19 août 2013

CONJONCTURE

L'enjeu de la prochaine réunion de la Fed : temporiser

« La question n'est plus celle de savoir si la Fed s'apprête à réduire ses injections de liquidités mais de combien ?». C'est en ces termes que la plupart des observateurs analysent aujourd'hui la situation, à un mois tout juste de la prochaine réunion du FOMC. Le fait est qu'une marche arrière semble dorénavant difficilement envisageable. La Fed a en effet probablement obtenu ce qu'elle souhaitait, à savoir, l'amorce d'une normalisation du niveau de taux d'intérêt à long terme et un début de réallocation des flux d'investissement que de nombreux responsables monétaires appelaient de leurs souhaits. Invalider les anticipations aujourd'hui à l'œuvre provoquerait dès lors plus de désordre qu'autre chose. Il n'en reste pas moins, qu'aucune des statistiques économiques à partir desquelles les marchés ont consolidé leurs anticipations ces dernières semaines n'est véritablement convaincante d'une meilleure santé retrouvée de l'économie américaine (voir infra). Les signes de fragilité sont ainsi bien trop nombreux pour assurer que l'économie ait la capacité à faire face à une normalisation de ses conditions de financement. Par le passé, il fallait environ neuf mois pour mesurer les effets des hausses de taux directeurs sur l'activité. Ce laps de temps est probablement plus court aujourd'hui mais, malgré la confiance affichée des marchés, il est assez peu probable que nous soyons d'ores et déjà en mesure de dire si la hausse des taux intervenue depuis le début de l'été est véritablement indolore.

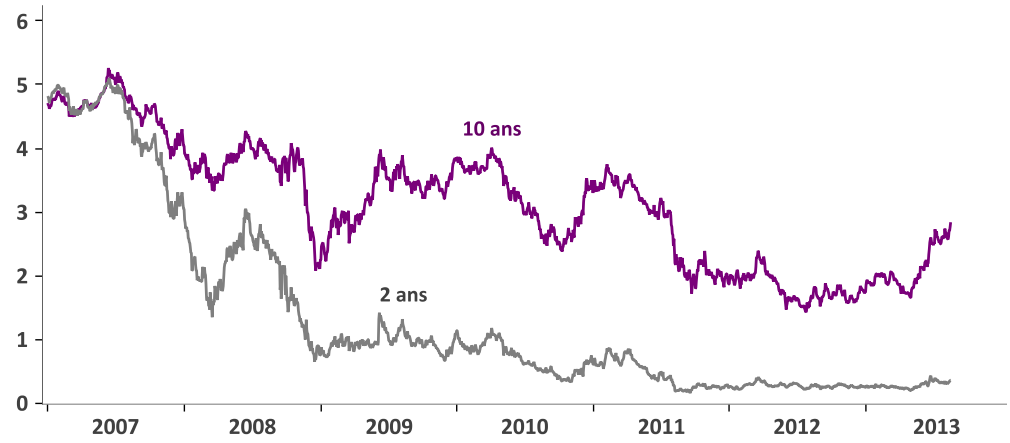
Dans de telles conditions, **la Fed devra calmer le jeu et fermer la porte à toute remontée intempestive supplémentaire des taux d'intérêt**. **Ce sera tout l'enjeu des décisions du FOMC des 17 et 18 septembre et de la communication qui s'ensuivra : temporiser sans défaire l'intégralité de ce qui a été fait depuis le mois de juin**. La Fed dispose de plusieurs moyens pour y parvenir :

- en annonçant par exemple une réduction effective de ses achats de titres à partir d'une date ultérieure, novembre par exemple,
- en décidant une réduction minimale de ses achats, de 85 milliards actuellement à 75 milliards par exemple, soit une réduction de 10 milliards au lieu des 20 milliards aujourd'hui anticipés par le marché,
- elle pourrait également se garder de préciser les montants mensuels de ses achats et se limiter à l'annonce d'un objectif à terme, soumis à conditions.

La Fed dispose donc d'une grande latitude pour reprendre le contrôle des marchés de taux et réduire ainsi les risques assortis à la poursuite d'une remontée du coût du

crédit qui, sans aucun doute, apparaît trop rapide depuis le début de l'été. Nous continuons par conséquent à privilégier un retour des niveaux de taux dans la zone des 2,30% - 2,50% dans le sillage de la réunion du mois de septembre, avant la reprise d'un mouvement haussier plus graduel en 2014 (voir à ce sujet *« Économie américaine, ne nous emballons pas ! »* du 5 juin 2013 et *« Scénario 2013-2014 »* du 18 juin 2013), ainsi qu'un aplatissement proportionnel de la courbe des taux 2-10 ans.

Rendement des emprunts d'Etat américains, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Économie américaine : les raisons de la prudence

L'enthousiasme des marchés financiers sur la situation économique américaine depuis le début de l'été apparaît largement surfait au regard de ce qu'ont été les statistiques publiées ces dernières semaines. Nous revenons ici sur les principales informations de l'été.

Une réévaluation du PIB de 560 milliards mais un profil conjoncturel inchangé

Les changements méthodologiques introduits fin juillet par le bureau d'analyse économique en charge de l'élaboration des comptes nationaux modifient à plusieurs titres la comptabilité américaine. Conforme aux directives internationales, les nouvelles normes visent principalement à introduire l'apport de la propriété intellectuelle à la formation de capital fixe (investissement) et donc à celle de la valeur ajoutée. Les activités de recherche et de création artistiques, jusqu'alors exclues du champ de la valeur ajoutée en font dorénavant partie. Ces nouvelles normes, appliquées aux comptes nationaux depuis 1929, modifient assez sensiblement l'estimation du produit intérieur brut, de l'investissement et des revenus des ménages. Elles s'accompagnent par ailleurs de plusieurs autres changements comptables inhérents à la prise en compte des activités de services des banques commerciales ; aux transactions sur les retraites à prestations définies (Defined Benefit Pension) ; à l'inclusion des frais de transfert de propriété résidentielle autres que financiers à l'investissement des ménages et au changement de l'année de base des comptes

nationaux, dorénavant établis sur l'année 2009, au lieu de 2005. Il résulte de l'ensemble de ces modifications :

- une réévaluation du produit intérieur brut à prix courants oscillant entre 300 milliards de dollars pour 2002 et 560 milliards pour l'année 2012, soit une révision de 3,5 % pour cette dernière année.

Origine des révisions apportées aux comptes nationaux pour l'année 2012, En Mds USD, à prix courants

Ensemble des révisions	559.8
Changements méthodologiques	526.0
Capitalisation des dépenses de recherche et développement	396.7
Capitalisation des créations artistique, littéraires et de loisirs	74.3
Élargissement des frais de transaction immobilière inclus dans l'investissement fixe	42.3
Comptabilité d'exercice des programmes de retraite à prestations définies.	12.6
Changements d'origine statistique	33.8

Source : US Bureau of Economic Analysis, 31 juillet 2013

- Une réévaluation des revenus des ménages de plus de 300 milliards de dollars pour 2012 (2,3 % par rapport à l'estimation antérieure) consécutive à la prise en considération de revenus supplémentaires issus de l'actualisation des pensions à prestation définies, avec pour effet un gonflement du taux d'épargne de 1,5 points en moyenne l'an dernier.

Ces changements méthodologiques arrivent à point nommé. Ils réduisent de facto les ratios d'endettement public et privé et ont également conduit à une très nette révision de la croissance du PIB pour l'année 2012, cette dernière ressortant post-révision à 2,8 %, contre 2,2 % auparavant.

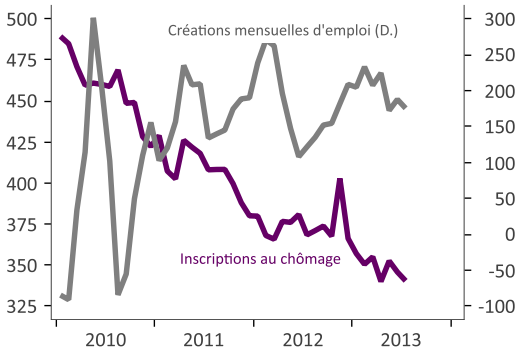
Cependant, pour importantes qu'elles soient sur le plan méthodologique, ces nouvelles normes comptables ne modifient pas la donne conjoncturelle. La révision à la hausse de la croissance de l'année passée suggère un moindre output gap que précédemment estimé et la réévaluation du taux d'épargne permet de ré-estimer la capacité des ménages à faire face au choc fiscal du début d'année. Le profil conjoncturel n'est toutefois pas meilleur qu'auparavant. Ainsi, la croissance du premier trimestre n'a finalement pas excédé 1,1 % en rythme annualisé (contre 1,8 % selon l'ancienne méthode) et celle du deuxième est pour l'instant estimée à 1,7 %. Toutes choses égales par ailleurs, ces nouvelles estimations ont pour effet d'abaisser légèrement notre prévision de croissance 2013, à 1,4% contre 1,6 % précédemment.

Les indicateurs conjoncturels restent mitigés ou sujet à caution

Or, les indicateurs les plus récents ne nous incitent pas à revoir à la hausse nos prévisions pour le second semestre. A la lecture invariablement positive des dernières publications par les marchés financiers, nous opposons, en effet, une analyse nettement plus conservatrice. Revenons sur les principales d'entre elles.

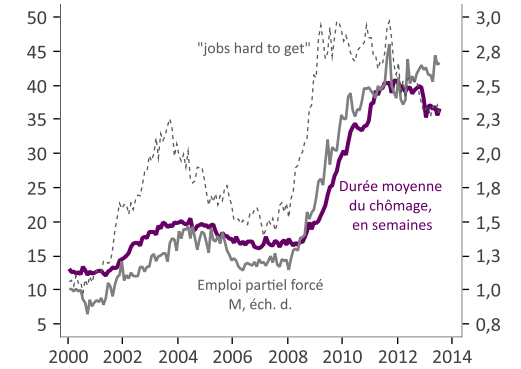
- **Les inscriptions hebdomadaires au chômage** sont en net repli, mais voilà plus d'un an que cette statistique est totalement dé-corrélée des créations d'emploi. Depuis le début 2011, les premières ont baissé de plus de 100 000, le rythme des créations d'emplois n'a, pour autant, pas bougé. De nombreuses raisons peuvent expliquer cette déconnexion mais le découragement persistant des postulants à la recherche d'un emploi reste l'explication la plus plausible, à en juger par :
- l'absence d'amélioration de la perception des ménages sur la situation du marché de l'emploi que révèle l'enquête du Conference Board à travers son indicateur « jobs hard to get »,
- la durée du chômage, qui stationne toujours sur des niveaux proches de leurs plus hauts historiques,
- la stagnation du taux de participation de la population active, qui est toujours sur ses plus bas.

Nouvelles inscriptions au chômage et créations d'emploi, en milliers, mm3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

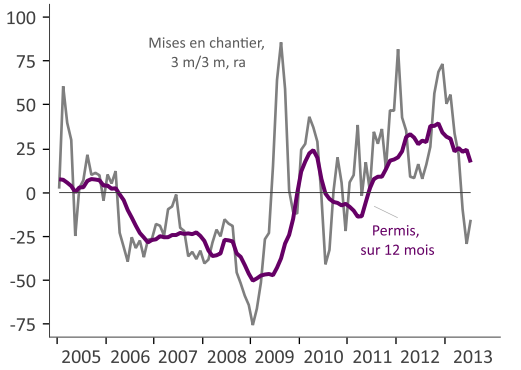
Indicateurs du marché de l'emploi



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- **La hausse des mises en chantier de logement de juillet** n'a pas permis de compenser les pertes des deux mois antérieurs. En moyenne sur 3 mois, l'indicateur s'inscrit en repli de 15,5 % annualisés, quand la tendance sur douze mois des nouvelles mises en chantier et des permis de construire suggère une incontestable modération de l'activité du secteur pour les prochains mois.

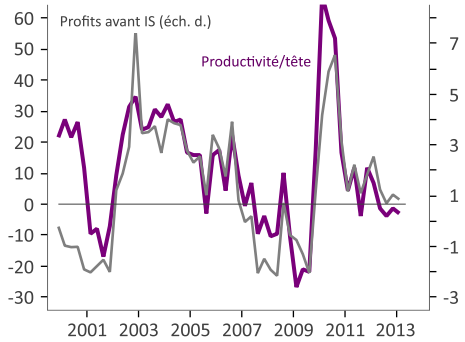
Mises en chantier de logement, variations en %, mm3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- **La croissance de la productivité s'est ressaisie au deuxième trimestre**, affichant une hausse de 0,9 % en rythme annualisé par rapport au premier trimestre. Non seulement cette augmentation reste très modérée mais, sur douze mois, la tendance est toujours en léger repli, autorisant tout juste une stabilisation de la croissance des bénéfices des entreprises non financières avant IS.

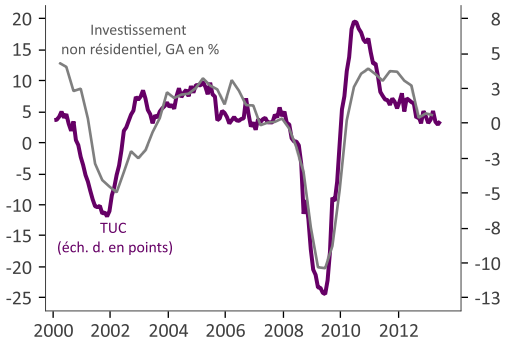
Productivité et profits réels des entreprises non financières, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Difficile dans de telles conditions d'envisager une amélioration notable du marché de l'emploi ou de l'investissement, à un moment où, par ailleurs, la stagnation du taux d'utilisation de capacités ne sollicite guère les dépenses d'investissement.

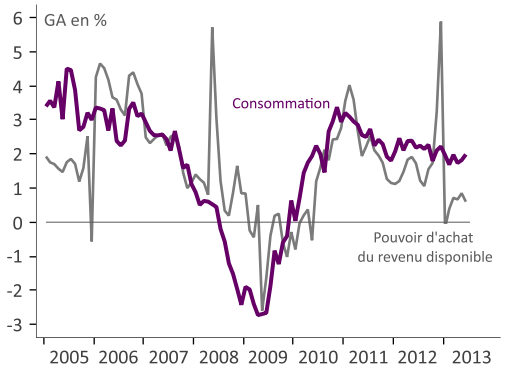
Variation annuelle du taux d'utilisation des capacités industrielles et de l'investissement non résidentiel



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Enfin, **les dépenses de consommation des ménages** sont ressorties en hausse pour le troisième mois consécutif en juillet ce qui marque incontestablement une amélioration par rapport aux premiers mois de l'année. Toutefois, l'étroitesse des gains de pouvoir d'achat empêche toujours d'envisager une nette ré-accélération de la consommation à brève échéance.

Pouvoir d'achat et consommation des ménages



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Cet ensemble conjoncturel, toujours marqué par la fragilité, n'autorise probablement pas de renchérissement important du coût du crédit. Il justifie notre point de vue sur la politique de la Fed et la nécessaire temporisation du mouvement de normalisation des taux à long terme.

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