

2015 : année de bilan de la FED



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

18 décembre 2014

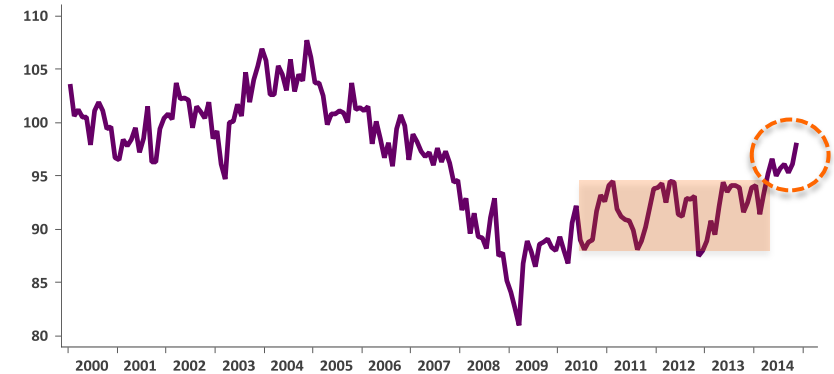
Avec une Fed patiente, une BCE prometteuse et une BoJ déjà ardemment au charbon, les banques centrales maintiennent une précieuse veille au chevet de l'économie mondiale, tout au moins des marchés financiers. Les choses pourraient se compliquer dans les mois à venir, si, comme le laissent entrevoir les tendances en cours, l'action de la Fed commence à porter ses fruits, c'est-à-dire, si l'abondance de liquidités, plutôt que d'être absorbée par les seuls prix d'actifs, finit par se déverser dans l'économie réelle, via une accélération de la croissance du crédit. Janet Yellen risquerait, alors, à juste titre, de commencer à perdre patience et d'entamer l'exercice d'équilibriste qui consistera à affronter les défis d'une normalisation de sa politique monétaire. Quels ont-ils ?

L'économie américaine revit

Au-delà des derniers chiffres de croissance trimestrielle du PIB, le regain de dynamisme du côté des PME témoigne d'une réelle embellie de la situation qui jusqu'alors faisait défaut. Le tissu des PME est en effet le principal pourvoyeur d'emplois de l'économie américaine, à l'origine de plus de 60 % des créations nettes de postes entre 1993 et 2013 selon le Census bureau. Les entreprises de moins de 500 salariés concentrent également une bonne part des activités de services dont la faiblesse persistante depuis la crise de 2008 a été la principale responsable de la chute du taux de participation de la population à la vie active. Ces dernières canalisent, enfin, une large proportion des dépenses d'investissement de l'économie américaine qui manquaient assurément à l'appel jusqu'alors.

L'amélioration du climat de confiance des PME est donc parmi les indicateurs les plus significatifs d'un changement de cap dans la bonne direction de la situation conjoncturelle américaine que viendront, sans nul doute, conforter les effets positifs de la baisse de la facture énergétique des ménages dans les prochains mois.

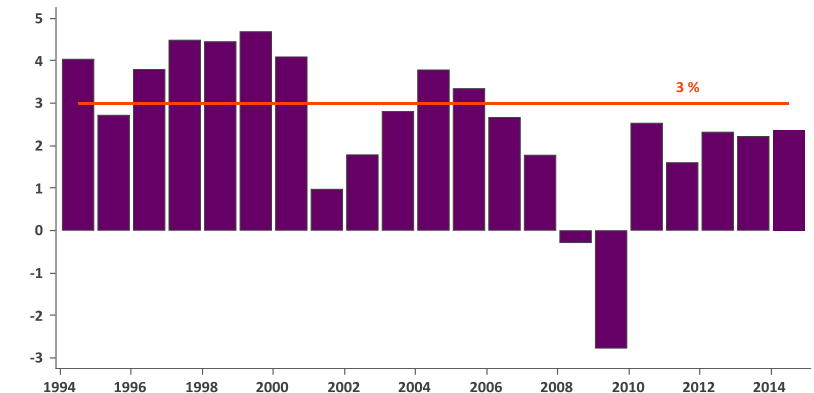
Climat des affaires dans les PME américaines



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les perspectives s'améliorent donc incontestablement, laissant entrevoir, pour la première fois depuis 2005, la possibilité d'une croissance de plus de 3 % l'an prochain.

Croissance du PIB américain, à prix constants en %



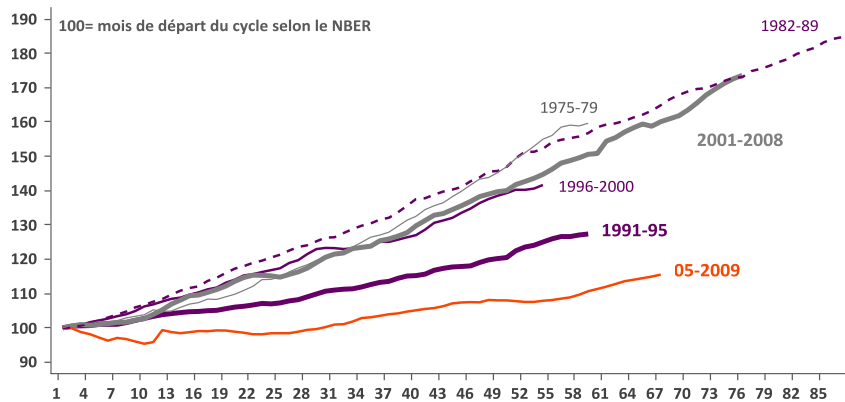
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La tâche de la Fed se complexifie

Si la Fed peut retirer un évident satisfécit de cette situation, sa tâche n'est pas terminée et gérer la reprise de l'activité ne sera ni simple ni sans risque. Revenons sur les principaux défis auxquels la Banque centrale américaine devra faire face.

1- **Prévenir un dérapage de la croissance du crédit.** Si les mécanismes de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle ont été longs à rétablir, c'est du risque d'une transmission trop rapide que la Fed doit maintenant se prémunir au moment où l'amélioration des perspectives économiques a tout lieu de stimuler l'offre et la demande de crédit simultanément. La faible croissance du crédit durant ce cycle n'est pas suffisante en effet pour écarter le risque inflationniste que représenterait une croissance dorénavant trop vive de l'endettement sur fond de liquidités considérables apportées ces dernières années par la politique de quantitative easing.

Évolution du crédit au secteur privé américain au cours des cycles*

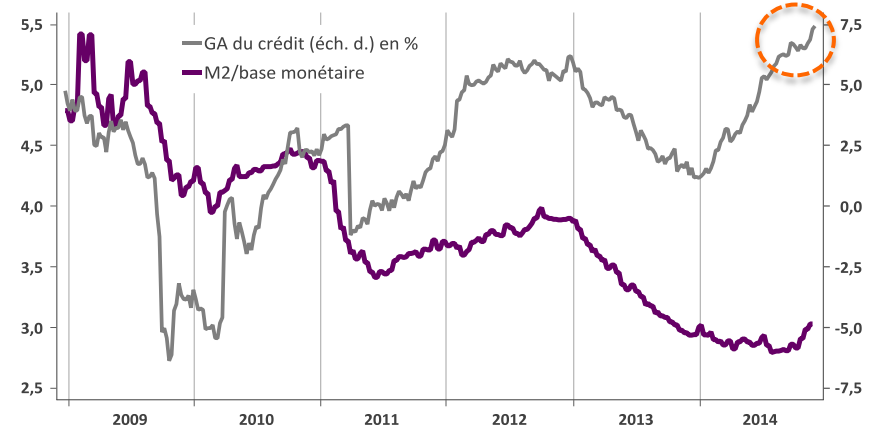


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

* Le cycle économique 1991-2000 est ici divisé en deux sous périodes plus représentatives du cycle de crédit

Malgré la faible inflation à venir – la chute des cours du pétrole pourrait en effet faire retomber l'inflation américaine sous les 1% d'ici au début du printemps- c'est sans doute l'évolution de la masse monétaire et du crédit au secteur privé que la Fed scrutera dans les mois à venir, l'amélioration récente risquant fort de prendre rapidement de l'ampleur.

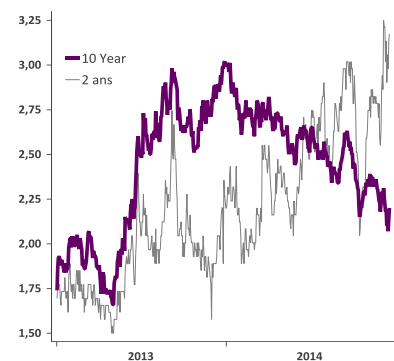
Multiplicateur monétaire et crédit au secteur privé



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

2- **Rétablir le fonctionnement de marchés à terme cohérents avec l'orientation de la politique monétaire.** Les taux d'intérêt à moyen long terme sont largement imperméables aux changements d'anticipations sur la politique monétaire ces derniers temps, ce qui se traduit par le maintien des taux longs sur des niveaux anormalement bas par rapport à l'évolution des taux courts, en particuliers des taux à deux ans.

Taux des emprunts d'État américains



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Situation entre 2004 et 2006



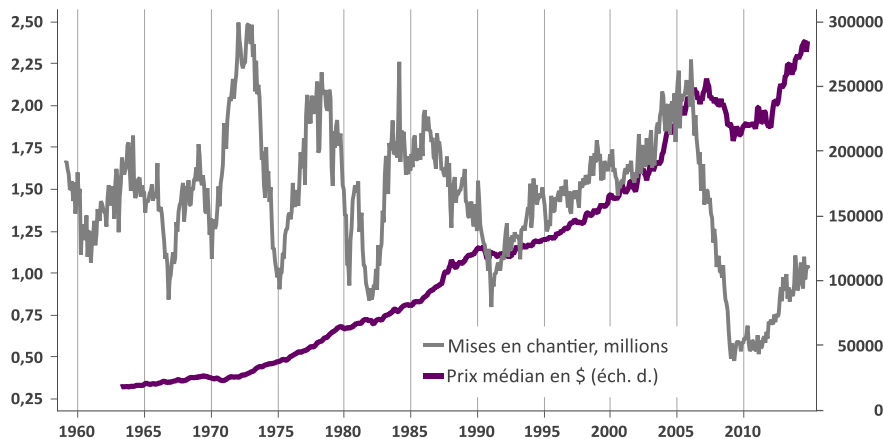
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une telle situation est embarrassante à deux titres. En premier lieu parce qu'elle suggère que les anticipations de moyen et long terme ne sont guère en

phase avec l'orientation escomptée des taux directeurs, en d'autres termes qu'une des deux parties se trompe. En second lieu parce qu'elle signifie que le relai du changement des anticipations souhaité par la Fed par les taux longs ne se fait pas ou mal. Cette configuration n'est pas sans rappeler celle qui prévalait entre 2004 et 2005 qui aboutit, alors, à une embardée tardive des taux longs éminemment déstabilisatrice pour l'activité, en particulier immobilière. L'absence de contrôle des taux à long terme, tirés à la baisse par les perspectives de très faible inflation, risque de rendre le changement de cap de la politique monétaire plus complexe en même temps que plus risqué.

3- **Prévenir un nouvel affaissement du marché immobilier.** Le point précédent est d'autant plus important que la situation du marché immobilier, on le sait, est fragile. La rapidité avec laquelle les prix se sont tendus rend en particulier ce marché particulièrement sensible aux variations de taux de financement. La Fed aurait sans doute préféré pouvoir tester la résistance du secteur immobilier à une hausse des taux longs avant d'ouvrir la voie d'une normalisation de ses taux directeurs et d'une remontée tôt ou tard des taux longs.

Mises en chantier de logements neufs et prix des maisons neuves



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

4- **Soupeser les risques extérieurs.** Enfin, si la situation de l'économie américaine peut, à certains égards, justifier une remontée des taux directeurs de la Fed d'ici le milieu de l'année 2015, la capacité d'apprécier les répercussions éventuelles d'un tel mouvement sur le reste du monde est aujourd'hui très faible. Il faudrait en effet que la reprise américaine parvienne à tracter la croissance mondiale beaucoup plus largement que ce qui semble être le cas aujourd'hui pour assurer qu'une telle rupture puisse être absorbée sans encombre par le reste du monde. Nous n'en sommes assurément pas là et si tel venait à être le cas, ceci pourrait avoir plusieurs conséquences, dont les plus évidentes :

- aller à l'encontre des attentes à l'égard d'une action d'envergure de la BCE
- ou propulser l'euro sur des niveaux rapidement embarrassants aux yeux de la BCE
- faire chuter le yen vers des niveaux potentiellement critiques.

La normalisation des conditions monétaires américaines risque fort de prendre l'allure d'un exercice d'équilibriste particulièrement périlleux. On comprend peut-être mieux dès lors le soulagement des marchés à l'idée que J. Yellen se montre patiente. Toute la question étant de savoir combien de temps elle pourra tenir sans que son inaction ne déclenche d'autres risques.

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. **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