



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

12 septembre 2014

J. Yellen et M. Draghi outrepassent-ils leurs responsabilités ?

Que ce soit les interventions de Janet Yellen sur la pauvreté et les inégalités ou celles de Mario Draghi sur la nécessité d'une politique de stimulation de la demande, le discours des banquiers centraux a sacrément évolué ces derniers temps. Dans des contextes très différents, la nouvelle posture des responsables monétaires de part et d'autre de l'Atlantique pose bien des questions.

J. Yellen se trompe-t-elle de combat ?

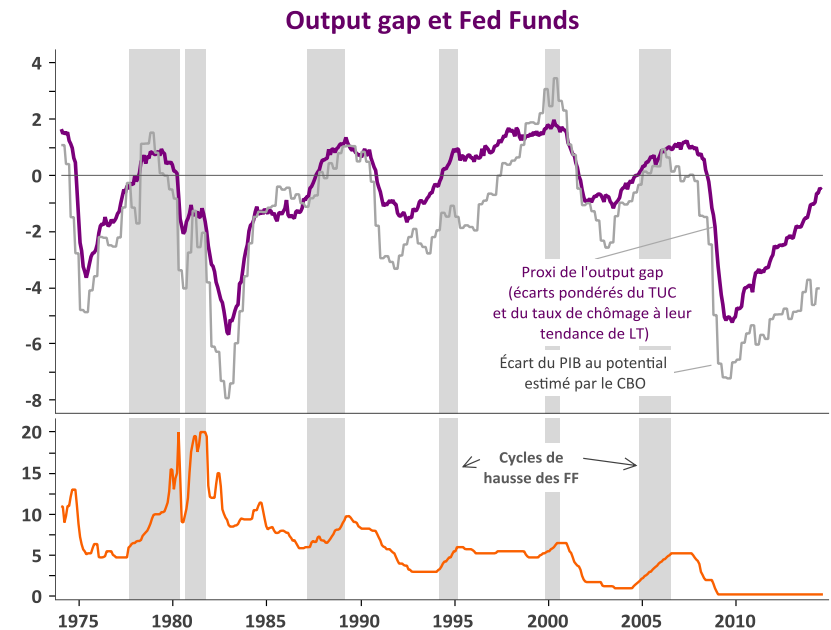
Exclusion, pauvreté, inégalités... Janet Yellen innove, surprend et suscite souvent l'incompréhension. Est-elle à sa place ? Ces sujets relèvent-ils de la compétence d'une banque centrale ? L'adéquation de l'ajustement monétaire à l'évolution du cycle risque-t-elle d'être affectée par des considérations inappropriées ?

Il n'est pas dans la tradition des présidents de la Fed, en effet, d'accorder une telle importance aux caractéristiques sociales ou sociétales de l'économie américaine. Or, à l'occasion de la réunion du FOMC de cette semaine, J. Yellen pourrait user une nouvelle fois de cette corde à son arc, la seule restante, pour tenter de temporiser les attentes des marchés en matière de hausse des taux directeurs et prévenir une envolée des taux à long terme. Si notre analyse est la bonne et à en juger par le sentiment prédominant ces derniers jours sur les marchés, nombreux observateurs pourraient être pris à contre-pied et s'interroger sur la justesse de sa stratégie. Les indicateurs « classiques » pointent tous, en effet, vers la nécessité d'amorcer un cycle de hausse des taux directeurs. Avec un taux de chômage proche de 6% de la population active et un taux d'utilisation des capacités industrielles à deux doigts de sa moyenne de long terme, notre indicateur synthétique du degré d'utilisation des ressources a rejoint

les niveaux qui, par le passé, ont toujours coïncidé avec l'amorce des cycles de resserrement monétaire.

La pauvreté a-t-elle sa place dans la fonction de réaction d'une banque centrale ?

Pour autant, dès lors que la montée de la pauvreté, de l'exclusion et des inégalités érode le potentiel de croissance de l'économie américaine, la démarche de Janet Yellen, aussi inhabituelle soit-elle, est bien légitime.



Sources: RichesFlores Research, Macrobond

1- Non seulement en effet, l'érosion du potentiel de croissance de l'économie américaine rend moins inaccessible le premier de son double mandat, celui d'assurer le plein emploi -en plus de la maîtrise de l'inflation.

2- Mais également parce que son appréciation sur la capacité de l'économie américaine à faire face à une hausse du loyer de l'argent doit logiquement dépendre de son diagnostic sur l'évolution du potentiel de croissance.

Certains éléments de l'étude publiée en septembre dans le bulletin de la Fed sur l'évolution de la situation financière des ménages américains entre 2010 et 2013 (cf [Changes in US Family Finances from 2010 to 2013](#)) illustrent à quel point le creusement des écarts de richesse est susceptible d'avoir impacté le potentiel de croissance en réduisant tout à la fois l'accès à la propriété, à l'épargne et la consommation d'une proportion importante de la population et en rétrécissant le potentiel d'emplois, via notamment une destruction de près de 40 % de la propriété entrepreneuriale parmi les 50 % des ménages les moins favorisés.

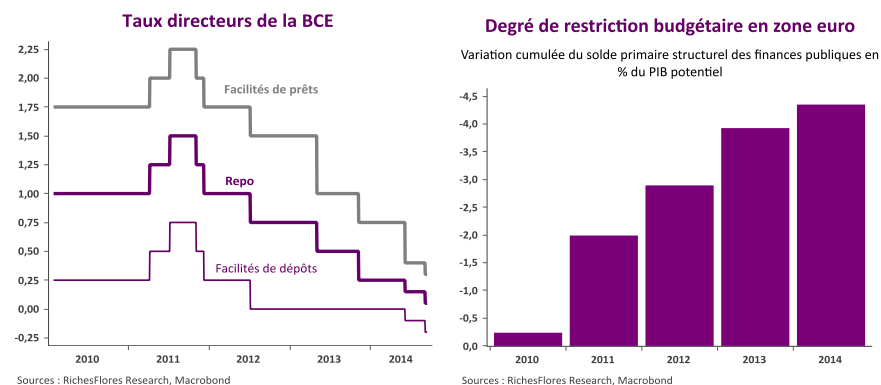
La Fed est donc bien dans son rôle quand elle évoque les difficultés d'ordre social qui aujourd'hui conditionnent le potentiel de croissance future. Les ignorer risquerait de conduire à surestimer la solidité de la reprise en cours et de procéder à une hausse trop précoce de ses taux d'intérêt. En ce sens, l'élargissement de la panoplie des indicateurs de pilotage de sa politique, notamment à des indicateurs susceptibles de mieux renseigner sur la profondeur de la reprise de l'emploi et l'exclusion, semble à la fois justifié et nécessaire (voir tableau de bord de l'emploi en page suivante).

L'exercice n'est pas sans difficulté, Janet Yellen devant convaincre du bien-fondé de cette approche par rapport aux pratiques antérieures. Il n'est pas non plus sans risque, en particulier celui de sous-estimer les effets inflationnistes d'une accélération éventuelle de la croissance, précisément lié au fait que le potentiel est écorné. Dans la balance des risques présents, il ne fait cependant guère de doute que celui de procéder à un ajustement monétaire précoce l'emporte encore largement sur le second.

M. Draghi a-t-il franchi le Rubicon ?

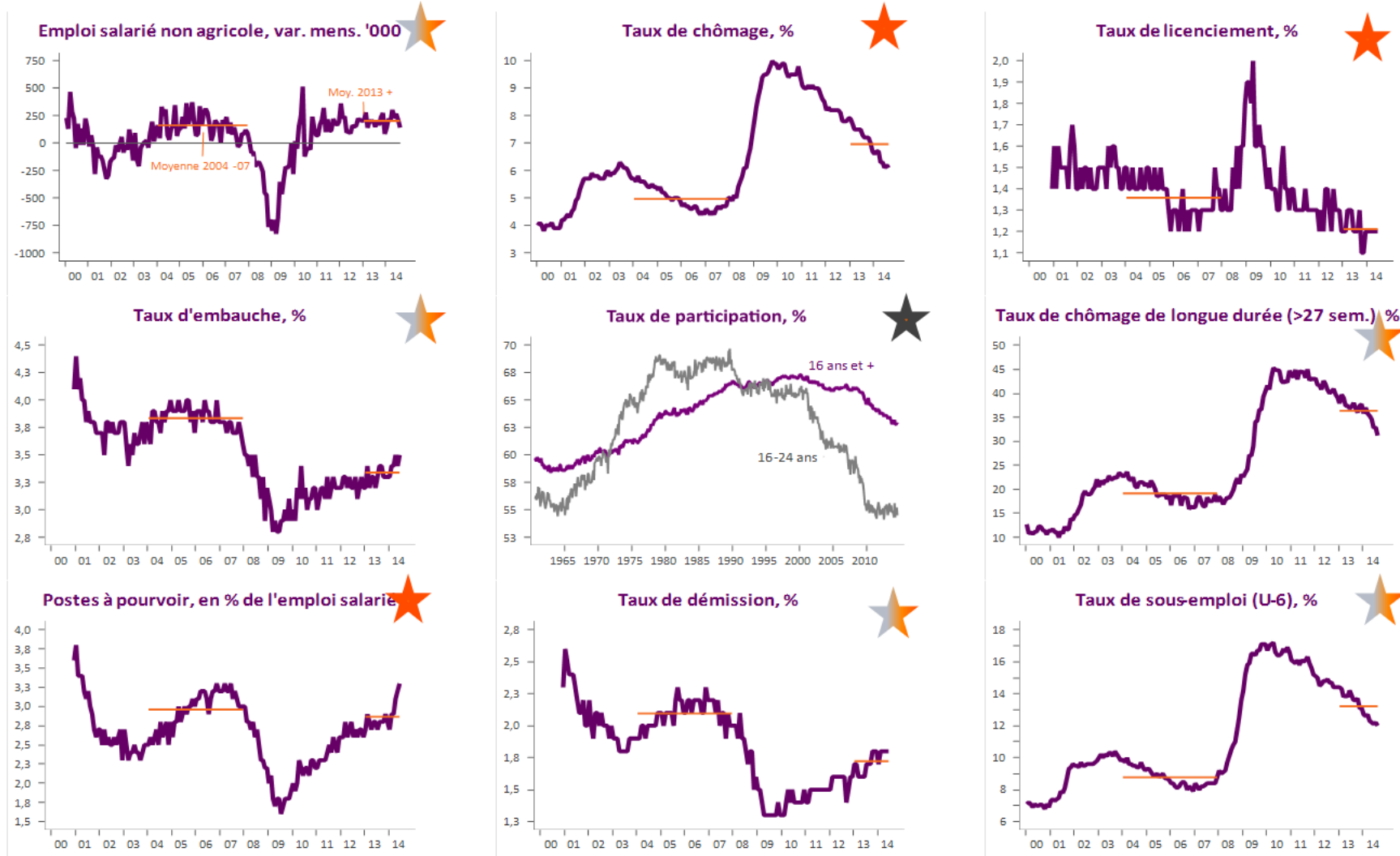
Le contexte dans lequel M. Draghi opère son changement de posture n'est pas comparable. Il ne s'agit pas dans ce cas d'ajuster la fonction de réaction de la BCE, cette dernière semblant avoir épuisé l'essentiel de ses marges d'action, mais d'appeler à une meilleure cohérence du mixte de politique économique sans laquelle les initiatives de la BCE, mêmes les plus extrêmes, seraient vouées à l'échec.

En appelant à des politiques de soutien à la demande, à l'utilisation des marges de manœuvre budgétaires « là où elles existent » et à l'adoption d'un « grand programme d'investissement public européen », comme il l'a fait lors de son intervention à Jackson Hole (voir à ce sujet « [M. Draghi jette un pavé dans la mare](#) », du 23 août 2014), M. Draghi va beaucoup plus loin, empiétant allègrement sur le champ des politiques budgétaires et fiscales nationales et sur celui de la Commission européenne. Dès lors comment interpréter cette sortie ? Le Président de la BCE avait-il balisé le terrain et réussi à faire bouger les lignes en amont de son intervention ou, au contraire, a-t-il tenté le diable pour forcer au mouvement d'une Europe par trop rigide à ses yeux, sans le soutien de laquelle la crédibilité, même, de la BCE pourrait finir par être menacée ? Difficile de répondre à ce stade tant ce discours semble être resté lettre morte, pour l'instant.



En tenant de tels propos M. Draghi a, toutefois, franchi le Rubicon. Il lui sera en effet compliqué de ne pas poursuivre dans cette voie, surtout si, comme tout semble l'indiquer, la situation en zone euro continue de s'aggraver tant sur le front de la croissance que sur celui de la déflation.

Tableau de bord des indicateurs du marché du travail de la Fed



*Taux de participation en % de la population des différentes classes d'âge ; Embauches, démissions et licenciements en % de l'emploi salarié.

Satisfaisant

Mieux mais insuffisant

Insatisfaisant

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. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

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