



Etats-Unis

On ne change pas une équipe qui gagne

- Les données récentes sont maussades. Le premier trimestre sera décevant, mais un rebond est envisageable au vu des enquêtes régionales dans le secteur manufacturier.
- Janet Yellen a conforté notre interprétation de la décision prise mi-mars. Les risques entourant les prévisions se sont aggravés et, compte tenu de l'asymétrie des risques lorsque les taux sont proches de zéro, une pause dans le processus de normalisation était raisonnable.
- La dépendance des décisions à la conjoncture est réaffirmée. Selon Janet Yellen, la crédibilité du message offre une protection face aux risques.

Les données publiées récemment accusent un repli. Les dépenses de consommation des ménages ont été révisées à la baisse (de +0,4% m/m à 0,0%) pour le mois de janvier sans être franchement dynamiques en février (+0,2%). Avant ces nouvelles estimations, la consommation réelle était partie pour afficher une solide progression à +2,4% (taux trimestriel annualisé) au T1 ; il semble à présent qu'on soit plus proche de +1,4%, sous le poids d'une décélération du revenu disponible et d'une augmentation du taux d'épargne. Les données d'investissement des entreprises sont encore moins bien orientées, le rebond des nouvelles commandes de janvier ayant été de courte durée. Les ventes de biens d'équipement (hors défense et aéronautique) étaient en recul de 6,8% en février (en rythme annualisé sur 3 mois), et devraient ainsi accuser au T1 un recul plus important qu'au T4 (-5,1%). Le premier trimestre sera une fois de plus décevant. Le modèle de prévision instantanée de la Fed d'Atlanta (GDPNow), optimiste en début de période (jusqu'à 2,7%), annonce maintenant une croissance limitée à 0,6% (Graphique).

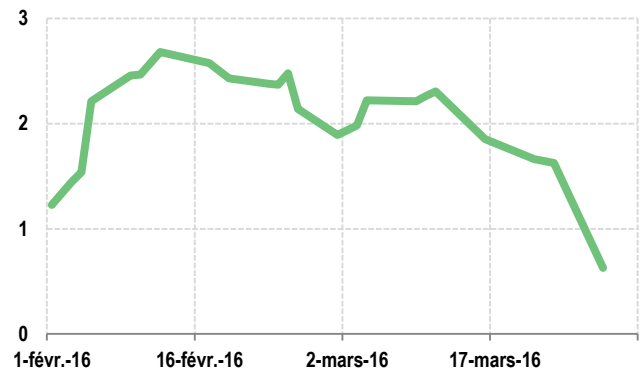
A l'heure où nous écrivons ces lignes, l'ISM manufacturier de mars n'était toujours pas publié, mais les enquêtes régionales annoncent toutes un rebond. Si les consommateurs semblent relativement confiants, l'indice du Conference Board ayant rebondi en mars, le message d'ensemble n'est pas si franc. Si la confiance des ménages reste globalement stable depuis la mi-2105, les anticipations évoluent à la baisse. Un constat confirmé par l'Université du Michigan, et qui permet expliquer la progression de l'épargne. Pour le moment, nous aurions tendance à privilégier le scénario d'un rebond au deuxième trimestre ; l'emploi semble en effet toujours aussi robuste (sauf imprévu sur le rapport emploi de mars, à paraître), ce que les membres du FOMC ne contesteraient probablement pas.

Janet L. Yellen s'est exprimée cette semaine, nous confortant dans notre analyse de la décision de marquer une pause dans le processus de normalisation de la politique monétaire¹. En résumé, même si les perspectives de l'économie américaine ont à peine évolué depuis décembre, les risques se renforcent globalement et

¹« La sécurité avant tout », Alexandra Estiot, Eco Week BNP Paribas, 18 mars 2016.

■ Estimation en temps réel de la croissance du T1

— GDP Now (taux trimestriel annualisé, %)



Graphique 1

Source : Fed d'Atlanta

s'ils venaient à se matérialiser, la Fed aurait du mal à les combattre, avec un taux cible des fonds fédéraux toujours proche de zéro. En revanche, en cas de performances plus dynamiques de l'économie américaine et d'accélération brutale de l'inflation, la politique monétaire pourrait facilement contenir ces risques.

Janet Yellen a explicitement évoqué cette asymétrie des risques à la frontière des taux zéro. Mais elle a également mis en garde contre une « surestimation des asymétries affectant la politique monétaire ». Une chose est sûre : une banque centrale ne reconnaîtra jamais qu'elle ne dispose pas des outils nécessaires et Janet Yellen a précisément insisté sur ceux qui restent disponibles et qui avaient été utilisés avec succès pendant et après la récession de 2007-2009. La « forward-guidance » et l'assouplissement quantitatif ont fait leurs preuves, et pour Janet Yellen, il n'y a pas lieu d'émettre des doutes à leur sujet ni d'envisager de leur adjoindre des taux négatifs.

Après la réunion du FOMC de mars, les critiques sont allées bon train. La Fed a en effet été accusée d'incohérence temporelle soit d'avoir modifié sans préavis sa fonction de réaction. La semaine dernière, James Bullard, Président de la Fed de St Louis, avait déjà répondu², soutenant que la Fed n'avait pas fait preuve d'incohérence temporelle en mars. Cette semaine, Janet Yellen est à son tour montée au créneau, balayant les attaques selon lesquelles la communication de la Fed serait confuse. En substance : notre message n'est pas clair, dites-vous ? Pourtant, il est reçu cinq sur cinq : la dépendance des décisions à la conjoncture est si bien reconnue par les marchés financiers qu'ils s'ajustent en temps réel aux données publiées « entraînant des mouvements sur les rendements obligataires qui jouent un rôle d'amortisseur des chocs économiques. Ce mécanisme est un important "stabilisateur automatique" pour l'économie ».

² « Time Consistency and Fed Policy », James Bullard, New York Association for Business Economics, 24 mars 2016.