



Etats-Unis

La sécurité avant tout

- La Réserve fédérale maintient ses taux inchangés, une décision qui reflète « l'évaluation des perspectives et des risques associés », comme l'a indiqué Janet Yellen.
- La révision en baisse des projections du taux cible des Fed Funds, avec deux relèvements seulement prévus pour cette année, est l'élément clé.

Le FOMC a décidé de maintenir les taux d'intérêt inchangés, une décision qui n'a pas été unanime : Esther L. George, « faucon » notoire, aurait en effet préféré un relèvement des taux. Nous avons toujours su que cette réunion comporterait au moins une voix discordante. Si la Fed avait opté pour une hausse des taux, le gouverneur Lael Brainard s'y serait probablement opposé. Comme nous le soulignons la semaine dernière¹, la décision a probablement été difficile à prendre. Les indicateurs économiques étaient dernièrement assez bien orientés tandis que le calme relatif sur les marchés financiers ouvrait une fenêtre de tir. Mais des risques, liés à la croissance mondiale, existent et obscurcissent les perspectives.

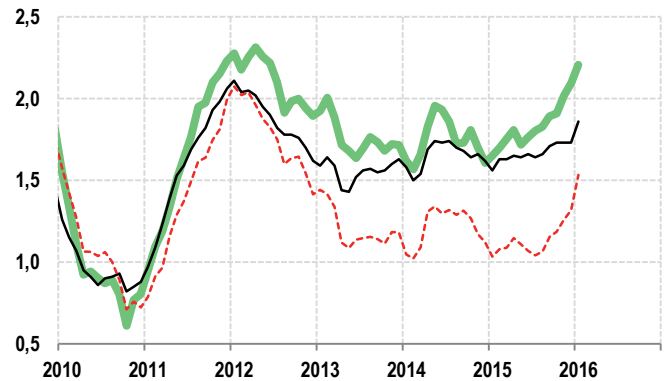
Depuis décembre, les risques sur l'inflation sont probablement moins importants : le dollar et les prix du pétrole se sont stabilisés et, dans le sillage de ces derniers, les anticipations d'inflation ont rebondi. Les risques ne sont d'ailleurs plus uniquement à la baisse comme le montre la progression de 0,5% m/m de l'IPC sous-jacent en février. Par ailleurs, la reprise manufacturière semble se confirmer : la production manufacturière était en hausse de 0,2% m/m en février, après +0,6% en janvier, et l'enquête de la Fed de New York fait ressortir un net sursaut de la confiance en mars. Le secteur pourrait avoir ainsi dépassé son point bas. Comme il s'agit du secteur le plus exposé à la conjoncture mondiale, son redressement, s'il se confirme, pourrait atténuer les craintes liées au reste du monde.

Rien n'est jamais acquis... Compte tenu de la réaction asymétrique de l'économie aux chocs lorsque les taux sont proches de zéro, les sujets d'inquiétude entourant l'avenir doivent être analysés avec le plus grand soin et le plus sage pourrait bien être d'adopter un léger biais pessimiste. C'est plus ou moins ce que les « colombes » ont déclaré dernièrement, en particulier la gouverneure Lael Brainard qui a appelé à un « attentisme vigilant ». Le communiqué du FOMC illustre parfaitement cette prudence. Certes, il y a des points positifs : « les données récentes, dont de robustes créations d'emplois, indiquent un nouveau renforcement du marché du travail. L'inflation s'est accélérée ces derniers mois ». Mais les risques à la baisse liés à la croissance mondiale sont désormais plus clairement évoqués (« La situation économique et financière mondiale continue de poser des risques »), les membres du FOMC soulignent aussi les conséquences indirectes sur l'investissement des entreprises. Ces investissements sont à présent qualifiés de « faibles » alors qu'en décembre ils étaient jugés « en progression modérée ».

¹ « Gestion du risque », Alexandra Estiot, BNP Paribas Eco Week, 11 mars 2016.

Accélération de l'inflation

— IPC sous-jacent ; — Déflateur PCE sous-jacent « prix de marché » ; — Dallas Fed Trimmed-Mean



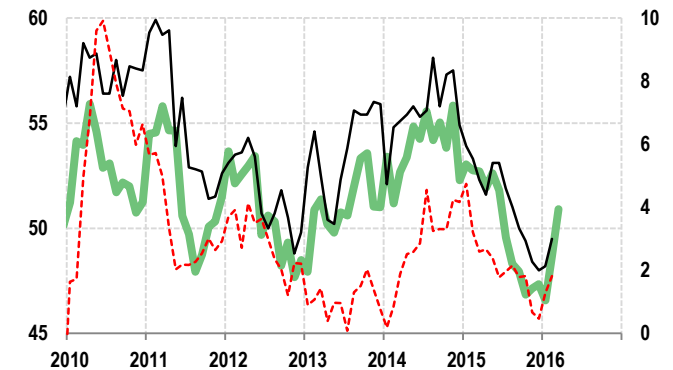
Graphique 1

Sources : BEA, BLS, Fed de Dallas

Rebond manufacturier

— Indice NEM* ; — ISM ; — Production (g.a., % ; é.d.)

*somme pondérée des données des enquêtes des Fed de New-York et Philadelphie



Graphique 2

Sources : Federal Reserve, NY & Philly Fed, ISM, BNPP

Les membres du FOMC ont légèrement revu en baisse leurs prévisions de croissance et d'inflation pour 2016. La projection (médiane) pour la croissance s'établit à 2,2% (2,4% en décembre), le taux de chômage à 4,7% (inchangé), le déflateur de la consommation privée (PCE) à 1,2% (contre 1,6%) et l'indice PCE sous-jacent à 1,6% (inchangé). La dispersion des projections est moins marquée, traduisant une vision plus consensuelle des perspectives. Quant aux « dots » – projections du taux cible des fonds fédéraux en fin d'année – ils évoluent clairement à la baisse. En décembre dernier, la Fed prévoyait quatre hausses de taux pour 2016, contre deux seulement à présent. Au-delà, le rythme de normalisation reste inchangé. La Fed semble *a priori* exclure un autre relèvement des taux jusqu'à la réunion de septembre, sachant que la prudence s'impose dans toute projection relative au rythme de normalisation de la politique monétaire.