

ECOWEEK

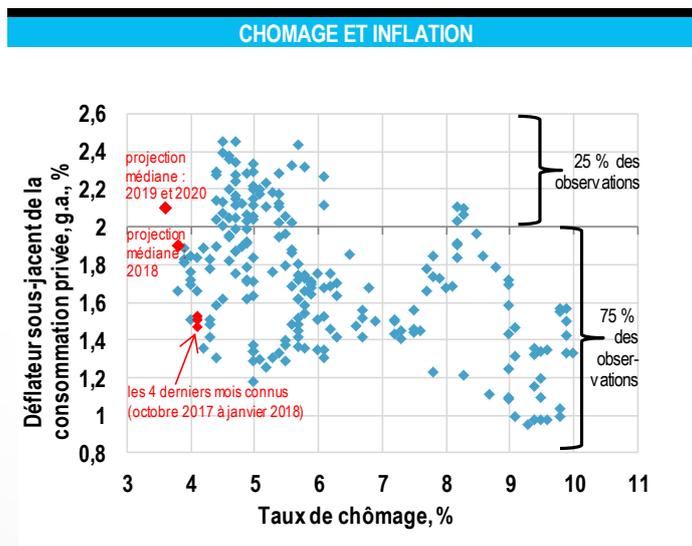
N° 18-12, 23 mars 2018

ÉTATS-UNIS: les (a)symétries de la Réserve fédérale

■ La Réserve fédérale américaine a une fonction de perte asymétrique : il est plus important d'éviter une récession qu'un risque de surchauffe ■ A cela s'ajoute la nécessité d'un objectif d'inflation symétrique : un dépassement temporaire de la cible d'inflation est acceptable ■ Compte tenu de l'incertitude entourant la relation chômage-inflation, le ton de la Fed reste prudent malgré des projections de croissance optimistes

La Réserve fédérale est face à une double asymétrie. La première est la fonction de perte asymétrique. Elle résulte, en grande partie, d'un choix de sa part puisqu'elle veut éviter de provoquer une récession (tant il est difficile de les juguler désormais). Dans sa conférence de presse de mercredi dernier, le président Powell a insisté sur la nécessité de ne pas resserrer trop vite la politique monétaire. Sinon, la hausse de l'inflation serait insuffisante et il serait plus difficile de lutter contre la prochaine crise lorsqu'elle se présentera. La deuxième asymétrie est imposée à la banque centrale. Comme le montre le graphique, depuis 2000, l'inflation sous-jacente est inférieure à 2 % dans 75 % des observations. Orchestrer une remontée de l'inflation vers la cible de 2 % semble être une tâche titanesque.

Face à cette double asymétrie, la réaffirmation de la nature symétrique de l'objectif d'inflation, comme l'a fait Jerome Powell mercredi, appelle une conclusion évidente, pour ne pas dire inévitable : accepter un dépassement temporaire de l'objectif d'inflation est le prix à payer si on veut éviter l'aspect le plus gênant de la fonction de perte (une récession), ce qui pourrait arriver en cas d'orientation prématurément restrictive de la politique monétaire. Une telle position semble d'autant plus sensée qu'il est difficile d'évaluer le niveau du taux de chômage naturel et que des incertitudes persistent concernant la relation chômage-inflation. Il est donc judicieux de prendre le risque d'une réapparition de la courbe de Phillips. Il est tout aussi logique d'éviter de donner l'impression qu'on est convaincu qu'elle va réapparaître. C'est ce qui explique les modifications déroutantes, de prime abord, des projections des membres du Conseil des gouverneurs : le taux de chômage médian en 2020 est désormais à 3,6 %, soit un niveau bien inférieur à la projection à long terme de 4,5 % tandis que les projections d'inflation PCE globale se situent à 2,1 %, légèrement au-dessus de la projection à long terme de 2,0 %. Personne ne semble croire en la résurrection de la courbe de Phillips. Tous ces facteurs expliquent la réaction apaisée des marchés obligataires : un dépassement temporaire de l'inflation ne va pas empêcher la Fed de s'en tenir à une approche graduelle et si le FOMC a des doutes sur la courbe de Phillips, pourquoi faire le pari inverse ? En fin de compte, le positionnement des marchés financiers est devenu aussi dépendant à l'égard des chiffres économiques que la politique de la banque centrale.



Sources: BLS, BEA, Réserve fédérale, BNP Paribas

William De Vijlder

p. 2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre & calendrier

p. 4

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco
WEEK

La banque
d'un monde
qui change