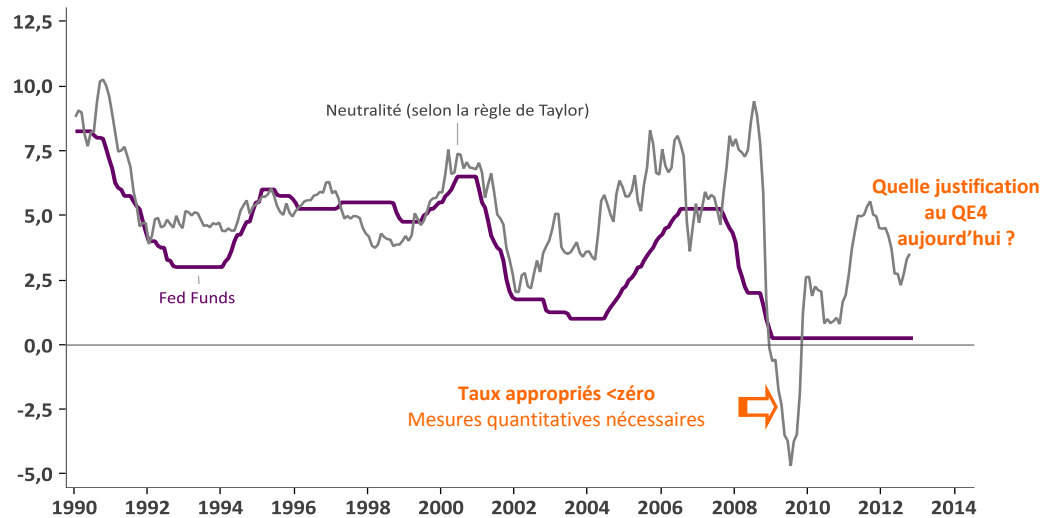


La Fed en fait-elle trop ?

Que les raisons qui ont poussé la Fed à décider une nouvelle extension de son bilan aient été suffisamment expliquées pour être comprises et satisfaire les marchés, est une chose. Que les choix qui ont été les siens soient les bons, est une toute autre question. Or, sur ce dernier point, les interrogations restent assurément plus nombreuses que les certitudes. Nous revenons ici sur les trois principales d'entre elles, à savoir :

- La situation conjoncturelle justifie-t-elle de nouvelles mesures quantitatives ?
- La Fed peut-elle être sur tous les fronts : croissance, immobilier, chômage et maintenant fiscal cliff ?
- Comment une telle politique prend-elle fin ?

Indicateur de neutralité de la politique monétaire et Fed funds

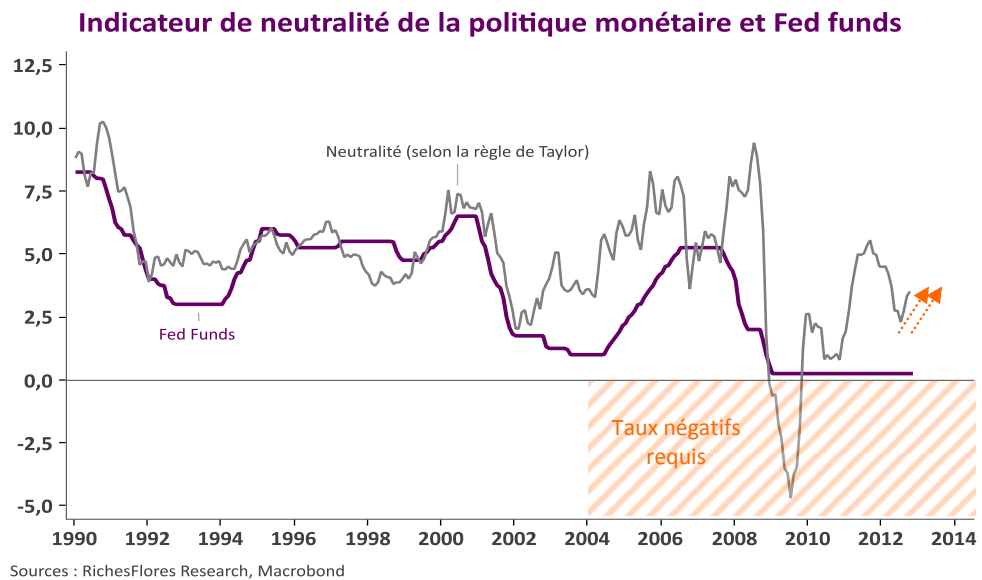


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La situation conjoncturelle justifie-t-elle de nouvelles mesures quantitatives ?

En communiquant sur la nécessité de redoubler d'efforts tant que le taux de chômage ne sera pas revenu sous le niveau de 6,5 %, la Fed a non seulement donné des précisions attendues sur les critères de sa politique future mais a clairement exprimé son insatisfaction à l'égard de la conjoncture présente. L'argument est difficilement contestable tant la situation des ménages reste fragile : les créations d'emplois piétinent, 150 000 par mois en moyenne au cours des trois prochains mois, et le taux de chômage a surtout reflué sous l'effet d'une baisse du taux de participation de la population active, retombé ces derniers mois à ses plus bas niveaux depuis le début des années quatre-vingts. Dans un tel contexte, la perspective d'un resserrement des conditions budgétaires, même réduit par rapport à ce qu'imposerait la loi, constitue un risque évident pour la croissance du début d'année.

Le besoin d'assouplir davantage les conditions monétaires n'est pourtant guère validé par les instruments traditionnels d'appréciation de politique économique. À ce titre et bien que tombée en désuétude dès lors qu'elle préconisait l'impossible, à savoir des taux d'intérêt négatifs, **la règle de Taylor nous donne aujourd'hui des signaux suffisamment contrariants pour que l'on s'y arrête**. Selon cette dernière, en effet, non seulement les conditions présentes ne justifient plus l'utilisation de politiques quantitatives (les taux d'intérêt appropriés étant largement au-dessus de zéro pourcent) mais le niveau des taux d'intérêt devrait tendre à s'accroître plutôt que l'inverse.

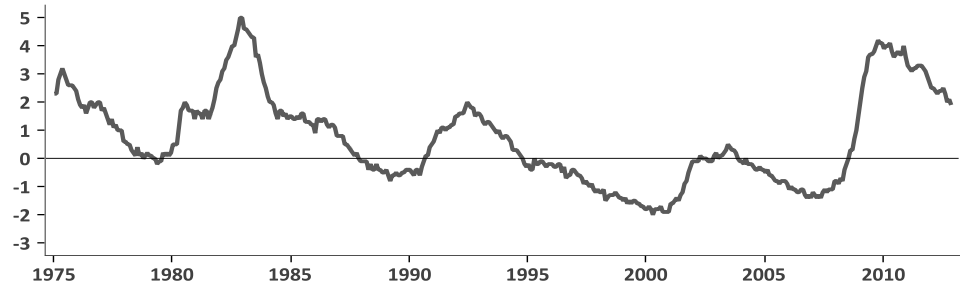


Cette situation s'explique par le fait que les écarts des taux de chômage et du taux d'utilisation des capacités à leur tendance de long terme, dont les évolutions combinées constituent un solide indicateur de l'écart de la croissance du PIB à son potentiel, se sont nettement réduits ces derniers trimestres. L'output gap de l'économie américaine aurait donc commencé à rétrécir ce qui, toutes choses

égales par ailleurs, réduirait le besoin d'assouplissement additionnel des conditions monétaires.

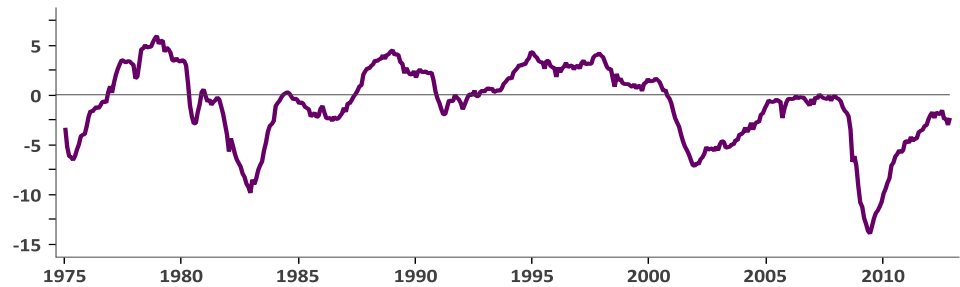
La situation présente n'a donc plus grand-chose à voir avec celle de 2009 ou du début 2010 au cours de laquelle l'extrême dégradation de la conjoncture appelait des taux d'intérêt négatifs et justifiait par là-même l'adoption de mesures non conventionnelles d'assouplissement quantitatif de la politique monétaire (achat de titres comme substitut à un impossible repli des taux en territoire négatif).

Ecart du taux de chômage à sa moyenne de long terme



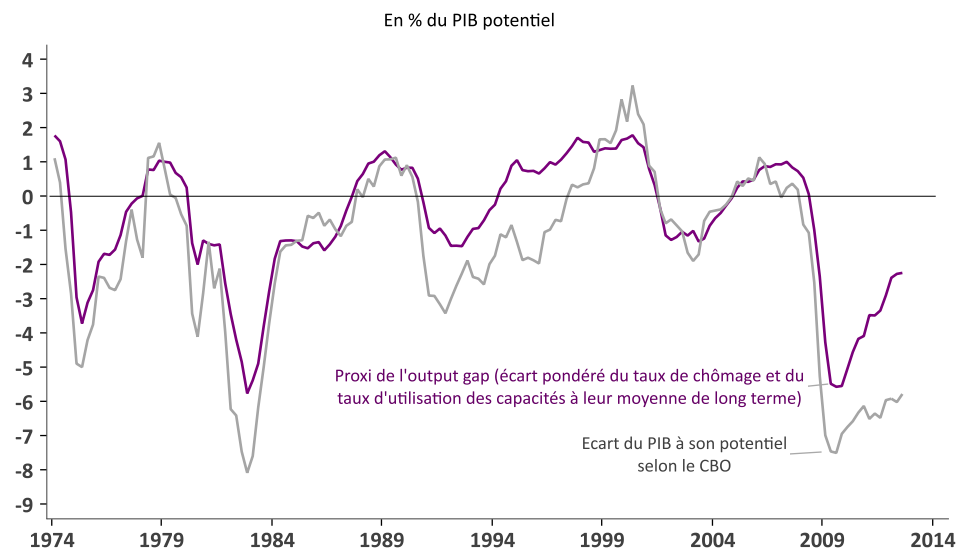
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ecart du taux d'utilisation de capacités à sa moyenne de long terme



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Output gap selon le CBO et selon le degré d'utilisation des ressources



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

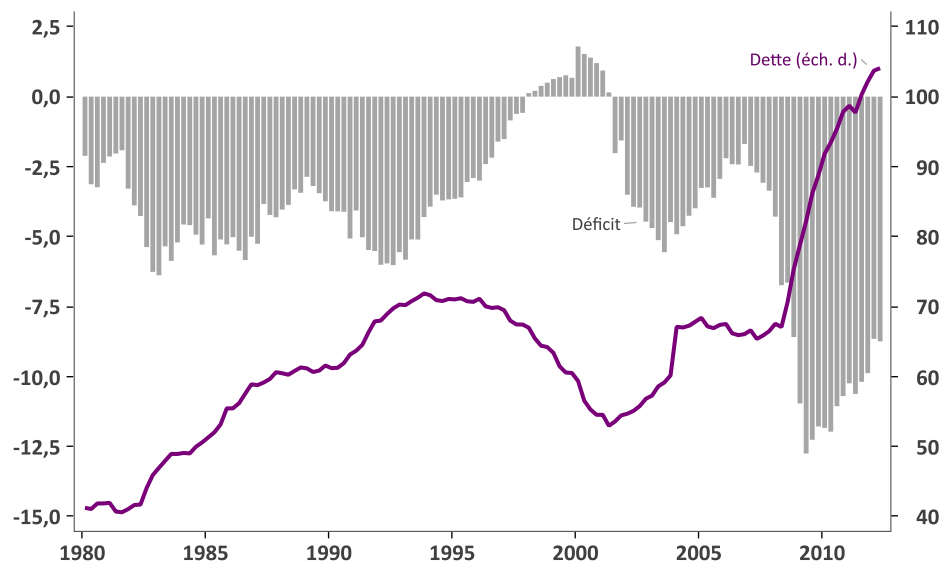
Si l'on comprend que cette situation ne soit pas antinomique à la politique de rachats de créances immobilières annoncée par la Fed au mois de septembre, dont le but est notamment l'assainissement des bilans bancaires, elle rend incontestablement plus difficile la justification du nouveau programme d'achat de titres du Trésor dont l'objectif affiché est celui d'exercer une pression baissière sur le niveau des taux d'intérêt. Cela nous amène directement à la seconde question.

La Fed peut-elle être sur tous les fronts : croissance, immobilier, chômage... et maintenant fiscal cliff ?

Il est assez clair que les inquiétudes de la Fed relatives à la menace exercée par le risque d'un resserrement fiscal trop précoce ont pesé lourd dans la décision du comité de politique monétaire de la semaine dernière. En achetant pour 45 milliards de dollars par mois de bons du Trésor, la Fed cherche à prévenir le risque conjoncturel lié au « fiscal cliff » en même temps que celui de tensions sur les taux d'intérêt à long terme en cas de négociations difficiles entre Républicains et Démocrates. Elle offre également davantage de temps au gouvernement pour amorcer l'assainissement des comptes publics.

L'initiative est assurément bienvenue en cette période d'incertitude sur les négociations budgétaires et le rehaussement du plafond de la dette à venir, et l'on aimerait qu'elle puisse inspirer les responsables politiques de ce côté-ci de l'Atlantique. **Elle pose cependant la question de savoir jusqu'où la politique de la Fed, après avoir fait déjà beaucoup pour contrer les effets dévastateurs des crises financières et immobilières, devra aller pour protéger maintenant l'économie américaine des retombées de sa mauvaise situation budgétaire.** Avec un déficit public de plus de 8 % du PIB encore en 2012, le chemin vers l'équilibre risque en effet de prendre plusieurs années et celui de la réduction nécessaire de la dette publique prendra dans le meilleur des cas plusieurs décennies...

Dettes et déficit publics américains en % du PIB



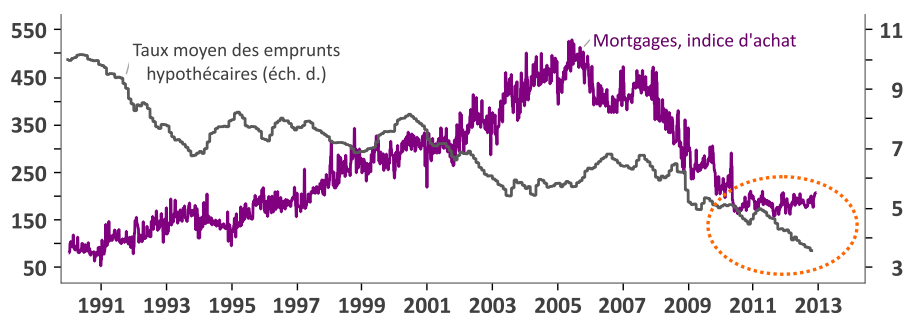
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Comment une telle politique prend-elle fin ?

À ce jeu, la banque centrale américaine risque d'avoir bien des occasions de poursuivre dans la voie qui est la sienne depuis l'automne 2008, à savoir une extension vertigineuse de son bilan, et ce ne sont pas les critères annoncés la semaine dernière qui la contraindront outre mesure. Il faudra en effet probablement une année pleine avant que le taux de chômage rebaisse sous le niveau de 6,5% à partir duquel elle pourrait, selon son engagement de la semaine dernière, modifier l'orientation de sa politique. Le critère d'inflation retenu est quant à lui suffisamment flou pour lui laisser toute la marge de manœuvre d'action supplémentaire si elle venait à le juger nécessaire. Or, les occasions pourraient ne pas manquer :

- Tout d'abord parce que le succès de la politique de bas taux d'intérêt et de faible pentification de la courbe des taux est loin d'être garanti, en témoigne, malgré la reprise du marché immobilier, la faible production de crédits hypothécaires dont le niveau stagne depuis près de trois ans.

Nouvelles applications de mortgages et taux d'intérêt hypothécaires



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- L'impératif américain se trouve du côté de la productivité et sur ce front les bénéfices de la politique de la Fed pourraient mettre du temps à se concrétiser.
- Enfin, la messe est loin d'être dite sur le plan fiscal au sujet duquel tout compromis avantageux pour la croissance à court terme se soldera par un report des échéances dans le temps et par de nouveaux dérapages significatifs de la dette.

La porte vers de nouveaux programmes de sauvetage monétaire est donc encore grande ouverte, toute la question étant de savoir jusqu'où cette politique pourra se poursuivre sans créer les conditions d'une crise de confiance potentiellement aussi dommageable que la crise financière de 2008, dès lors qu'il ne fait plus aucun doute que la Fed ne pourra se défaire du stock d'actifs accumulés à son bilan depuis cette dernière.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com