difficile pour la Fed de lutter contre les chocs du côté de l'offre que les chocs de la demande. Ils, vous voyez, c'est, c'est, c'est un problème de plus en plus difficile, et ce qui m'inquiète, c'est ça, vous voyez. Euh, la Fed continue de

répéter que nous arriverons à 2% d'une manière ou d'une autre au cours de la prochaine année et demie ou deux ans, vous savez, c'est à l'horizon. Il faut à un moment donné y arriver et y rester, et nous ne l'avons pas fait depuis plus de cinq ans maintenant, et d'autres chocs sont encore probables. Absolument. Il s'agissait d'une conversation de grande envergure. Nous avons abordé beaucoup de sujets. Nous sommes très reconnaissants de votre temps et de votre participation, Diane. Nous espérons vous avoir en podcast, euh, comme un habitué.

Nous apprécions, euh, nous vous apprécions, euh, et nos auditeurs vous aussi, Ali. C'est donc un plaisir de travailler avec vous. De même, merci beaucoup, Diane. Donc pour nos auditeurs, s'il vous plaît aimez et abonnez-vous, et nous vous reprendrons la prochaine fois.