

La semaine aux Etats-Unis

La Fed et la baignoire

La semaine prochaine, l'attention se portera, aux Etats-Unis, sur la réunion du FOMC. Tout en n'annonçant aucune modification de la politique monétaire, Ben Bernanke devrait préciser les évolutions qu'il est possible d'attendre pour les mois à venir. Il s'agira pour lui de faire acte de pédagogie à l'occasion de sa conférence de presse.

Aussi incongru que cela puisse paraître, la Fed a une relation particulière avec les baignoires. Son précédent président, Alan Greenspan, avait ainsi l'habitude de passer en revue les indicateurs conjoncturels dans son bain. Aujourd'hui, la politique menée par Ben Bernanke, dont on ne connaît pas les habitudes personnelles, peut être décrite par une métaphore où il s'agirait d'assurer un certain niveau d'eau à une baignoire. Celui-ci n'est autre que M2, soit l'agrégat monétaire de référence aux Etats-Unis.

Pour fonctionner, l'économie a besoin de liquidités, la monnaie étant la contrepartie des échanges. Il s'agit donc pour la Fed d'assurer que le niveau de M2 est suffisant pour permettre l'activité économique. La baignoire M2 est, en temps normal, alimentée grâce à la politique de taux d'intérêt de la Fed qui maîtrise ainsi le débit des tuyaux classiques : lorsque les taux sont bas, la liquidité afflue, lorsque les taux sont élevés, elle se tarit.

Avec la crise financière de 2007-09, cette politique a atteint ses limites : les taux de la Fed sont proches de zéro depuis la fin de 2008, et, pour influencer sur la liquidité, la Fed a dû trouver d'autres instruments. Alors que, auparavant, elle disposait de la possibilité d'augmenter ou de réduire le débit des tuyaux classiques, elle a dû trouver d'autres moyens pour acheminer l'eau vers la baignoire. C'est ici que les politiques non conventionnelles, ou non orthodoxes interviennent, et tout particulièrement l'assouplissement quantitatif.

Depuis septembre 2012, la Fed conduit son troisième programme d'assouplissement quantitatif (ou QE3), au titre duquel elle se porte acquéreuse chaque mois de *Treasuries* (pour USD 45 mds) et de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS, USD 40 mds). Depuis quelques semaines, les membres de la Fed ont annoncé leur intention de réduire ce rythme mensuel d'achats.

Ces préannonces (dans le cadre des Minutes de la réunion du FOMC du mois d'avril et de l'apparition de Ben Bernanke devant le Congrès) ont conduit à une remontée non négligeable des taux d'intérêt, resserrant d'autant plus les conditions monétaires et financières que l'inflation a enregistré un ralentissement marqué ces derniers mois. Les membres de la Fed, pour qui cette évolution est précisément ce qu'ils cherchent à éviter, tentent ainsi de calmer les anticipations, et l'effort de pédagogie sera une fois de plus très probablement au cœur de la conférence de presse que Ben Bernanke donnera à l'issue de la réunion du FOMC mercredi prochain.

Les membres de la Fed ont tenté d'expliquer que le ralentissement des achats au titre de QE3 ne constituerait pas un resserrement de leur politique, qui continuerait en fait de devenir un peu plus accommodante chaque mois. Le message ne semble pas être totalement accepté. C'est ici que nous revenons à notre baignoire : le débit du tuyau QE3 devrait être réduit, mais pas coupé, et le débit continuera d'être suffisamment élevé pour que le niveau d'eau continue de monter dans la baignoire.

Ainsi, lorsque les conditions économiques s'améliorent, les tuyaux classiques voient leur débit augmenter (peu à peu, les canaux de transmission de la politique monétaire retrouvent un fonctionnement normal), et la montée du niveau de la baignoire est partiellement assurée en dehors de la contribution du tuyau QE3, dont le débit peut donc être réduit (ralentissement des achats mensuels de titres).

A un point du cycle – et selon les prévisions actuelles des différents membres de la Fed, cette date pourrait être atteinte au cours du premier semestre de l'année prochaine – les tuyaux classiques auront retrouvé un débit tel que le tuyau QE3 pourra être coupé purement et simplement. Un peu plus tard, lorsque la croissance du PIB se sera durablement inscrite au-dessus de son rythme potentiel, il sera temps de réduire le débit des tuyaux classiques, en remontant les taux. Et ce n'est que dans un horizon bien plus lointain que la politique monétaire devra redevenir neutre. Un jour ou l'autre, elle pourrait même devenir restrictive, mais cette perspective est tellement lointaine qu'il est difficile de l'envisager aujourd'hui.

Il est plus que probable que Ben Bernanke n'utilisera pas la métaphore de la baignoire pour expliquer les évolutions de politique monétaire qu'on peut attendre dans les prochains mois. Il devrait, néanmoins, souligner que la bonne tenue de l'économie américaine ces derniers mois illustre un moindre besoin en supplément de stimulus monétaire. La publication des nouvelles prévisions économiques des membres du FOMC et la présentation que Ben Bernanke en fera seront également intéressantes, notamment en termes de recul du chômage et de perspectives d'inflation.

Finalement, reste la question de la succession de Ben Bernanke, dont le mandat prend fin en janvier 2014. Sans clairement annoncer ses intentions, il semble de plus en plus probable qu'il ne souhaite pas rester quatre ans de plus. Il y a quelques semaines, il était ainsi annoncé par la Fed que Ben Bernanke n'assisterait pas à la Conférence de Jackson Hole en août. Il y a quelques jours, un trait d'humour, quant à ses possibilités de revenir enseigner à Princeton, a ajouté aux anticipations de son départ. Au cours des prochains mois, l'attention va donc se porter de plus en plus précisément sur l'identité de son successeur ou de sa successeur(e), puisque Janet Yellen, actuelle vice-présidente de la Fed, est une candidate très probable, avec un goût particulier pour les métaphores. Après le Gorille et la Ligne Maginot, pourquoi pas la Baignoire...