



## Etats-Unis

### Si le seul critère était l'emploi...

- Janet Yellen constate la turbulence sur les marchés financiers, qu'elle relativise en soulignant le dynamisme de l'emploi.
- La Fed maintient son diagnostic : la croissance va demeurer suffisante pour résorber le sous-emploi résiduel et l'inflation va progressivement revenir vers l'objectif de 2%.
- La Fed ne semble pas avoir changé ses plans. Mais, en rappelant la dépendance des décisions aux évolutions conjoncturelles et financières, Mme Yellen ne ferme aucune porte pour la réunion de mars.

La présidente de la Fed, Janet L. Yellen, était entendue cette semaine par les commissions financières des deux chambres du Congrès<sup>1</sup>. Son discours était particulièrement attendu : elle ne s'était pas exprimée depuis la conférence de presse ayant suivi la hausse de taux de décembre dernier, alors que, depuis le début de 2016, les marchés financiers sont la proie du stress. Les propos liminaires de Mme Yellen n'indiquent pas de changement de paradigme : la Fed continue d'anticiper une croissance suffisante pour résorber le sous-emploi résiduel et le retour, à moyen terme, de l'inflation vers l'objectif de 2%. Les facteurs exceptionnels – baisse du prix de l'énergie et appréciation du dollar – pèseraient progressivement de moins en moins sur l'évolution des prix, qui serait par ailleurs soutenue par le dynamisme du marché du travail. Cette analyse est celle de la Fed depuis de nombreux mois, et les risques pesant sur un tel scénario « idéal » ne sont pas nouveaux non plus. Il s'agit avant tout des évolutions de la croissance mondiale.

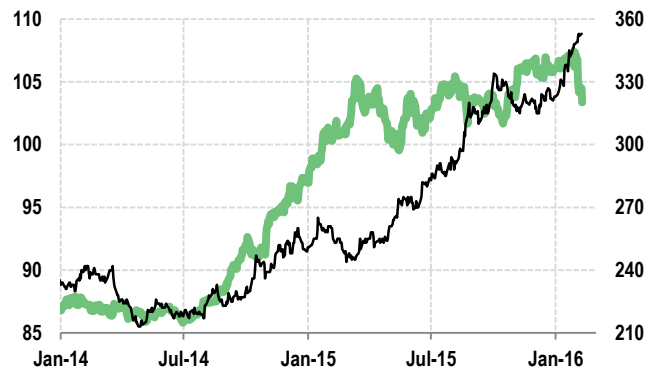
Les évolutions des marchés financiers ne sont pas absentes du discours de Mme Yellen qui continue toutefois de voir la décélération de la croissance mondiale comme le premier risque pesant sur l'économie américaine. L'enchaînement des événements qui pourraient, *in fine*, venir peser sur la croissance américaine est bien plus détaillé que les facteurs qui pourraient soutenir une croissance plus dynamique (soutien de la faiblesse des prix du pétrole). Le resserrement des conditions financières, via la chute des cours sur les marchés actions, l'élargissement des *spreads corporate* et l'appréciation du dollar, qui pourrait peser sur les perspectives de croissance s'il venait à persister, est pourtant nuancé : Mme Yellen rappelle le soutien qui peut être attendu de la faiblesse des taux longs et des prix du pétrole.

Du discours de Mme Yellen ressort l'impression que la Fed n'a pas, pour l'heure, modifié son intention de continuer une normalisation progressive de la politique monétaire. En rappelant la dépendance des décisions à l'évolution des données illustrant aussi bien la

<sup>1</sup> Le Président de la Fed se plie deux fois par an à cette obligation de témoigner devant le « Committee on Financial Services » de la Chambre des Représentants puis le « Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs » du Sénat. Ces auditions s'accompagnent de la publication du Rapport sur la politique monétaire, dans le cadre de la loi Humphrey-Hawkins de 1978.

### Un resserrement des conditions financières...

— Taux de change effectif du dollar (1190=100)  
— Spread corporate (BAA) (pb, é. d.)

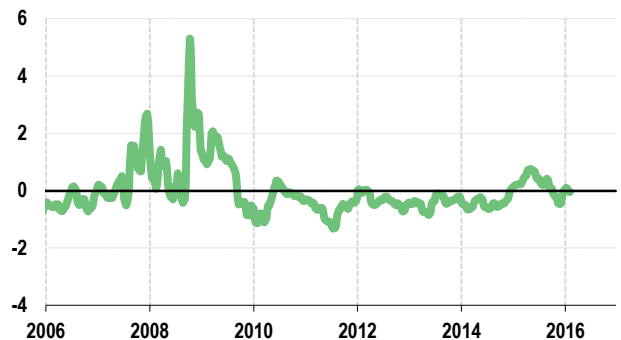


Graphique 1

Sources : Bank of England, Federal Reserve

### ... à relativiser

— Indice des conditions financières (cvs) ; — Moyenne de long terme



Graphique 2

Source : Federal Reserve Bank of Chicago

conjoncture (nationale comme internationale) que la formation des prix et l'évolution des variables financières, Mme Yellen n'exclut aucune possibilité pour la prochaine réunion du FOMC, dans un peu plus d'un mois. Alors, montera ou montera pas ?

Le seul critère de l'emploi soutient de nouvelles hausses de taux. En janvier, le taux de chômage est passé sous la barre des 5% (à 4,9%) et la progression des salaires a été relativement soutenue (+0,3% pour les employés non-cadres affectés à la production). Par ailleurs, contrastant avec les données d'enquêtes, le secteur manufacturier a non seulement augmenté ses effectifs (+29 000 sur le mois) mais aussi les heures travaillées. Le rebond des heures totales travaillées en janvier (+0,5%) pourrait annoncer un rebond de l'activité. L'hypothèse est d'autant plus crédible que le recours aux heures supplémentaires a également vivement progressé (+2,4%) comme la composante « nouvelles commandes » de l'indice ISM (+2,7 points à 51,5, au plus haut depuis l'été 2015). Le recul du sous-emploi est



encore plus vif, comme l'illustre la dernière enquête JOLTS<sup>2</sup> avec, notamment, un rebond marqué du taux de démission dans le secteur privé (à 2,4%, au plus haut depuis l'été 2007), indiquant un regain de confiance des Américains dans la qualité du marché du travail. Mais l'amélioration va au-delà de cette seule statistique, comme le confirme notre Indice SLACK<sup>3</sup> (graphique 3). Si cette mesure du sous-emploi continuait son amélioration au même rythme qu'au cours de ces trois dernières années, son retour en zone de fluctuation « normale » interviendrait au mois d'août prochain, pour un passage en territoire positif à l'automne 2017.

Une autre mesure, qui ne se concentre pas seulement sur la situation courante de l'emploi mais aussi sur les perspectives, envoie un message très clair. Cette mesure, l'Indice Janet, que nous avons construite en 2013 afin de suivre les progrès vers les objectifs fixés à la troisième vague d'assouplissement quantitatif (QE3)<sup>4</sup>, est de retour en territoire positif depuis novembre de l'année dernière. Avec des conditions similaires, en 2004, la Fed débutait un cycle de resserrement monétaire. En résumé, les conditions qui prévalent actuellement sur le marché du travail continuent, autant si ce n'est plus qu'en décembre, de justifier la normalisation de la politique monétaire.

Il y existe tout de même une différence de taille entre la situation qui prévalait en 2004 et celle qui prévaut aujourd'hui, sans rapport aucun avec la volatilité des marchés financiers. Les perspectives d'inflation sont loin d'être aussi solides. Une part de la faiblesse de l'inflation est certes imputable à celle des prix de l'énergie ainsi qu'aux effets de l'appréciation du dollar sur le prix des biens importés. Le rapport sur la politique monétaire indique ainsi que le glissement annuel du déflateur sous-jacent de la consommation privée (1,4% en décembre) pourrait avoir été réduit de 0,5 point de pourcentage par l'appréciation du dollar. Il juge, par ailleurs, que les effets de la chute des prix du pétrole sont certainement non-négligeables, sans les chiffrer précisément. Si ces hypothèses sont correctes, l'inflation sous-jacente est artificiellement affaiblie par ces facteurs temporaires, et sans eux elle serait supérieure à 2%, soit en ligne avec ce qu'elle était au cours de l'été 2004, lorsque la Fed débutait le précédent cycle de resserrement monétaire. Mais des hypothèses restent des hypothèses, et les différentes mesures d'inflation anticipée envoient un message bien moins serein (graphique 5). D'après Mme Yellen, l'évolution des primes de risque et de liquidité pourrait expliquer le recul des anticipations de marché. Ici encore, les certitudes sont fragiles, et si la Fed décidait de patienter avant une nouvelle hausse de taux, ces évolutions, davantage que celle des marchés financiers, seraient certainement en cause...

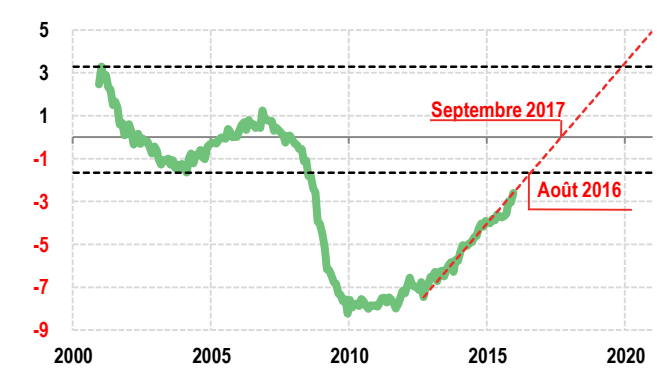
<sup>2</sup> Job Opening and Labor Turnover Survey qui détaille les flux bruts d'emplois, et notamment les embauches, licenciements, démissions et offres d'emplois.

<sup>3</sup> L'Indice SLACK est construit à partir d'une somme d'indicateurs normés, et se lit comme la différence à sa moyenne en nombre d'écart-type. Ces composantes sont les différents indicateurs de sous-emploi cités par Mme Yellen ("What the Federal Reserve is Doing to Promote a Stronger Job Market", 2014 National Interagency Community Reinvestment Conference, Chicago, 31 mars 2014) : les employés dont le temps de travail est inférieur à leur souhait, les taux d'embauche et de démission, le taux d'activité des 25-54 ans, la part des chômeurs de longue durée, et, finalement, l'évolution des salaires. Voir, notamment, « La vérité est ailleurs, ou pourquoi la baisse du taux de chômage tarde à accélérer l'inflation aux Etats-Unis », Alexandra Estiot, BNP Paribas Conjoncture, Octobre-Novembre 2014.

<sup>4</sup> Voir « Cartographie de la Fed », Alexandra Estiot, BNP Paribas Eco Week, 26 avril 2013.

### Résorption rapide du sous-emploi

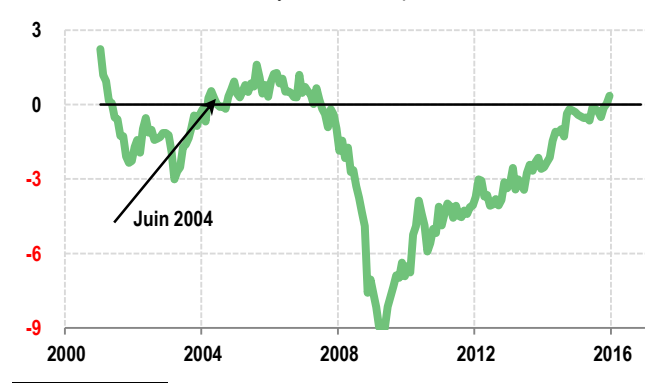
— Indice SLACK; — Bornes de fluctuation avant 2007



Graphique 3 Source : BNP Paribas Recherche Economique

### Normalisation justifiée

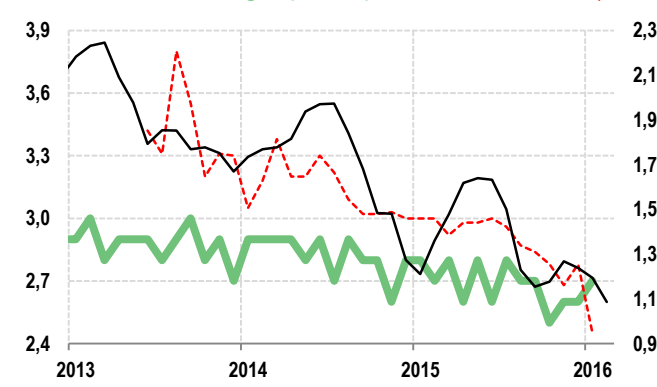
— Indice Janet ; — Moyenne sur la période 203-2007



Graphique 4 Source : BNP Paribas Recherche Economique

### Anticipations de désinflation

— Anticipations de marché (5y 5y forward, é. d.) ; Ménages :  
— Université du Michigan (à 5 ans) ; --- Fed de New York (à 3 ans)



Graphique 5 Sources : Federal Reserve, New York Fed, University of Michigan