



## Etats-Unis

### Il suffit de ne plus acheter...

- La croissance repart depuis le milieu de 2016, le marché du travail est quasiment au plein emploi. Si l'inflation demeure modérée, tout porte à anticiper que la Fed sera en mesure de respecter son objectif à moyen terme.
- La normalisation de la politique monétaire peut donc suivre son cours. Si son rythme dépendra des perspectives budgétaires, ses modalités ont été fixées de longue date.
- Le premier instrument, si ce n'est le seul, de réduction du bilan sera le non réinvestissement des titres arrivant à échéance.

La croissance américaine semble avoir retrouvé des couleurs au second semestre 2016. Après neuf mois sous le potentiel – entre le dernier trimestre de 2015 et les deux premiers de 2016, la croissance s'est limitée à 1% en rythme trimestriel annualisé – le rythme de progression de l'activité a rebondi à 3,5% au T3 2016. Les premières estimations pour le T4 2016 ne sont pas encore disponibles, mais le modèle de prévision en temps réel (*nowcasting*) de la Fed d'Atlanta indique une croissance de 2,8%.

Dans le même temps, les indicateurs phare du marché du travail sont très positifs : créations d'emplois suffisantes pour absorber les nouveaux entrants, taux de chômage de 4,8%, accélération du taux de salaire horaire. Si l'inflation demeure faible – en novembre, l'indice des prix PCE (déflateur de la consommation privée) était en hausse de 1,4% en glissement annuel, et de 1,6% hors énergie et alimentation – la vigueur de la croissance dans un contexte de quasi plein emploi ne peut que permettre un retour vers la cible à moyen terme. C'est donc sans surprise que le Comité de politique monétaire (FOMC) a relevé le taux cible des fonds fédéraux de 25 points de base en décembre.

#### Triste constat

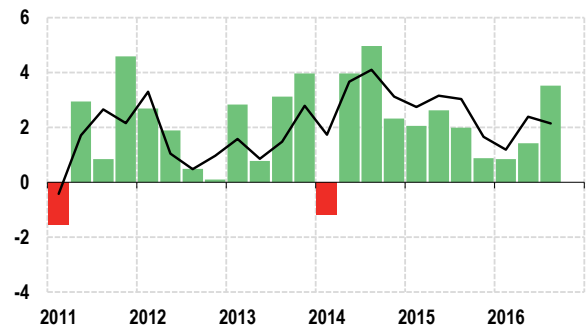
D'avantage que cette décision, largement anticipée par les marchés financiers, c'est le discours de Janet Yellen qui retient l'attention. La conférence de presse suivant la réunion du dernier FOMC fut assez pauvre en informations, la plupart des questions portant sur des sujets de politique budgétaire que la Fed se garde bien de commenter, soucieuse de son indépendance.

Janet Yellen aura tout de même fini par nous dire que la Fed jugeait aujourd'hui peu opportun une relance budgétaire, et que si le levier de la dépense publique devait bien être utilisé, il s'agissait de l'employer à relever le potentiel de croissance, notamment en soutenant l'éducation. En clair : un soutien de court terme conduirait à la surchauffe ; pour permettre de meilleures performances économiques, augmenter le potentiel de croissance est un préalable.

La disparition de l'*output gap* – soit la différence entre l'activité constatée et son potentiel – n'est pas une nouvelle aussi réjouissante qu'il y paraît. S'il a effectivement été éliminé, c'est par érosion du potentiel, plus que grâce à une croissance dynamique.

### Sortie du trou d'air

Rythme trimestriel annualisé, en % ■ PIB, — Demande intérieure finale



Graphique 1

Source : US Bureau of Economic Analysis

Un tel constat revient à dire que le retard de production accumulé pendant et après la crise ne sera jamais comblé, que ceux que Janet Yellen appelaient les « chômeurs de l'ombre » n'ont que peu de chances de retrouver un emploi à temps plein. Leur seule chance réside alors dans une économie structurellement plus dynamique, ce que la politique monétaire ne peut atteindre.

Par ailleurs, si la Fed juge que l'*output gap* est fermé et que la croissance potentielle est légèrement inférieure à 2%, on peut en conclure qu'elle mènera une politique restrictive pour toute performance plus vive, de façon à éviter une accélération de l'inflation et/ou la formation de bulles. La réaction des marchés financiers correspond à cette lecture : le soutien budgétaire débouchera sur le frein monétaire.

#### Combien de hausses de taux en 2017 ?

Pour l'heure, la Fed reste prudente. Les projections de taux des différents membres du FOMC n'ont que marginalement évolué. Certes, la médiane pour 2017 n'est plus de deux mais de trois hausses de taux. Mais Janet Yellen a incité à la prudence, sous-entendant que le consensus<sup>1</sup> continuait de se construire autour de deux hausses de taux... en l'état actuel des perspectives.

Car pour l'heure, et à l'exception de quelques membres, nul soutien budgétaire n'est intégré au scénario. Pour que ce soit le cas, il faudra attendre que des projets de loi soient discutés au Congrès. Ce n'est qu'alors que la Fed pourra estimer les effets attendus sur l'économie et adapter sa politique. Mais nul doute que si la Fed en vient à conclure que les modifications de la fiscalité des ménages et

<sup>1</sup> Le FOMC est constitué de membres votants (les gouverneurs, actuellement cinq, le président de la Fed de New York et les présidents de trois parmi les onze autres Fed régionales, cette liste changeant chaque année), et de membres non-votants (les huit présidents des Fed régionales restantes). Les projections publiées par le FOMC regroupent l'ensemble des membres, votants et non-votants, et ne traduisent donc pas obligatoirement le sentiment des votants.

des entreprises et/ou de la ventilation de la dépense publique conduira à une accélération de la croissance, sa politique se fera plus restrictive. Dans un tel cas de figure, il faudrait s'attendre à un changement de discours, la « normalisation » de la politique monétaire faisant place à une « levée du soutien » (*accommodation removal*) et plus ou moins rapidement à un besoin de « raffermissement » (*policy firming*).

### Le bilan de la Fed

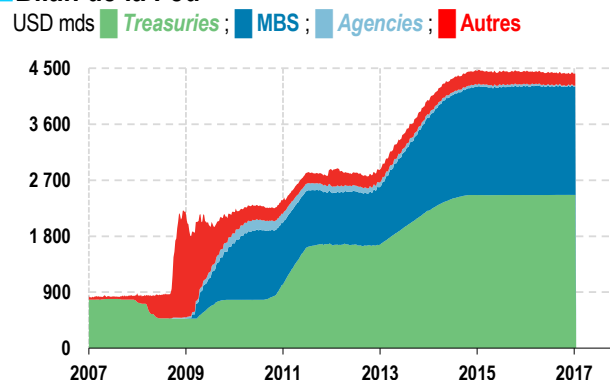
Se posera alors la question du bilan de la Fed. Ce dernier a été gonflé par les différentes vagues d'assouplissement quantitatif (QE). La politique de réinvestissement des titres venant à maturité, qui reste d'actualité, l'a laissé inchangé. Très tôt la Fed a donné les grandes lignes du mécanisme de « sortie du QE ». Dès février 2010, soit lorsque QE1 vivait ses dernières semaines, Ben Bernanke détaillait pour le Congrès les étapes successives de la normalisation de la politique monétaire<sup>2</sup>. Ces étapes ont ensuite été formalisées lors de la réunion du FOMC de juin 2011 pour être, un peu plus de trois ans plus tard, légèrement amendées<sup>3</sup>.

L'objectif affiché est celui d'un bilan « normal », soit une détention de titres, principalement des *Treasuries*, ni plus ni moins importante que celle nécessaire à la conduite effective de la politique monétaire. La réduction du bilan se fera d'abord, et avant tout, par l'arrêt des réinvestissements des titres venant à maturité, alors que seuls les *Treasuries* pourraient être concernés par des ventes : les titres adossés à de la dette hypothécaire émis par les Agences seront conservés jusqu'à échéance. Les ventes de titres apparaissent comme une ultime et hypothétique étape, et la Fed rappelle que dans un tel cas de figure, le public serait informé très en amont des détails des opérations : date, durée, montant.

En résumé, il ne faut pas s'attendre à ce que la Fed commence à liquider son bilan cette année. Les ventes de titres apparaissent comme une action de dernier recours, qui ne pourrait être rendue nécessaire que par une économie en surchauffe et/ou des rendements obligataires que la Fed jugerait trop faibles.

A court terme, la probabilité d'occurrence de telles conditions est faible. Reste la possibilité de mettre fin, totalement ou partiellement, au « roulement » de la dette. Ici, la Fed s'est laissée une totale discrétion. La seule indication ferme est qu'une telle décision ne peut intervenir avant les premières hausses de taux. Celles-ci ayant été actées en décembre 2015 puis en décembre 2016, la porte est ouverte, mais rien n'oblige la Fed à la passer. Il est ainsi clairement indiqué que : « *le calendrier [de la fin du roulement de la dette] dépendra de la façon dont les conditions économiques et financières évoluent* »<sup>4</sup>.

### Bilan de la Fed



Graphique 2

Source : US Federal Reserve

Depuis les élections présidentielles, les taux longs se sont tendus violemment, même si le mouvement, qu'accompagnait une appréciation du dollar, se stabilise. Entre le 8 novembre et le 16 janvier, le rendement des *Treasuries* à 10 ans a gagné 72 points de base (à 2,40%), s'accompagnant de tensions équivalentes sur les taux hypothécaires et légèrement moins marquées sur les taux portés par les obligations d'entreprises. Une mesure large du taux de change effectif du dollar illustre une appréciation de 4,7%. En résumé, les conditions monétaires et financières se sont durcies et pourraient peser sur la conjoncture. Difficile dans ces conditions d'imaginer la Fed accentuer ces tensions. A moins, bien entendu, que la politique budgétaire ne se révèle effectivement très expansionniste.

Pour en juger, il nous faut encore attendre que des projets de loi commencent à être discutés au Congrès. Il est difficile d'établir un calendrier précis. On peut tout de même rappeler celui qui fut suivi après l'arrivée au pouvoir de George W. Bush en 2001 : le projet de loi fut introduit au début du mois de mai, définitivement adopté en huit jours et signé par le Président dans les semaines suivantes. L'ensemble du processus législatif aura donc pris moins d'un mois et deux mois après l'entrée en vigueur, les contribuables recevaient leurs premiers chèques. En août 2001, le taux d'épargne des ménages bondissait, ce qui était parfaitement prévisible et sans aucune signification : les remboursements d'impôts ne peuvent que transiter par l'épargne, qu'ils soient, à terme, thésaurisés ou consommés. Quant à estimer les effets que ces baisses d'impôts auront finalement eu sur l'économie, il est impossible d'apporter la moindre conclusion. Le 11 septembre 2001, les tours jumelles tombaient...

<sup>2</sup> "Federal Reserve's exit strategy", Ben S. Bernanke, Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 10, 2010.

<sup>3</sup> "Policy Normalization Principles and Plans", September 17, 2014.

<sup>4</sup> "the timing will depend on how economic and financial conditions and the economic outlook evolve".