

La clé de la tendance économique est aux États-Unis sous contrainte politique

Les Français « savent » que leur pays est le centre du monde et les rebondissements répétitifs de la campagne présidentielle n'ont fait que renforcer ce sentiment. Le frisson au rendez-vous de la tentation de rejet général d'une frange majoritaire de nos compatriotes – si on en croit le résultat du premier tour – peut laisser croire que c'est dans nos urnes que l'avenir économique et financier de la planète est en jeu. On sait que l'affaire n'est pas aussi simple et que l'explosion de la zone euro – qui serait effectivement un facteur d'extrême fragilité pour le système financier international – ne viendrait sans doute pas de la politique mais simplement de la divergence démographique, sociale, fiscale et financière entre l'Allemagne, l'Italie et la France. Simplement de fondamentaux pour tout dire.

Le monde financier se tourne aujourd'hui plus vers les États-Unis que vers les sondages en France. La direction et, surtout, l'impulsion économique est toujours là.

Le diagnostic de la Fed face après un premier trimestre solide

La Réserve Fédérale réunit cette semaine son comité de politique monétaire. La banque centrale a initié à la fin de l'année dernière une politique de relèvement de ses taux directeurs après huit années sans hausse du loyer de l'argent à court terme.

Pour aller plus loin, elle doit s'appuyer sur un diagnostic économique qui est ce qu'attendent les agents économiques et les marchés financiers.

Le premier trimestre a montré des indicateurs retardés très solides. Le premier est le marché du travail, proche du plein emploi. Le deuxième vient des entreprises : pour les trois quarts des publications des compagnies composant les indices Standard & Poor's, les estimations des analystes financiers ont été dépassées. En revanche, les données instantanées sont plus mitigées : la production industrielle a été en baisse le mois dernier, les mises en chantier sont revenues sur un plancher, les prix de l'immobilier commercial stagnent. Les chiffres du crédit aux particuliers – assez représentatifs pour l'automobile et l'immobilier – sont en panne.

Inflation ? Absente. Marchés financiers et change dans le viseur des grands argentiers

La Fed doit ainsi présenter une analyse qui tienne compte de la modération du cycle – confirmé toujours – mais, aussi, d'autres éléments.

Le premier est par construction l'inflation. De ce point de vue, tous les économistes y compris ceux de l'institut d'émission ont été pris en défaut : les salaires ne progressent que très peu et l'inflation « cœur » n'a pas donné de prolongement à l'impulsion donnée un moment par le rebond des cours du pétrole. Impulsion donnée un moment, dépassée désormais, car, la hausse du baril sur un an ou six mois va se réduire et la comparaison va même passer en négatif pendant l'été. On ne voit pas ce

qui pourrait pousser sérieusement la Fed à inverser sa politique monétaire sur la base d'anticipation inflationnistes.

Le deuxième élément tient aux marchés financiers. On peut s'étonner que des grands argentiers s'attachent à un indicateur d'anticipation (la Bourse, les taux à terme, les devises, ...) pour agir concrètement dans l'émission de monnaie. Mais l'effet richesse des indices boursiers autant que le coût de l'argent ou les changes influent sur les agents économiques. Les membres du conseil de la Fed ont souvent estimé que le niveau des actions était un facteur de risque et qu'il incitait à des hausses de taux d'intérêt. Évidemment, ils le disent aujourd'hui comme ils le disaient il y a deux, quatre ou cinq ans...

En revanche, la banque centrale joue directement sur le change et la baisse du dollar face à l'euro est aujourd'hui autant le reflet d'anticipations d'une hausse très modérée des taux directeur américain que du dynamisme économique qui joue plus que par le passé en faveur de l'Europe. On sait que Donald Trump a plusieurs fois estimé que le dollar était surévalué et, ainsi, un handicap pour l'économie américaine. Cela va-t-il peser sur les décisions d'un Réserve Fédérale indépendante ?

Réduire la taille du bilan de la Fed poserait la question du financement de l'État

La Fed ne doit pas seulement donner une analyse. Elle doit fixer un cap pour ses taux directeurs, encore au niveau très faible de 0,75 %. Il lui revient aussi de se prononcer sur l'évolution de ses prêts à l'économie : depuis la fin de 2014, le total de son bilan est inchangé au niveau de 4.500 milliards de dollars.

Les marchés financiers attendent deux hausses de 0,25 % des taux directeurs d'ici à un an. L'objectif est modeste, mais on aura compris que les effets possibles sur la devise américaine limitent l'exercice. Le rythme de croissance toujours faible et, surtout, une inflation de base sans doute sensiblement inférieure aux 2 % qui sont l'objectif de l'institut d'émission concurrente, tout cas à ne pas anticiper davantage.

Janet Yellen, la patronne de la Fed est davantage attendue sur la question du rachat d'actifs prêtés aux banques. En clair, sur une diminution de la monnaie émise. On a de la marge : le total du bilan de la Réserve Fédérale est passé de 800 milliards en

2009 à 4.500 milliards fin 2014. Depuis, les injections de monnaies ont été stoppées, mais les remboursements ont été réinvestis. Un rappel des liquidités se traduirait par une hausse des taux à long terme : l'État et les différents organismes dont il garantit finalement les emprunts devraient trouver sur les marchés financiers le financement de leurs dettes.

On voit bien ce qui freine aujourd'hui une action sur le bilan qui ne serait pas anormal à ce stade du cycle économie : le besoin de financement des mesures Trump.

L'économie va avoir besoin de liquidités soit pour financer les mesures Trump, soit pour compenser la déception de leur remise en cause

La clé de l'évolution monétaire passe ainsi par le Congrès et l'ampleur de son adhésion au programme économique et fiscal de l'administration présidentielle. Sur cette question, on n'est guère avancé : après l'échec parlementaire pour la réforme de santé, le président a présenté une réforme fiscale plutôt allégée. La Réserve Fédérale doit se garder des armes pour appuyer sur l'accélérateur de croissance en cas de rejet du plus gros des propositions sur lesquelles les agents économiques ont anticipé ; elle doit aussi éviter de compliquer le financement des mesures si le plus gros devait finalement être mis en œuvre.

On tient les limites du rappel des liquidités par la diminution du bilan de la Fed. La marge de manœuvre est réduite par la politique Trump, finalement qu'elle trouve le soutien du Congrès ou pas.

Il y a un dernier facteur qui a son importance : d'ici à juillet prochain, le président pourra proposer cinq nouveaux membres du directoire de la Fed (sur sept membres), dont le président et le vice-président. Sauf émergence de pressions inflationnistes avérée, la banque centrale n'a pas besoin de prendre en compte ce calendrier pour louer son rôle et soutenir l'économie tout en contenant une hausse du dollar. Mais, au-delà, une nouvelle pratique pour la Réserve Fédérale est dans les projets d'une partie des Républicains sinon du camp présidentiel. Une raison de plus pour anticiper une politique monétaire encore conciliante pour un moment.