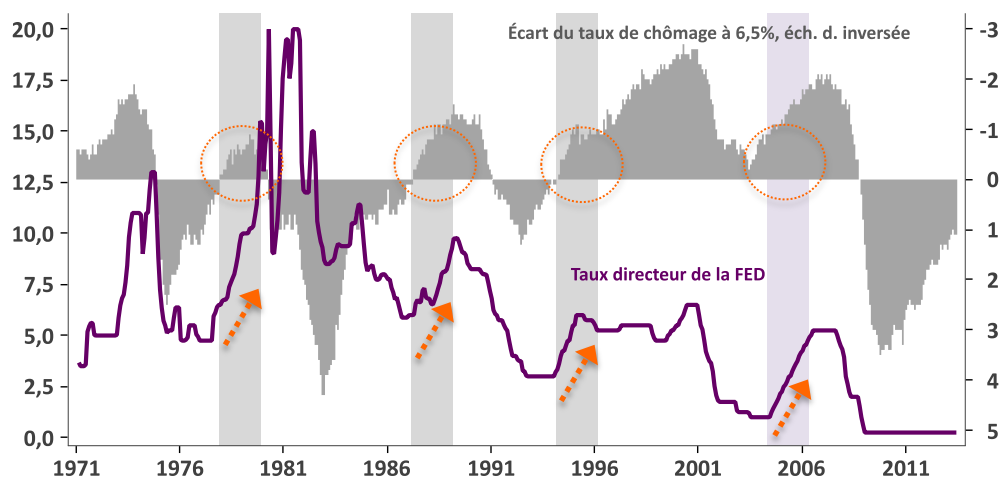


Bernanke et le piège d'un taux de chômage à deux visages

La dernière fois où l'économie américaine a franchi le seuil d'un taux de chômage de 6,5 % à la baisse, les États-Unis connaissaient une croissance de l'ordre de 3 %, les dépenses réelles des ménages progressaient à un rythme proche de 4 % par an, les créations mensuelles d'emploi frisaient les 300 000 et la croissance annuelle des salaires était légèrement supérieure à 2,5 %. C'était en mars 1994, ou, dans des conditions semblables, en mars 1987, voire en décembre 1977. Dans chacun de ces cas, le degré d'utilisation des ressources en main d'œuvre et en capital était proche de son potentiel et justifiait un durcissement plus ou moins marqué des conditions monétaires, qui chaque fois s'est traduit par un cycle de hausse des taux. L'épisode 2003-04 est assez différent. Non seulement le taux de chômage s'était installé sous la barre des 6,5 % depuis une dizaine d'années mais les signes avant-coureurs d'un risque de surchauffe étaient totalement absents du panorama conjoncturel. C'est ainsi, à la mi-2004 seulement, alors que le taux de chômage oscillait à un niveau moyen de 5,5 % que la Fed entama son cycle de hausse des taux. A posteriori, cet ajustement tardif fut considéré par beaucoup comme une erreur, en partie à l'origine de la formation de la bulle immobilière, dont on connaît aujourd'hui l'issue.

États-Unis : Taux directeur et écart du taux de chômage à 6,5%

Evolution des Fed Funds pendant les 24 mois suivant la baisse du taux de chômage sous les 6,5 % (bandes grises)



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ainsi, lorsqu'il y a quelques mois, la Fed dut donner des indications sur ce qui guiderait l'orientation future de sa politique monétaire, il ne fait aucun doute que ce niveau de 6.5% du taux de chômage est apparu suffisamment pertinent pour occuper une place de choix dans la gestion du dispositif de sortie de sa politique quantitative.

Les interrogations sur la justesse de ce choix n'en restent pas moins entières, car derrière un même taux de chômage pourrait bien se cacher, aujourd'hui, une situation beaucoup plus fragile que celles habituellement observées dans des circonstances passées, apparemment semblables.

6,5 %, les deux faces d'un même taux de chômage

Selon nos estimations, le taux de chômage américain refluerait à 6.5 % dans le courant du deuxième trimestre 2014. Or, ni nos prévisions de croissance ni celles d'emploi ne suggèrent de réelle embellie de la situation économique américaine d'ici ce terme. Dans notre scénario, le PIB réel ne s'accroîtrait pas de plus de 1.7 % en moyenne cette année, la croissance fin 2013 n'excédant pas 1,8 % l'an, soit à peine deux dixièmes de plus qu'à la fin du premier trimestre. Nous avons par ailleurs réduit nos prévisions pour 2014 d'un demi-point à 2.2 % en moyenne (2,3 % T4/T4) tandis que, faute de gains de productivité suffisants, nos prévisions d'emplois n'envisagent qu'un retour progressif vers un niveau durablement supérieur à 200 000 créations par mois, au second semestre 2014 (voir à ce sujet [« Scénario 2013-2014 »](#) du 18 juin 2013 et [« Économie américaine, ne nous emballons pas ! »](#) du 5 juin 2013).

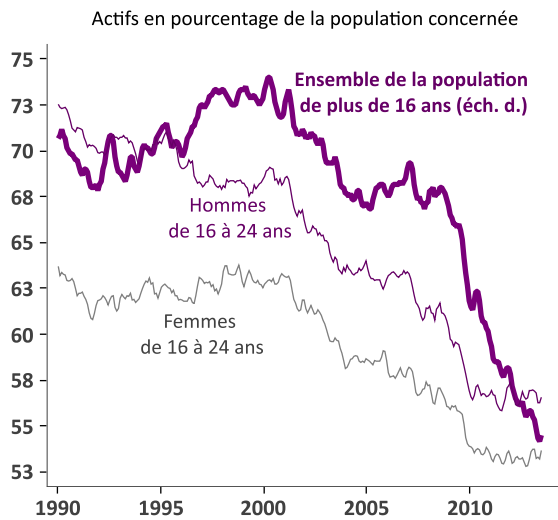
C'est donc sur un autre facteur que repose notre anticipation d'un repli à 6.5% du taux de chômage, à savoir le maintien à faible niveau du taux de participation de la population active en réponse à un marché de l'emploi dégradé et beaucoup moins offrant. La prévision d'un tel indicateur n'est, certainement pas la moins risquée, se pencher sur le sujet permet toutefois de mieux comprendre le dilemme auquel la Fed risque de se confronter dans les prochains mois.

Au cours des cinq dernières années, le taux de participation des plus de seize ans s'est effondré aux États-Unis, passant de plus de 66,5 % fin 2006 à moins de 63,5 % aujourd'hui. Plusieurs raisons expliquent cette évolution défavorable :

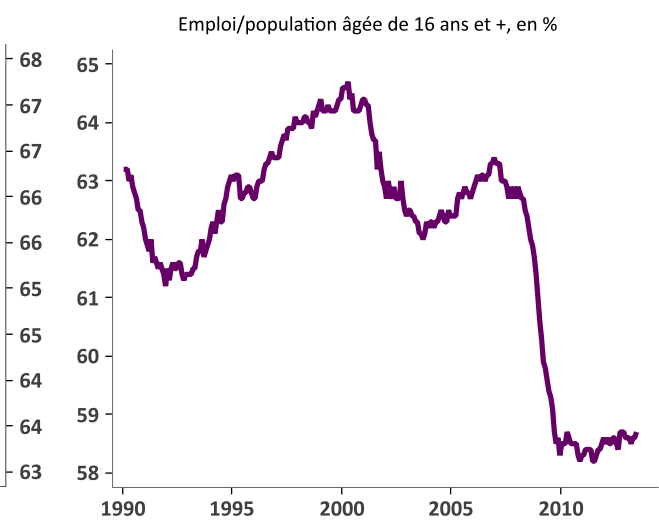
- La première tient à la dégradation du marché de l'emploi. Ainsi, le taux d'emploi, qui mesure le nombre de postes en pourcentage de la population de plus de seize ans, s'est affaissé de 63 % fin 2006 à 58,7 % au mois de juin de cette année. Ce mouvement est considérable, correspondant, à titre d'illustration et selon nos estimations à champs comparables, à une chute plus de deux fois supérieure à celle enregistrée dans le cas français au cours de la même période. De tels phénomènes lorsqu'ils se produisent ont généralement pour effet de décourager les postulants à la vie active. Les jeunes, souvent les plus impactés par la réduction de l'offre d'emploi, ont vu leur taux de participation chuter de plus de six points depuis la fin 2006.

- La deuxième tient à la disparition de nombreux emplois peu qualifiés, que concentrent traditionnellement les métiers de la construction et du commerce de détail, les plus affectés par les retombées de la crise financière.
- La troisième est la conséquence du vieillissement de la population et la proportion croissante des retraités dans la population totale, que la mesure officielle du taux de participation n'exclue pas, cette dernière rapportant le nombre d'actifs à l'ensemble de la population américaine de 16 ans et plus.

Taux de participation de la population à la vie active

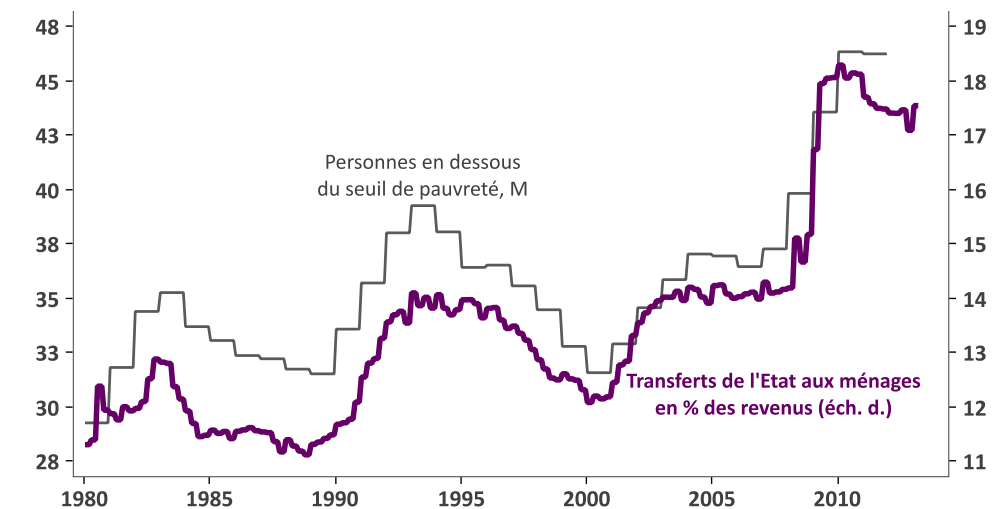


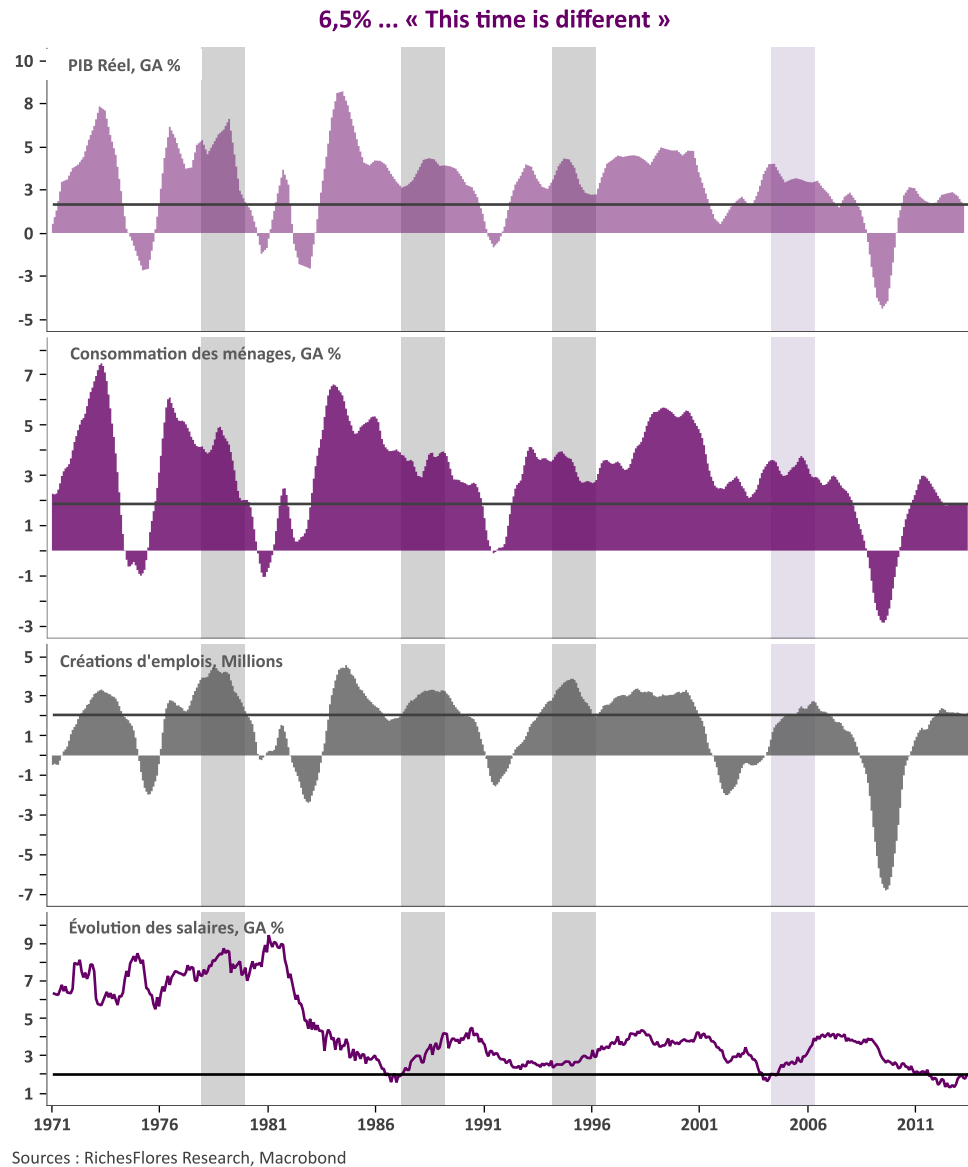
Taux d'emploi de la population de 16 ans et +



Derrière le reflux encourageant du taux de chômage se dissimule donc une situation encore très largement critique que révèlent à la fois des indicateurs économiques beaucoup moins encourageants que ceux observés durant les périodes comparables des cycles passés (voir page suivante) et un taux de pauvreté de la population toujours proche de ses plus hauts niveaux historiques.

Pauvreté et transferts sociaux aux Etats-Unis





L'histoire n'est pas encore dite

Dans un tel contexte l'exercice de normalisation des conditions monétaires a tout lieu de se révéler très risqué. Mettre un terme effectif à la politique quantitative est susceptible de se solder par une remontée encore très importante des taux d'intérêt à en juger par l'écart aujourd'hui observé entre ceux-ci et le taux de croissance nominal de l'économie. Toute la question est donc de savoir si l'économie américaine pourra ou non faire face à ce choc. Il y a dès lors deux interprétations possibles aux propos tenus par Ben Bernanke lors de sa dernière conférence de presse post réunion du FOMC du mois des 18-19 juin.

- La première consiste à voir dans ces annonces le début d'une normalisation de la situation économique américaine, dorénavant suffisamment solide pour ne plus avoir besoin de la perfusion que représentent les injections exceptionnelles de liquidités de la part de la banque centrale et pour pouvoir

faire face au renchérissement du loyer de l'argent qui en découlera forcément. Ce changement de politique monétaire mettrait en quelque sorte un point final à la crise amorcée en 2007 et serait à classer du côté des bonnes nouvelles. Subordonné à une croissance conforme aux attentes de la Fed, soit respectivement 2,5 % à la fin de l'année 2013 (T4/T4) et 3,3 % fin 2014 (T4/T4), ce scénario serait assurément de bon augure pour les perspectives américaines, le cours du dollar - soutenu par la double perspective d'une augmentation de l'écart de croissance avec le reste du monde développé et d'une amélioration des rendements - et pour les marchés d'actions, malgré leur réaction immédiate.

- La seconde consiste à voir dans ces déclarations le fruit d'une précipitation trouvant son origine dans les distorsions au sein du *board* de la Fed à l'égard d'une politique jugée responsable de la formation de bulles spéculatives et/ou dans la volonté de préparer le terrain pour le successeur de Ben Bernanke, dont tout laisse penser qu'il aura à gérer un changement de politique courant 2014. Dans ce second cas, la probabilité que la Fed procède à un changement imminent de sa politique monétaire serait alors tout à la fois aléatoire et assortie des risques associés à une réduction trop précoce du soutien monétaire à la croissance. Les conséquences sur les marchés financiers ne seraient bien évidemment pas les mêmes que dans le premier cas de figure. On pourrait en particulier redouter une volatilité accrue des marchés de taux, du cours du dollar et des marchés d'actions, allant de pair avec une élévation du risque pour l'économie américaine...et le reste du monde.

Notre analyse de la situation nous incite toujours à privilégier ce second scénario avec pour principales conclusions :

- 1- Que la Fed ne passera pas à l'acte aussi rapidement que ne l'escomptent aujourd'hui les marchés et que si elle venait à le faire, les perspectives américaines, comme celles de l'économie mondiale, en seraient, en retour, fortement affectées,
- 2- Que les taux à long terme américains devraient donc rebaisser par rapport à leurs niveaux présents pour revenir, au moins temporairement, dans la zone de 2 ¼ %,
- 3- Que le cours du dollar devrait être amené à s'affaiblir par rapport à ses niveaux actuels,
- 4- Que l'environnement pour les marchés d'actions, bien que protégé de hausses de taux, entame une période beaucoup plus instable au cours de laquelle les résultats des entreprises ont tout lieu de reprendre le dessus sur l'évolution des cours.

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