



Etats-Unis

Parfois, le doute n'est plus permis

- **Le dernier rapport emploi (235 000 créations nettes de postes en février) a levé les conditions d'une hausse supplémentaire des taux d'intérêt aux Etats-Unis.**
- **C'est donc une réunion sans suspense qui s'ouvrira mardi 14 mars pour le Comité de politique monétaire de la Fed.**
- **Celle-ci respecte enfin son objectif d'inflation. Les pressions à la baisse sur les prix s'évaporent à mesure que le pétrole se renchérit, le dollar se stabilise et, surtout, les salaires se raffermissent.**
- **L'économie américaine a retrouvé un rythme de croisière, supérieur à son potentiel.**
- **La normalisation de la politique monétaire est donc une évidence, sans lien aucun avec une relance budgétaire dont la probabilité semble, chaque jour, reculer.**

La semaine prochaine, le Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) décidera d'une hausse des taux directeurs, très certainement de 25 points de base. Le dernier doute vient en effet d'être levé : le marché du travail ne donne aucun signe d'essoufflement, permettant à la Fed de cocher le dernier point de sa *check-list*.

La Fed a commencé à normaliser sa politique monétaire en décembre 2015, puis marqué une année de pause. La hausse des taux directeurs de décembre 2016, puis celle (probable) de mars, peuvent faire croire qu'elle précipite le pas. Notre lecture est un peu différente.

D'abord, la Fed agit au gré des fenêtres d'action qui lui sont ouvertes. Elle le fait sans urgence, mais avec la volonté de s'éloigner aussi rapidement que possible de la limite basse des taux zéro.

Ensuite, l'économie américaine connaît une reprise, qui non seulement se confirme au gré des publications statistiques, mais gagne en ampleur.

Si la croissance de l'activité a paru décevante au second semestre 2016, c'est parce que des « perturbations » ponctuelles sont venues en compliquer la lecture. Le détail des données illustre en fait une accélération de la demande intérieure finale, qui est le cœur de la demande américaine. Le rebond de l'investissement des entreprises en équipements et logiciels est particulièrement bienvenu. Sa progression, de 1,9% en rythme trimestriel annualisé, peut sembler limitée après quatre trimestres consécutifs de contraction.

Il faut garder en tête que l'essentiel de la faiblesse des dépenses en capital des entreprises américaines venait de la seule industrie pétrolière. Hors « extraction et exploitation minière », l'investissement productif des entreprises conserve une dynamique satisfaisante, ce que confirment les données de commandes et de

ventes de l'industrie manufacturière. L'industrie des biens d'investissement hors matériels aéronautiques et militaires connaît, ces derniers mois, une accélération marquée. En janvier, nouvelles commandes et livraisons s'inscrivaient en hausse, de 8,7% (taux trimestriel annualisé sur trois mois) et 6,7%, respectivement.

La reprise va au-delà de cette seule industrie. La production de l'ensemble du secteur manufacturier progressait en janvier 2017 à son rythme le plus soutenu de ces deux dernières années alors que les carnets de commandes continuent de gonfler, et la confiance de se redresser. L'indice ISM pour le secteur manufacturier s'est ainsi établi à 57,7 en février, au plus haut depuis l'automne 2014 avec deux de ses composantes au-dessus des 60 points : la production à 62,9 et les nouvelles commandes à 65,1. Une bonne santé qui caractérise de fait l'ensemble de l'économie, l'ISM non manufacturier atteignant un niveau de 57,6 pour le même mois de février, avec, lui aussi, des indices « production » et « nouvelles commandes » au-dessus des 60 points. Notre indice M&N – une somme pondérée des deux ISM – est ainsi compatible avec une croissance supérieure à 3%.

La croissance semble donc bien être revenue à un rythme sensiblement supérieur à son potentiel (estimé à 1,8% par les membres du FOMC), alors même que Janet Yellen estimait en décembre dernier que l'*output gap* s'était, enfin, refermé. Les forces qui contraignaient la formation des prix se relâchent donc et la Fed peut être bien plus confiante dans ses projections d'un retour de l'inflation à sa cible de moyen terme. Bien que sous l'effet du rebond des prix du pétrole, cet objectif sera très certainement respecté dès le mois de février... pour la première fois depuis le printemps 2012. En janvier, déjà, le glissement annuel du déflateur de la consommation privée était de 1,9%, et une stabilité de l'indice aura été suffisante à le faire passer au-dessus de 2% en février. Hors énergie et alimentation, l'inflation PCE reste sous la barre des 2%, stable à 1,7% depuis août 2016, mais des signes annoncent une accélération. L'inflation PCE « *market-based* », qui ne tient compte que des dépenses effectivement supportées par les ménages, en est un. Longtemps limitée à 1%, elle accélère depuis le début de 2016, avec un glissement annuel passé à 1,7% récemment. D'autres indicateurs, qui « nettoient » statistiquement l'indice de ses variations non pérennes, comme la mesure *trimmed-mean* de la Fed de Dallas, confirment que l'inflation est de retour vers ses niveaux de 2012.

Une croissance au-dessus du potentiel ; de moindres pressions à la baisse sur les prix du pétrole ; une tendance à l'appréciation du dollar qui s'essouffle. A cette liste d'arguments en faveur d'une hypothèse de redressement de l'inflation il s'agit d'ajouter l'essentiel : le dynamisme du marché du travail. La boucle est bouclée, la normalisation de la politique monétaire assurée. Sans qu'il soit besoin d'arguer d'une éventuelle relance budgétaire, qui semble de plus en plus improbable.