

Etats-Unis

Tournant monétaire

Si la consommation des ménages américains reste assez tonique à l'approche de l'été, d'autres moteurs de l'économie, comme le commerce extérieur ou l'investissement, faiblissent. En juin, les enquêtes auprès des entreprises ont été franchement médiocres, de telle sorte que la Réserve fédérale a ouvert la porte à une baisse de ses taux d'intérêt. La politique tarifaire du président Trump, en campagne pour sa réélection, ne déviara sans doute pas de sa ligne dure, tout en restant peu prévisible. La conjoncture pourrait donc avoir besoin de soutien.

Selon toute vraisemblance, la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) baissera ses taux d'intérêt d'ici à la fin de l'année. Non que l'économie semble aujourd'hui aller mal. Consommation et emploi solides, chômage bas : l'instantané pris par le Comité de politique monétaire (FOMC) à l'occasion sa réunion du 19 juin est plutôt flatteur. Mais les « vents contraires » se renforcent, à commencer par ceux qui entravent le commerce et préoccupent, chaque jour un peu plus, les producteurs américains¹.

■ Baisse des taux annoncée

Même s'il ne transparait pas encore dans le PIB (en hausse de 3,1 % en rythme annualisé au premier trimestre) le tassement des échanges mondiaux a déjà déprimé quelques indices de conjoncture. Celui de l'*Institute for Supply Management* (ISM), qui fait référence, a chuté depuis l'été dernier, son niveau de juin (51,7 dans le secteur manufacturier) n'étant plus très loin de la zone d'inconfort, là où les volumes d'affaire stagnent.

La dichotomie entre les données d'enquêtes et de comptabilité nationale ne durant jamais très longtemps, la Fed s'attend à ce que les chiffres « durs » d'activité soient moins bons, et communique en conséquence. La baisse annoncée de ses taux directeurs (ils fluctuent actuellement dans une fourchette de 2,25% à 2,50%) est d'autant plus crédible qu'elle rejoint les anticipations du marché : depuis le printemps, la courbe des taux est inversée sur toutes les échéances jusqu'à 5 ans, ce qui, par le passé, a toujours précédé ou accompagné l'assouplissement de la politique monétaire (cf. graphique 2).

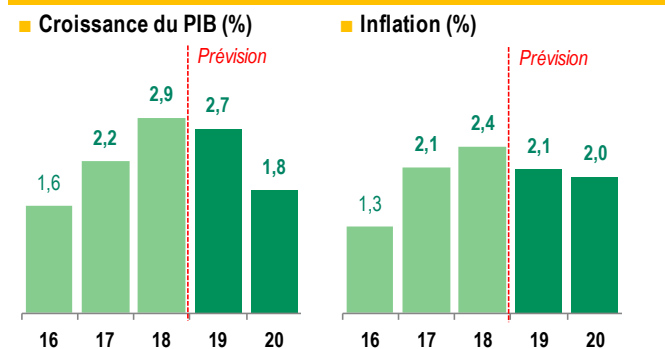
Ce n'est pas tout. Bien qu'il ait peu révisé ses prévisions d'inflation (1,8% en 2019, 1,9% en 2020²), le FOMC indique que la dynamique des salaires et des prix est loin de lui apparaître excessive à ce stade du cycle, notamment en regard de la cible officielle de 2%³.

¹ « [...] nos contacts dans les milieux d'affaires ou le monde agricole se montrent de plus en plus préoccupés par l'évolution de la situation entourant le commerce. Ces inquiétudes ont pu contribuer à la chute des indices de confiance des entreprises dans les enquêtes récentes, et pourraient se retrouver dans les publications économiques à venir ». Powell, J. (2019), Conférence de presse donnée à l'occasion de la réunion du Comité de l'*open market* du 19 juin.

² Glissements annuels du déflateur de la consommation privée hors énergie et alimentation (*Core PCE*) aux quatrièmes trimestres de 2019 et 2020.

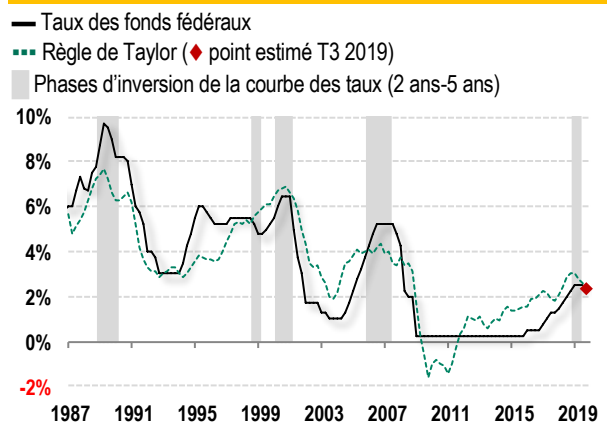
³ « [...] des membres du Comité ont indiqué leur préoccupation concernant le rythme auquel l'inflation peut revenir vers sa cible de 2% [...]. Les salaires augmentent [...] mais pas de manière telle que l'inflation puisse vraiment accélérer ». Powell, J., Ibid.

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Fin de cycle



Sources : Réserve fédérale, CBO, Refinitiv

De fait, les coûts salariaux unitaires (les salaires, primes et charges rapportés à la productivité) ont baissé au premier trimestre (-0,8% sur un an dans le secteur non agricole), ce qui n'est pas si fréquent et annonce une modération de l'inflation.

Dans une règle de Taylor (cf. encadré 3 et graphique 2), l'inflation gap (l'écart entre la hausse des prix observée et anticipée) basculerait en territoire négatif ; l'*output gap* (l'écart du PIB à son potentiel) indiquerait un relâchement des tensions sur les capacités. La Fed serait incitée, au minimum, à marquer une pause, plus vraisemblablement à baisser ses taux directeurs. Voyant bientôt ses vœux exaucés, le président des Etats-Unis, Donald Trump, aurait



pourtant tort de se réjouir : en devenant plus accommodante, la banque centrale obéit moins à ses injonctions qu'à la nécessité d'accompagner l'atterrissage, de plus en plus vraisemblable, de l'économie américaine.

■ Pas d'apaisement avec la Chine

En dépit d'une trêve obtenue le 29 juin au G20 d'Osaka et alors que les Etats-Unis viennent d'imposer de nouvelles taxes à la Chine⁴, tabler sur une modération de la politique commerciale américaine est vain. D'abord parce que le calendrier politique ne s'y prête pas. En campagne pour sa réélection en 2020, le président Trump escompte bien retirer de sa ligne dure un gain politique, le pari fût-il économiquement risqué. Ensuite et surtout parce que les relations commerciales sino-américaines ont profondément changé de nature au cours des dernières années, jusqu'à aboutir à une compétition désormais ouverte pour le *leadership* technologique.

Si les Etats-Unis conservent de l'avance, notamment dans les microprocesseurs, leurs chaînes de valeur intègrent une part croissante et désormais incontournable de composants chinois, telle que 85% des biens taxés entrent dans le processus de production des grands groupes américains (Lovely & Liang⁵). Le stéréotype d'échanges de textile ou d'appareils ménagers (chinois) contre des produits électronucléaires ou aéronautiques (américains), qui prévalait encore en 2001 lorsque la Chine a adhéré à l'Organisation mondiale du commerce, ne correspond plus à la réalité. En 2018, l'habillement, la chaussure, les articles de maison et de voyage ne représentent plus que 14% des achats américains à la Chine, un poids divisé par deux en vingt ans. Ils ont été supplantés par les équipements de télécommunication (premier poste d'importation) et de transports, les machines et autres appareils industriels, qui totalisent 30% des achats et se destinent à tous les usages, civils ou militaires.

Avec une telle redistribution des cartes, il est probable que les négociateurs américains, lorsqu'ils font face à leurs homologues chinois, se préoccupent moins du déficit que d'enjeux de cybersécurité ou de défense ; et lorsqu'ils se réunissent entre eux, les représentants du Pentagone « sont dans la salle⁶ ».

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

⁴ Le 10 mai 2019, la surtaxe appliquée depuis septembre 2018 à quelque USD 200 mds d'importations américaine en provenance de Chine était portée de 10% à 25%. Au total, ce sont USD 250 mds d'importations annuelles en provenance de Chine qui sont aujourd'hui taxés au taux de 25%.

⁵ Lovely M. E., Liang Y. (2018), *Trump taxation primarily hits multinational supply chains, harms US technology competitiveness*, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, May.

⁶ Cité par *The Economist* (2019) "A new kind of cold war", May 18th.

⁷ Taylor, J.B. (1993), *Discretion Versus Policy Rules in Practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, n° 39.

⁸ Adam Shapiro A., Wilson D.J. (2019), *The Evolution of the FOMC's Explicit Inflation Target*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, April 15.

3- Taux de la Fed, qu'indique la règle de Taylor ?

Etablie en 1993 par l'économiste américain John Taylor⁷, la règle éponyme relie le taux directeur de la banque centrale à l'évolution de l'inflation courante et anticipée, ainsi qu'à l'écart du PIB à son niveau potentiel (output gap). En notant :

i_{FF} : le taux directeur (taux des fonds fédéraux) de la banque centrale des Etats-Unis

y : le PIB réel (en log-niveau)

y^* : le PIB réel potentiel (en log-niveau)

π : le taux d'inflation instantané lissé

π_a : le taux d'inflation anticipé par la banque centrale

r^* : le taux réel neutre ou d'équilibre de court-terme.

Alors :

$$i_{FF} = r^* + \pi + 0,5 \cdot (\pi - \pi_a) + 0,5 \cdot (y - y^*)$$

Résultats

Si elle a le mérite de la simplicité, la règle de Taylor dépend de variables exogènes non directement observables et pouvant faire l'objet d'estimations diverses autant que fluctuantes. La validité empirique de ses coefficients (initialement fixés à 0,5) est aussi sujette à débat.

Malgré tout, la règle de Taylor décrit assez bien l'évolution du taux des fonds fédéraux depuis une trentaine d'années, notamment dans les phases de retournements (cf. graphique 2).

Au premier trimestre de 2019, l'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée hors énergie et alimentation, auquel la Fed se réfère souvent (cf. Shapiro & Wilson, 2019)⁸, ressort à 1,6%, un niveau inférieur à la cible de 2% comme à la tendance inflationniste de long-terme extraite au moyen d'un filtre de Hodrick Prescott (1,7%). Que l'on retienne celle-ci ou la cible de 2% pour évaluer l'inflation anticipée, l'inflation gap apparaît donc légèrement négatif ; le taux de Taylor dépend par ailleurs (et surtout) de l'hypothèse retenue pour le taux réel neutre ainsi que l'output gap.

Dans l'équation initiale de Taylor, le taux neutre est constant et ressort à 2% ; il est toutefois communément admis que celui-ci a baissé suite à la grande crise de 2008-2009, les projections à long-terme du FOMC le situant plutôt dans la zone de 0,5% à 1,5% (nous retenons pour l'exercice le chiffre de 1%). Les estimations de l'output gap pour l'année 2019 varient également : +1,1% selon le Congressional Budget Office (CBO), +1,4%, selon le Fonds monétaire international (FMI) ; -0,1% selon l'OCDE (Organisation pour le commerce et le développement économiques)

Selon les hypothèses retenues, le taux de Taylor s'établit finalement dans une fourchette de 2,5% à 3,3%.

Estimation du taux de Taylor, en % (T1 2019)

π (T1 2019)	1,6		
π_a	1,7		
r^*	1,0		
$y - y^*$ (2019)	CBO	FMI	OCDE
	1,1	1,4	-0,1
i_{FF}	3,1	3,3	2,5

