

Entre promesses et désillusions



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

14 octobre 2016

Au cours des deux dernières semaines, la montée en puissance des anticipations de hausses des taux de la FED a, paradoxalement, alimenté l'espoir d'un déblocage vertueux de la situation économique et financière internationale. Il en est résulté une envolée du dollar, une reprise des cours des matières premières, une remontée des taux d'intérêt de moyen et long termes et un raffermissement des valeurs bancaires. Bien qu'un brin préoccupante pour les marchés boursiers, la perspective d'une hausse des taux de la FED finissait par être perçue comme une bonne nouvelle, susceptible, le cas échéant, de fermer la porte au scénario d'enlèvement de ces derniers trimestres dans lequel le remède des bas niveaux des taux d'intérêt s'est progressivement transformé en un poison hautement toxique.

Au grand dam des plus impatients de voir la FED passer à l'action, les minutes du dernier comité de politique monétaire de la FED publiées ce mercredi et les développements en cours ont une nouvelle fois, repoussé ces attentes. Le déblocage des enchaînements vertueux qui progressivement s'étaient mis en place ces derniers jours n'en est que plus mal vécu. Et pourtant, plutôt que ce dernier, c'est bien le scénario d'une éventuelle hausse des taux directeurs de la FED qu'il faudrait redouter.

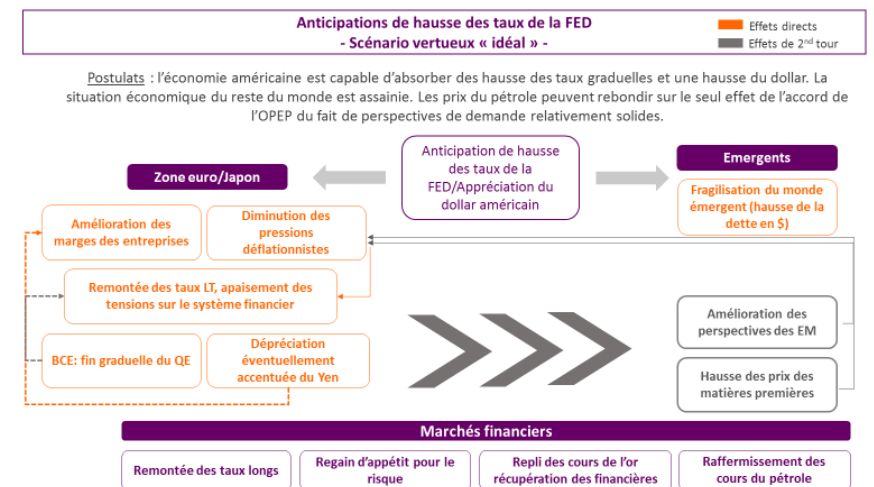
L'irrésistible appel à un changement de décor

Dans un monde idéal, tel qu'escompté depuis trop longtemps par les marchés, la Réserve Fédérale américaine remonterait graduellement le niveau de ses taux d'intérêt à partir du mois de décembre, le dollar se réapprécierait notablement, redistribuant au reste du monde développé un peu de la vigueur supposée de l'économie américaine ; les cours du pétrole se raffermiraient, soutenus par l'accord d'Alger et le ralliement de la Russie à l'engagement des pays de l'OPEP ; et les craintes déflationnistes reflueraient une bonne fois pour toutes. L'ensemble servirait amplement la zone euro et le Japon ; la première pourrait, éventuellement, se risquer à sortir

graduellement du QE (exercice de tapering évoqué par la BCE début octobre), le second pourrait profiter d'un environnement moins favorable au yen pour amplifier sa dépréciation et tenter de redonner au marché japonais le souffle que les achats d'EFT de la BoJ n'a pas permis de recréer dans le contexte adverse de réappréciation du yen depuis le début de l'année. Le regain d'appétit pour le risque accentuerait le repli de l'or, tandis que les taux d'intérêt mondiaux se redresseraient, redonnant au secteur financier international une respiration.

En résumé, l'amorce d'une hausse des taux de la FED se révélerait salvatrice, permettant l'enclenchement d'un cercle vertueux susceptible, le cas échéant, de contrer les effets négatifs redoutés d'une hausse des taux américains sur les actifs mondiaux, actions en tout premier lieu. C'est le scénario qui a porté les marchés mondiaux depuis le début octobre.

Schéma 1 – scénario de hausse des taux « salvatrice »



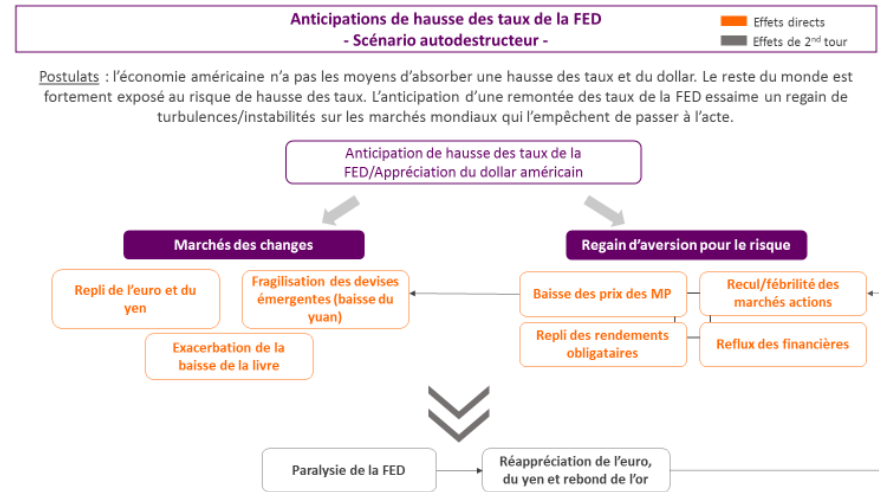
Il existe toutefois un autre scénario auquel l'histoire de ces deux dernières années nous a rodés, celui qui prévalait encore il y a peu, avant la publication des derniers chiffres d'inflation américaine et le sursaut de l'ISM services la semaine dernière. Dans ce monde d'hier, l'appréciation du dollar inhérente à la remontée des anticipations de hausse des taux directeurs de la FED, pourrait créer une nouvelle vague des turbulences destructrices sur les marchés financiers, toujours douteux de la capacité de l'économie américaine à digérer le double choc d'une remontée des taux d'intérêt et du dollar, sur fond de fragilisation des cours des matières premières et de regain d'instabilité des marchés des changes (ajustement du taux de change chinois, livre Sterling d'autant plus sonnée par les trop lourdes inconnues post-Brexit dans la perspectives d'une remontée des Fed Funds, cf. « [Flash Crash de la Livre](#) »).

Dans ce contexte, le scénario d'un faux pas de la politique monétaire américaine susceptible de créer les conditions d'une nouvelle crise financière internationale pourrait, une nouvelle fois, se substituer à celui d'une hausse des taux salvatrice, Janet Yellen ayant finalement beaucoup moins de difficultés que prévu à rallier les dissidents du mois de septembre à ses côtés, pour ne rien faire.

Preuve s'il en est de la fragilité persistante de la situation en place, ce nouveau statu quo pourrait aboutir au réveil des vieux démons : les taux bas sont là pour durer, le yen retrouve son rôle de valeur refuge et, de concert avec l'or, s'adapte un nouveau rallye tandis que les espoirs de reprise du marché pétrolier s'évaporent...

C'est bien en ces termes que se pose le débat sur l'action de la FED et sur ses implications possibles, soit, en une seule et même question : la situation présente est-elle suffisamment différente de celle d'hier pour que le scénario numéro 1 soit envisagé ?

Schéma 2- scénario de hausse des taux autodestructeur



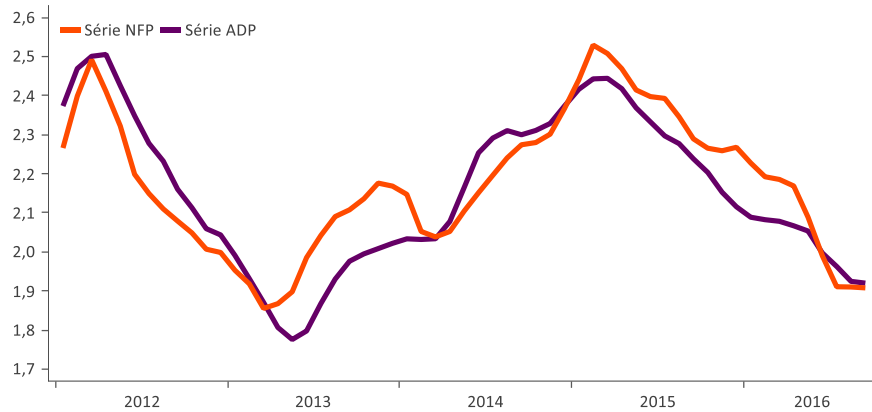
Côté américain, les arguments nécessaires pour soutenir une telle hypothèse font encore passablement défaut.

Le cycle américain s'épuise de lui-même ; en l'absence de croissance de la productivité, une hausse des taux augmenterait grandement le risque de récession.

L'économie américaine n'a guère évolué ces derniers temps, l'amélioration des indicateurs du début d'été n'ayant pas permis de rétablir les fondamentaux nécessaires à une embellie des perspectives. En cause, la détérioration des gains de productivité, elle-même source de pressions à la baisse des profits des entreprises et des perspectives d'investissement (voir à ce sujet « [Productivité, talon d'Achille du cycle en cours](#) »). De fait, le rythme de créations d'emplois s'étiole, retombé à 1,9 % l'an en septembre, son plus bas niveau depuis 2013.

Malgré la bonne tenue de la confiance des ménages, ces conditions entament les perspectives domestiques : faible croissance des gains de pouvoir d'achat et augmentation insuffisante des dépenses nominales pèsent sur le secteur tertiaire qui ne parvient pas à renouer avec une croissance suffisante pour entraîner l'ensemble de l'activité et l'investissement.

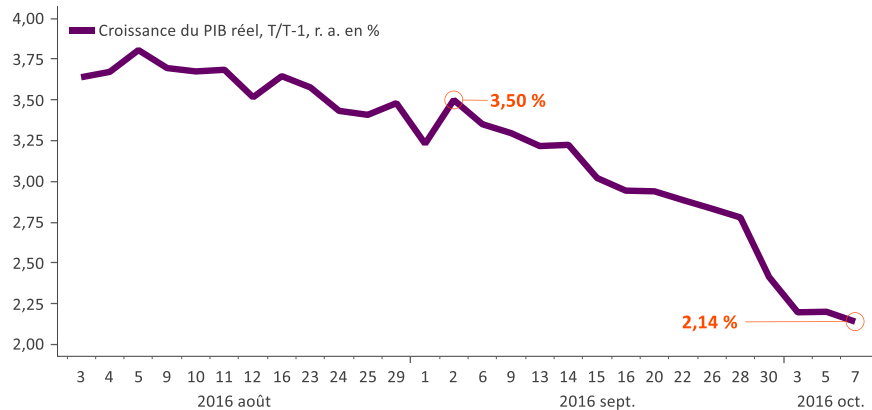
Croissance de l'emploi privé américain, GA %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au cours de l'année écoulée, la contribution des services à la croissance du PIB américain a, tout juste, dépassé 1 % ; un niveau très largement inférieur à celui d'un an auparavant, comparable à ce que l'économie américaine connaissait lors des épisodes de récession d'avant 2008. De fait les estimations du PIB du troisième trimestre de la Fed d'Atlanta n'ont cessé d'être revues à la baisse depuis le début du mois de septembre, passant de 3,5 % à 2,1 % aujourd'hui, malgré la bonne surprise qu'a constitué l'ISM des services publié début octobre.

Estimation du PIB du troisième trimestre (Fed Atlanta)

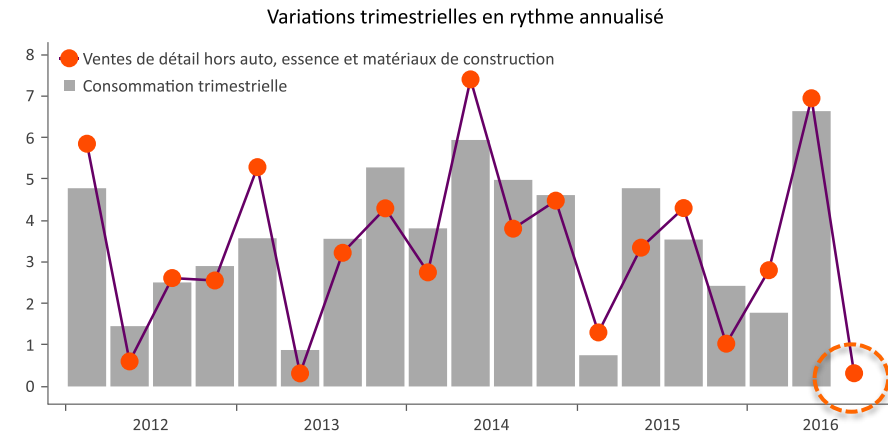


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Or, à en juger par les statistiques de ventes de détail publiées aujourd'hui, cette estimation pourrait encore être abaissée.

En effet, après deux baisses consécutives de respectivement 0,2 % et 0,1 % en juillet et août, les ventes hors automobiles, essence et matériaux de construction, utilisées pour l'estimation de la consommation des ménages dans les comptes nationaux, ont progressé de moins de 0,1 % en septembre. L'indicateur ressort ainsi en hausse annualisée de seulement 0,3 % au troisième trimestre ; une bien piètre performance nominale qui, une fois ajustée de l'inflation (1,3 % en rythme annualisé à fin août pour cette même période) pourrait tout bonnement se solder par une baisse de la consommation au troisième trimestre !

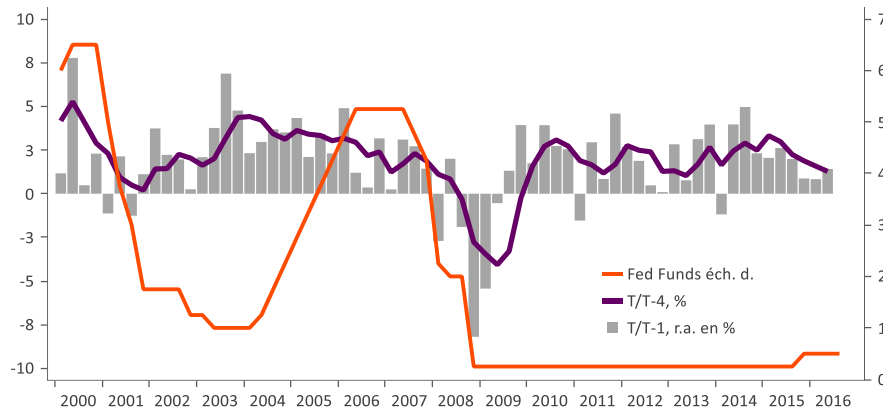
Ventes de détail et consommation américaines, à prix courants



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Quelle serait dès lors la justification d'une remontée des taux directeurs dans un contexte où le niveau réel des taux longs excède déjà le faible rythme de la productivité et que la croissance du PIB réel est également en phase de décélération marquée, à un rythme qui, par le passé, aurait conduit la FED à abaisser le niveau de ses taux directeurs ?

Croissance du PIB réel et taux des Fed Funds



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'argument inflationniste est, quant à lui, difficilement défendable. L'inflation aujourd'hui constatée provient en tout premier lieu de la disparition des effets de base négatifs liés aux prix de l'énergie et de la hausse des loyers et des coûts de la santé qui ont peu à voir avec les facteurs cycliques sur lesquels la politique monétaire peut avoir une influence. En l'absence de croissance suffisante des gains de pouvoir d'achat, la remontée de l'inflation a probablement plus de chance d'accentuer la déprime de la consommation que de dégénérer en spirale

prix-salaires. D'autant plus, qu'en l'absence de *pricing power* des entreprises, l'augmentation des coûts unitaires induite par la baisse de la productivité constitue un facteur dépressif plutôt qu'inflationniste qui, au rythme auquel évolue l'économie américaine, pourrait suffire à créer des conditions d'un nouvel affaissement périlleux de la croissance.

C'est bien, sans doute, un raisonnement proche de celui-ci qui conduit certains, tel Charles Evans, Président de la FED de Chicago, à envisager la nécessité de laisser l'inflation filer au-dessus de l'objectif de la FED avant de relever le niveau des taux d'intérêt, considérant que le coût à payer d'un ajustement trop précoce l'emporterait largement sur celui d'un ajustement tardif de la politique monétaire ; argument que nous ne pouvons que partager.

En définitive, on le comprend, si les freins à une hausse des taux de la FED sont souvent considérés comme étant essentiellement externes, le diagnostic est beaucoup plus ambigu, les véritables interrogations sur la pertinence et le risque encouru en cas de hausse des taux étant bel et bien liées à la situation même de l'économie américaine.

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