



Etats-Unis

Des signaux positifs

- La production industrielle a connu un rebond marqué en janvier, une évolution qui pourrait se confirmer dans les mois à venir si l'on en croit un certain nombre d'indicateurs avancés.
- Au sortir de leur réunion de janvier, les membres du FOMC s'inquiétaient d'une augmentation des risques baissiers sur les perspectives d'activité et d'inflation.
- Les évolutions de cette semaine sont plutôt de nature rassurante, mais d'ici au 15 mars, les éléments objectifs seront sans doute trop peu nombreux pour détourner la Fed de sa prudence.
- L'évolution des prix demeure sa préoccupation principale et pour relever à nouveau ses taux, la Fed pourrait choisir d'attendre la disparition des doutes qui planent sur leur évolution à moyen terme.

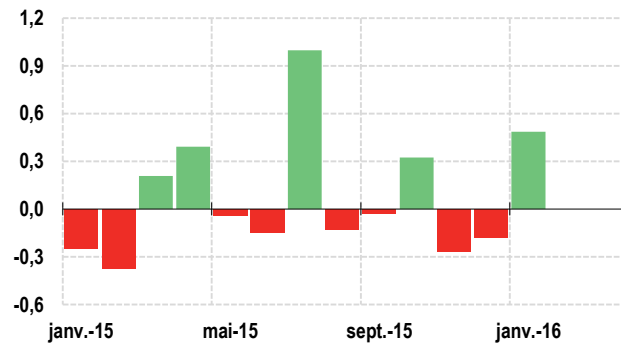
L'ISM manufacturier pouvait le laisser entendre. Le rapport emploi l'annonçait avec plus de précision. Les données publiées cette semaine par la Fed le confirment : la production industrielle a fortement rebondi en janvier. L'indice global a gagné 0,9% en janvier, une progression qui doit à la plupart de ses composantes. Après un mois de décembre aux températures printanières et des conséquences négatives sur la production d'énergie, la neige est revenue, parfois violemment, en janvier, et la distribution d'électricité et de gaz naturel a gagné 5,4% sur le mois.

Moins sensible aux aléas de la météo, le secteur manufacturier connaît une embellie qui pourrait se révéler plus durable. L'activité du secteur a progressé de 0,5% sur le mois, soit le résultat le plus dynamique depuis juillet dernier (graphique 1). Certes, ce rebond vient après deux mois de contraction. Mais plusieurs éléments conduisent à analyser le mois de janvier comme celui d'un retournement plus que comme celui d'une correction ponctuelle.

D'abord, il y a les enquêtes. Si l'ISM manufacturier est demeuré, en janvier, inférieur aux 50 points qui délimitent les zones d'expansion et de contraction, les deux composantes les mieux corrélées à l'activité étaient, elles, de retour dans le positif (graphique 2). La composante « production » gagnait 0,3 point à 50,2 en janvier, mais surtout la composante « nouvelles commandes » bondissait de 2,7 pts à 51,5. Ce qui, au tout début d'année, continuait de peser sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier, pourrait s'estomper dans les mois à venir si les carnets de commandes continuaient de se remplir. Les plus tardives à retrouver le dynamisme seraient les composantes « délais de livraison » (à 50,0 en janvier) et « stocks » (43,5). En revanche, l'emploi pourrait rapidement revenir en territoire positif, et tirer l'ISM au-dessus de 50. Le rebond pourrait être d'autant plus rapide que le recul de l'indice « emploi » de l'ISM ne s'est pas traduit par une contraction des effectifs, le secteur manufacturier ayant créé 47 000 postes entre octobre 2015 et janvier 2016.

Rebond!

■ Production manufacturière (m/m, %)

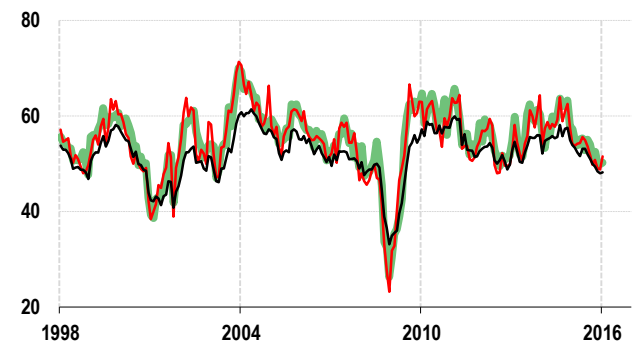


Graphique 1

Source : Federal Reserve

ISM manufacturier et composantes

— ISM ; — Production ; --- Nouvelles commandes



Graphique 2

Source : ISM

Par ailleurs, les enquêtes régionales, notamment celles menées par les Réserves fédérales de New-York et de Philadelphie, bien que toujours loin du grand optimisme, annoncent que dans le Nord-Est du pays, l'activité manufacturière retrouve quelques couleurs. Dans le district de la Fed de New-York, le climat des affaires demeure sombre, mais moins qu'en janvier, avec un rebond généralisé des indices que nous utilisons dans la construction d'un indice PMI directement comparable à l'ISM national. Ce « NY-PMI » a progressé de 2,2 pts entre janvier et février, tout en demeurant très faible à 47,3. Dans le district de la Fed de Philadelphie, où le secteur manufacturier est à la fois plus important et plus diversifié que plus au Nord, le moral est légèrement mieux orienté mais aussi plus stable en février (« Philly-PMI à 48,6 en février, en hausse de 0,1 pt), et au total notre Indice NEM (somme agrégée des deux PMI régionaux) aura légèrement rebondi, à 48,7 en février, annonçant un ISM manufacturier proche des 50 pts au (graphique 3).



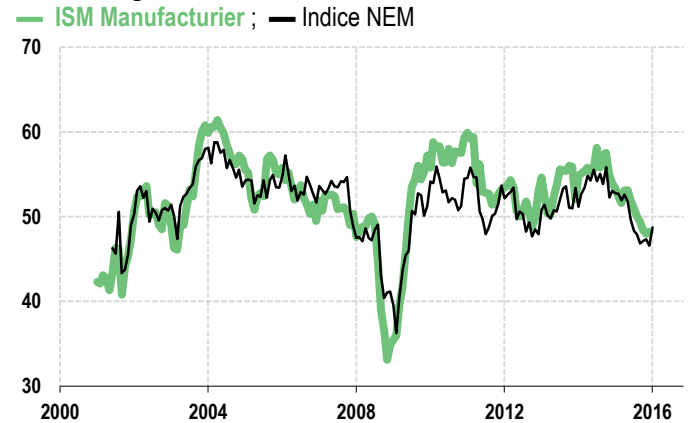
Finalement, certaines composantes avancées de la production industrielle étaient très bien orientées en janvier. Il s'agit de la production de biens intermédiaires (fournitures aux entreprises +1,2% m/m) et de matériaux (hors énergie) destinés à être transformés (+0,5%). La production de ces derniers est particulièrement dynamique en amont de la chaîne de production (+0,7% m/m pour les matériaux destinés à la production de biens intermédiaires, contre 0,2% pour ceux destinés à la production de produits finis) suggérant une reprise auto-entretenu dans l'industrie américaine. En soutien à cette hypothèse optimiste vient le rebond de la production de biens d'équipement à destination de l'industrie (+0,5% m/m).

Le rebond de la production industrielle, ainsi que le dynamisme confirmé du marché du travail sont de nature à rassurer les membres de la Fed. Les minutes de la réunion de fin-janvier du Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC), publiées cette semaine, illustrent pourtant une montée des inquiétudes. Au-delà des évolutions des marchés financiers, dont la baisse était alors perçue comme à la fois difficile à réconcilier avec les fondamentaux de l'économie américaine¹ et assez limitée pour ne pas conduire à une révision des perspectives économiques², les membres du FOMC se souciaient de la faiblesse de l'activité en fin d'année dernière, et jugeaient que, globalement, les risques à la baisse pesant sur leur scénario avaient augmenté depuis la hausse de taux de décembre³.

Entre les minutes et les récentes déclarations de certains membres du FOMC⁴, il apparaît que les inquiétudes se cristallisent autour des perspectives d'inflation, comme nous le décrivions la semaine dernière⁵. Les minutes soulignent ainsi à plusieurs reprises que certains membres du FOMC préféreraient, avant de poursuivre la normalisation de la politique monétaire, pouvoir être certains que l'inflation est bel et bien répartie à la hausse⁶. Les données pour le mois de janvier vont clairement dans le bon sens, avec un rebond marqué de l'indice des prix à la production (+0,6% m/m hors alimentation et énergie), et un troisième mois consécutif d'inflation sous-jacente supérieure à 2% (2,2% en janvier, après 2,1% en décembre, 2% en novembre et 1,8% en moyenne sur les dix premiers mois de 2015).

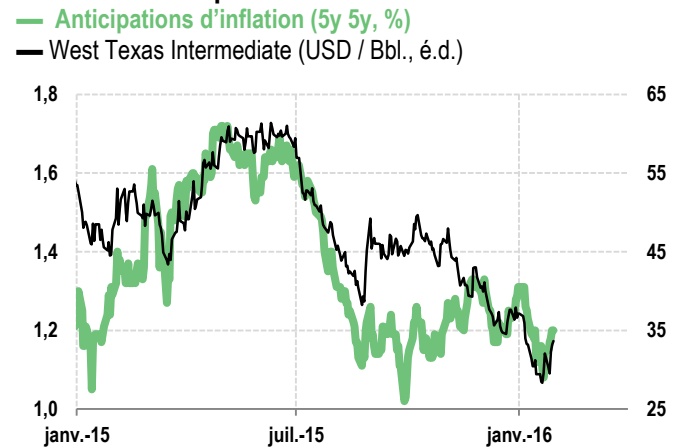
Le léger rebond des prix du pétrole et des anticipations d'inflation (graphique 4) sera-t-il suffisant à rassurer la Fed ? Une semaine de

Retour graduel de la confiance?



Graphique 3 Sources : ISM, BNP Paribas Recherche économique

Réorientation positive



Graphique 4 Sources : Bloomberg, Federal Reserve

retour au calme sur les marchés financiers ne l'est certainement pas. D'ici au 15 mars, les membres du FOMC auront déjà davantage de recul, sans avoir beaucoup plus de données permettant de juger de l'évolution de la conjoncture américaine. La Fed demeure plutôt encline à une normalisation aussi rapide que possible de sa politique – notamment afin de « recharger ses munitions » – mais la prudence pourrait la conduire au statu quo lors de la prochaine réunion du FOMC. C'est, en tout cas, ce qui semblait se dessiner en janvier : « il pourrait être prudent de disposer de davantage d'informations permettant de juger des tendances sous-jacentes de l'activité et de l'inflation avant de franchir la prochaine étape du processus de réduction du soutien monétaire »⁷.

¹ "A number of participants noted that the large magnitude of changes in domestic financial market conditions was difficult to reconcile with incoming information on U.S. economic developments."

² "While acknowledging the possible adverse effects of the tightening of financial conditions that had occurred, most policymakers thought that the extent to which tighter conditions would persist and what that might imply for the outlook were unclear, and they therefore judged that it was premature to alter appreciably their assessment of the medium-term economic outlook."

³ "[...] data releases since the December meeting on spending and production had been disappointing. [...] Participants agreed that uncertainty had increased, and many saw these developments as increasing the downside risks to the outlook."

⁴ Notamment Patrick T. Harker (Président de la Fed de Philadelphie, membre non-votant cette année), Eric S. Rosengren (Boston, votant) et James Bullard (St Louis, votant).

⁵ « Si le seul critère était l'emploi... », Alexandra Estiot, BNP Paribas Eco Week, 12 février 2016.

⁶ "[...] a few participants noted that direct evidence that inflation was rising toward 2 percent would be an important element of their assessment of the outlook and of the appropriate path for policy."

⁷ Several participants noted that monetary policy was less well positioned to respond effectively to shocks that reduce inflation or real activity than to upside shocks, and that waiting for additional information regarding the underlying strength of economic activity and prospects for inflation before taking the next step to reduce policy accommodation would be prudent.