



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :

www.richesflores.com

22 novembre 2013

Sommaire

Les trois raisons pour lesquelles nous ne croyons pas à la fin du QE

Combien de temps tiendront les derniers verrous de Francfort ?

Les trois raisons pour lesquelles nous ne croyons pas à la fin du QE

Les déclarations de B. Bernanke et la publication des minutes du dernier comité FOMC ont effacé les doutes nés du changement de communication de la Fed du 18 septembre et renforcé les anticipations d'une réduction de ses achats d'actifs, dorénavant largement anticipé pour le mois de mars. Nous restons dubitatifs par rapport à ce consensus, ceci pour trois raisons essentielles. La première tient à notre perception des tendances en cours de l'économie américaine, au sujet de laquelle nous ne voyons guère se profiler l'amélioration qui permettrait de satisfaire les objectifs affichés de la Fed en matière de croissance ou d'inflation dans les prochains mois. La seconde tient à l'effet incontournable d'une réduction du QE sur l'évolution des taux d'intérêt à long terme, à laquelle une économie encore fragile ne résisterait pas. Revenons sur chacun de ces points.

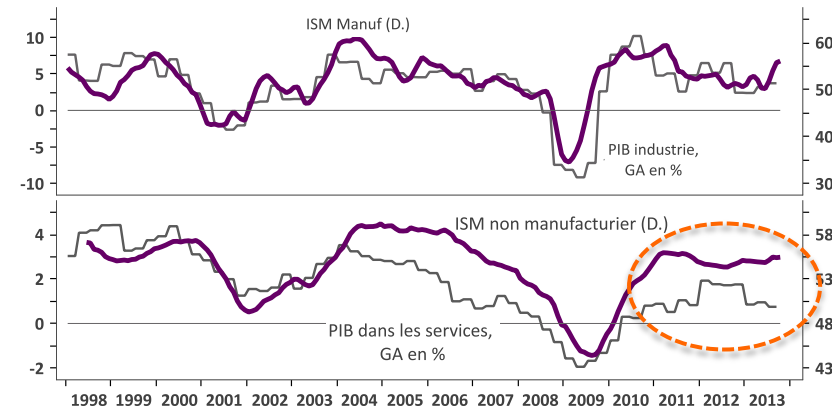
L'amélioration du contexte conjoncturel reste à prouver

Si la situation actuelle n'est pas alarmante, la garantie d'une amélioration est encore loin d'être établie. Les arguments généralement mis en avant pour justifier les attentes d'une embellie de la conjoncture -ISM, immobilier et investissement des entreprises- sont encore très largement discutables.

1- **Les signaux positifs délivrés par l'ISM.** C'est incontestable, l'ISM a fortement rebondi. À 56,1 en moyenne au cours des trois derniers mois dans le secteur manufacturier comme dans les services, cet indicateur a renoué avec ses niveaux les plus élevés depuis le début de l'année 2011. Sommes-nous sûrs néanmoins que les résultats de cette enquête soient aussi fiables que par le passé ? La déconnexion croissante entre l'indice non manufacturier et la croissance du secteur des services pose incontestablement question. À 55 points en moyenne au cours des douze derniers mois, l'ISM non manufacturier aurait suggéré une croissance de l'ordre de 3 % l'an dans les services par le passé, or cette dernière n'excède pas 0,75 % au troisième trimestre. La pertinence de cet indicateur comme témoin de l'activité réelle

s'est, en effet, nettement dégradée depuis le début des années 2000. Si nous n'avons pas toutes les clés d'explication de ce phénomène, une chose est sûre, la croissance dégagée par le secteur tertiaire reste anormalement faible depuis la fin de la récession.

L'ISM américain, une fiabilité variable selon les secteurs



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le sujet est naturellement de toute première importance pour une économie dont la dynamique économique a, avant tout, résulté de l'essor des services depuis la seconde guerre mondiale. Avec 95 millions d'emplois, contre 12 millions dans l'industrie, même une ré industrialisation accélérée de l'économie américaine ne parviendrait pas à compenser le manque à gagner occasionné par l'inertie actuelle des activités de services. En d'autres termes, un retour à la normale dans le tertiaire est incontournable pour assurer une reprise plus solide. On force est de constater que nous n'y sommes pas.

2- **La bonne tenue de l'immobilier.** La confiance à l'égard de ce secteur est pour le moins surprenante dans un contexte où quasiment tous les indicateurs, à l'exception des prix, se sont retournés : au-delà du chiffre des ventes publiés cette semaine, mises en chantier, permis de construire et promesses d'achats se sont, en effet, fortement dégradés ces derniers mois. La croissance de l'indice NAHB est également en net repli sur douze mois, ce qui préfigure

habituellement une baisse de la croissance de l'investissement immobilier. On ne peut, à ce titre, qu'être très prudents à l'égard de la première estimation d'une progression de 15% en rythme annualisé des dépenses d'investissement résidentiel publiée avec les chiffres du PIB du troisième trimestre. Que les prix continuent de grimper dans un tel contexte est dès lors non seulement insuffisant pour convaincre d'une bonne santé retrouvée du secteur immobilier mais, à certains égards, préoccupant...

Indicateurs de l'activité immobilière, GA en %

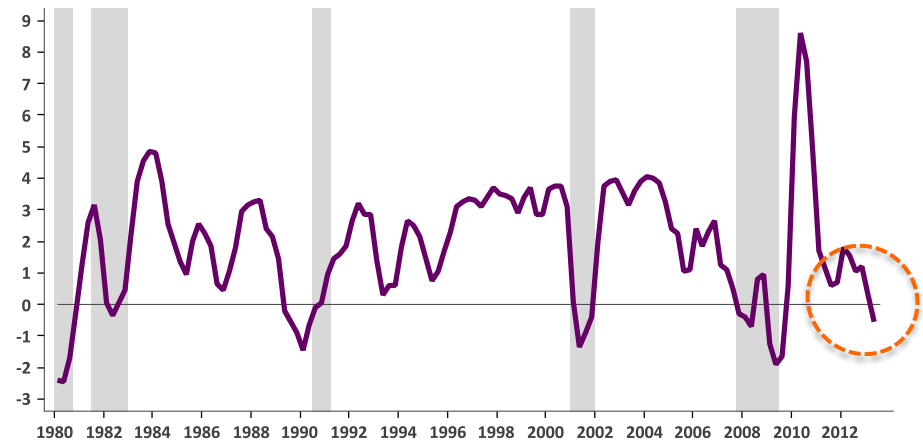


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

3- **La confiance dans l'investissement des entreprises.** La prévision d'une consolidation de la croissance par une reprise de l'investissement des entreprises est très largement répandue parmi les économistes américains. Nous sommes, sur ce point également, beaucoup plus réservés. Non seulement, en effet, parce que l'affaîssement des gains de productivité des derniers trimestres n'est guère propice à une telle amélioration mais également parce que la situation des PME reste particulièrement fragile, ainsi qu'en témoigne le bas niveau persistant de l'enquête NFIB qui ne parvient toujours pas à sortir du canal étroit dans lequel elle oscille depuis plus de deux ans maintenant. Or, ces dernières concentrent une très large partie des dépenses d'investissement en capital de l'économie américaine qui, sans accélération, rend bancale toute perspective d'amélioration durable du marché de l'emploi et de retournement du taux de participation sans laquelle la

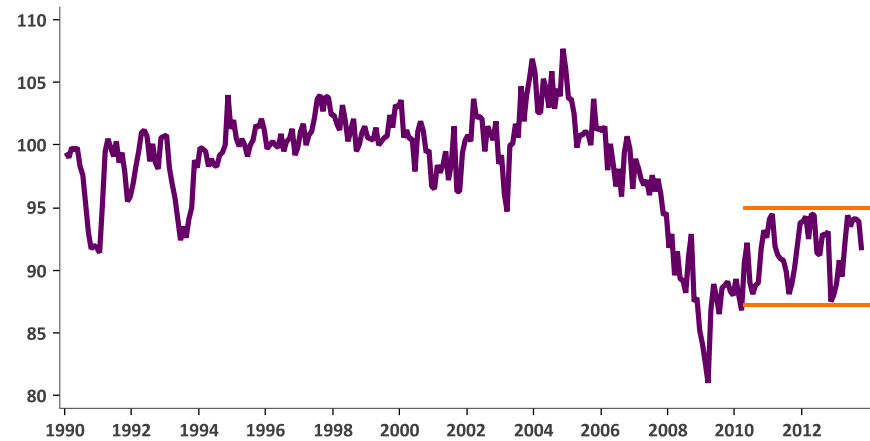
conviction d'une réelle amélioration de l'économie américaine ne sera pas acquise.

Croissance annuelle de la productivité par tête, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indice NFIB du climat des affaires dans les PME



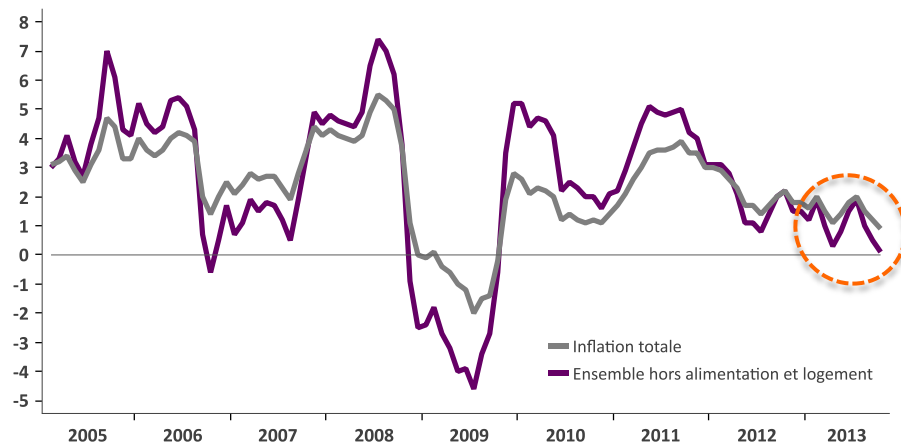
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'ensemble est donc loin d'assurer l'embellie conjoncturelle que le consensus intègre aujourd'hui et il faudra, au mieux, plusieurs mois pour qu'éventuellement ces tendances redeviennent plus convaincantes.

L'inflation est beaucoup trop faible

Les résultats en matière d'inflation ne sont pas plus favorables à un changement de cap imminent de la politique de la Fed. Peut-on en effet envisager que la Fed abaisse son QE avec une inflation annuelle de 0,9 %, alors que son objectif est de 2,0 % ? Non seulement nous sommes très loin de ce niveau mais les dernières statistiques ne vont assurément pas dans la bonne direction : au cours des douze derniers mois, le taux d'inflation hors alimentation et logement n'a pas excédé 0,1 % ! Or, plus faible est l'inflation plus le risque que fait peser la perspective d'une hausse des taux est élevé. Entre octobre 2012 et octobre 2013, les taux d'intérêt réels à 10 ans sont passés de -0,4% à 1,7 %, un mouvement assurément brutal que l'économie américaine risque d'avoir de plus en plus de mal à absorber.

Inflation annuelle aux Etats-Unis



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le scénario d'un arrêt du QE sans hausse des taux est bien peu crédible

D'avantage que la situation économique elle-même c'est dans le changement d'anticipations, qu'induirait une réduction des achats de titres par la Fed, que réside sans doute le risque majeur encouru par l'éventualité d'une telle décision. A ce stade de la reprise, l'économie américaine pourrait, en effet, probablement se passer des injections de liquidités auxquelles procède la Fed. Le sujet n'est donc pas tant celui-ci, que celui de l'effet d'une interruption de ces achats sur le niveau

des taux d'intérêt. Or, un scénario d'arrêt du QE sans hausse des taux n'est guère concevable. Par ses interventions, la Fed a retenu les taux d'intérêt sur un niveau artificiellement bas qui n'a aucune raison d'être maintenu dès lors que les achats d'actifs cesseraient. La question se pose dès lors du niveau approprié des taux longs vers lequel ceux-ci devraient spontanément retourner. Or le niveau des taux longs correspondant à des perspectives de croissance comprises entre 2,5 % et 3 % et à une inflation de 2 %, n'est assurément pas de 3% mais au moins de 4 % et potentiellement bien au-delà si l'on applique une règle simple mais des plus fiables consistant à considérer que sur moyenne période les taux à 10 ans convergent vers les taux de croissance nominale de l'économie. On rappellera à ce titre qu'entre 1967 et 2013, la moyenne des taux à dix ans s'établit à 6,88 % pour une croissance nominale du PIB de 6,82 % ! ...

Taux à 10 ans nominaux et réels



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Abaisser le QE dans de telles conditions ferait, de fait, encourir un risque considérable. Quand et comment se fera le changement directionnel des anticipations présentes est difficile à prévoir mais il est vraisemblable que le retour de bâton intervienne, quoiqu'il en soit, avant le mois de mars.

Combien de temps tiendront les derniers verrous de Francfort ?

Article publié sur le site de Boursorama jeudi 21 novembre

C'était écrit, la BCE devrait faire davantage au fur et à mesure qu'approcherait l'heure de la fin du QE de la Fed. Nous y sommes. Que cette dernière passe ou non à l'acte -l'article précédent montre que nous n'y croyons guère- l'anticipation d'une réduction de ses achats d'actifs a déjà des effets massifs sur les marchés et l'allocation de capitaux à travers la planète. En asséchant le marché des T-bonds, les interventions de la Fed ont, en effet, détourné depuis plus d'un an, les flux de capitaux des marchés américains vers de nombreux autres actifs, aux premiers rangs desquels les actifs souverains des pays émergents et ceux de la zone euro. En réduisant son QE, la Fed redonnerait au marché américain toute sa place, créant ainsi les conditions pour un vraisemblable rapatriement de ces investissements sur le sol américain. Les marchés émergents et les marchés souverains de la zone euro sont donc particulièrement exposés à tout changement d'orientation de la politique monétaire de la Fed.

Les tensions enregistrées durant l'été sur les marchés souverains des pays du sud de l'Europe ont constitué un premier avertissement du risque encouru par une telle évolution et permis à la BCE de préparer ses armes pour faire face à une telle éventualité. Sans doute, ce contexte n'est-il pas étranger à sa décision d'abaisser à 0,25 % le niveau de ses taux directeurs début novembre, quand bien même la forte baisse des taux d'inflation pouvait suffire à justifier sa décision. Il est toutefois assez évident que même le bas niveau présent des taux de refinancement ne suffira pas à prévenir un regain de tensions si la Fed passait effectivement à l'acte dans les prochains mois. La BCE doit donc penser à faire davantage. Or, ses marges d'action conventionnelle étant épuisées, c'est bien en territoire inconnu qu'elle évoluera dorénavant.

C'est dans ce contexte que sont apparues ces derniers jours les spéculations sur l'établissement d'un taux de dépôt négatif sur l'excès de réserves des banques. A l'instar de ce que pratique le Danemark, il s'agirait en quelque sorte d'appliquer une pénalité de 0,1 % sur les dépôts réalisés par les banques auprès de la BCE dans le but de réduire leur incitation à laisser leurs liquidités dormir et de les inciter à

prêter davantage à l'économie ou à investir plus massivement sur les marchés souverains locaux.

Difficile d'imaginer qu'une telle mesure puisse, toutefois, suffire à contrer le risque de hausse des taux à long terme qu'accompagnerait une réduction éventuelle du QE de la Fed. Au-delà du fait que l'offre de crédit bancaire puisse être assez rigide aux incitations, dans un contexte économique encore très incertain, elle pourrait également être négativement impactée par la réduction des marges bancaires qu'impliquerait l'instauration d'un taux négatif de rémunération de leurs réserves excédentaires. Quelle sera donc la prochaine étape que devra franchir la BCE, sinon, sous une forme ou sous une autre, celle d'un quantitative easing, à savoir le passage à l'achat d'actifs qu'elle s'est refusée de pratiquer ces dernières années ?

L'histoire est donc loin d'être terminée et la BCE n'a vraisemblablement pas fini de nous surprendre dans cette stratégie qui *in fine* devrait parvenir à faire sauter, les uns après les autres, les verrous de son action.

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