



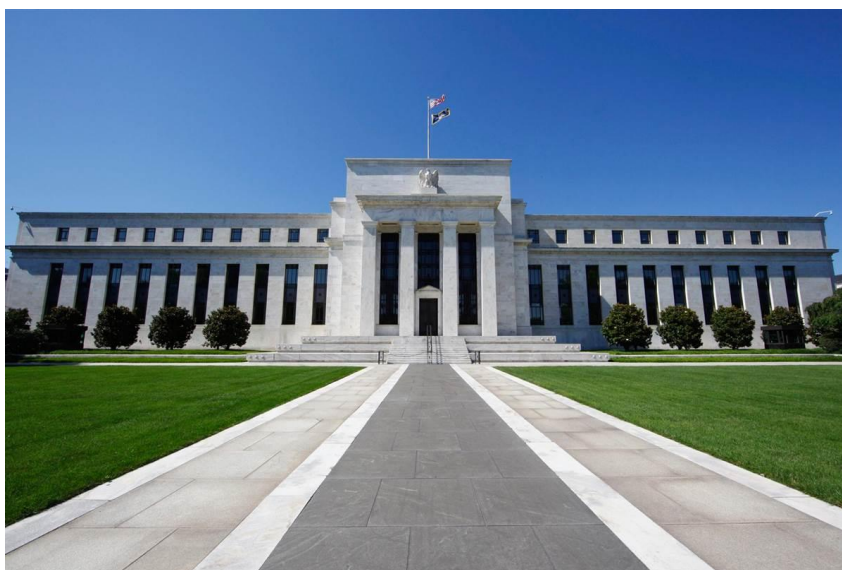
PLATINIUM

Flash Stratégie juin 2016

Taux directeurs et maladdresses de la FED : A la recherche de la croissance perdue ?

Paris, le 22 juin 2016

La hausse des taux directeurs aux Etats-Unis est attendue depuis le printemps 2014, lorsque M. Ben Bernanke avait exprimé son intention d'arrêter le système de Quantitative Easing (création de monnaie sans contrepartie pour acheter des titres sur les marchés et donner par ce procédé de la liquidité aux banques) et de commencer à relever les taux directeurs de la FED. Près d'un an et demi plus tard, en décembre 2015, madame J. Yellen qui a succédé à M. Bernanke a fini par céder à la pression des marchés et a entamé une hausse des taux directeurs afin de normaliser l'environnement du crédit. Après que le FOMC ait laissé entendre qu'il y aurait 4 hausses de taux en 2016, aucune décision de cet ordre n'a été prise, laissant les marchés dans l'expectative. Que craint Mme Yellen ? Lors de la sortie de récession de 2001/2002, en 2004, M. Greenspan avait décidé des hausses de taux répétées portant les taux directeurs de 1 à 6 % en quelques mois. La situation de fonds a-t-elle changé à ce point ? Probablement si l'on se réfère aux doutes de J.Yellen sur la croissance américaine exprimés lors du discours clôturant la dernière réunion du FOMC.



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

Un mauvais « timing » ou une situation fondamentalement ingérable ?

Première observation, M. Ben Bernanke puis Mme. Yellen ont-ils trop attendu pour resserrer sa politique monétaire ? Dernière référence en date, le resserrement de 2004 peut donner des éléments de réponse. Les hausses de taux décidées en 2004 venaient dans une conjoncture très porteuse suivant la récession de 2001/2002. Les marchés pouvaient accepter plusieurs hausses de taux successives sans que la croissance économique en souffre. Aujourd'hui il n'en va pas de même. La croissance s'épuise après plus de 6 ans de progression, pourtant limitée. Les membres de la FED sous pèsent les effets négatifs que de nouvelles hausses de taux pourraient avoir sur cette croissance anémique. La situation semble aujourd'hui difficile à apprécier. Mais une chose est sûre : le « timing » raté sera difficile à rattraper.

Au demeurant, Madame Yellen a-t-elle simplement « raté le coche » ? Se situe-t-elle au contraire dans un environnement fondamentalement dégradé dans lequel

les taux directeurs sont condamnés à rester proches de zéro et les taux à 10 ans condamnés eux aussi à se rapprocher de 0 pour les échéances les plus courtes, voire à devenir, à leur tour, négatifs ?

Sans doute la meilleure solution eut été de relever les taux en 2014, au moment des premières interventions de M. Bernanke sur l'arrêt de la politique des « QE ».

Toutefois, au-delà des erreurs de « timing », l'hypothèse d'une dégradation de fond déjà engagée demande à être analysée car elle irait à l'encontre de toute possibilité de rattrapage de la politique monétaire de la FED.

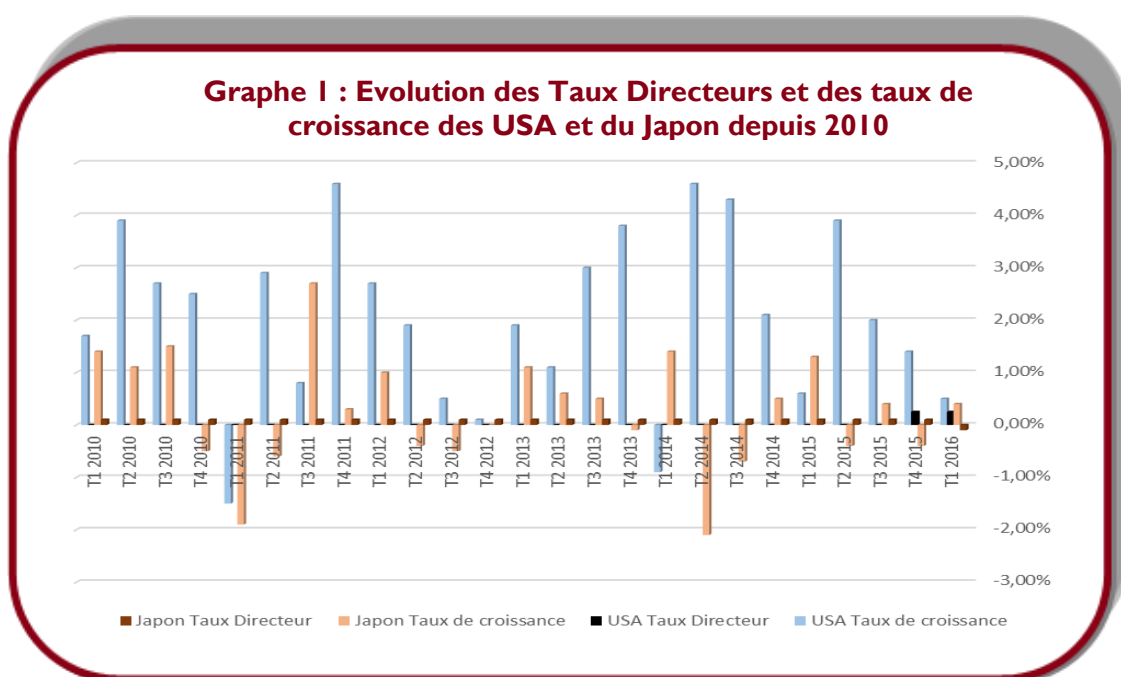
Elle ferait en effet entrer durablement la politique monétaire américaine dans un nouvel environnement, non conventionnel, basé sur l'émission régulière de monnaie associée aux taux zéro, à l'image du Japon. Avec de lourdes conséquences.



La politique monétaire conduite depuis la crise financière atteint ses limites. La hausse des taux directeurs de la FED est-elle encore envisageable ?

Depuis la fin de la crise financière des « subprimes » en 2009, la gestion des taux directeurs aux Etats-Unis n'a pas eu l'effet attendu sur la croissance. Celle-ci s'est avérée loin des attentes qui auraient correspondu à une sortie de crise, au-delà d'une simple sortie de récession. A telle enseigne que la comparaison avec l'échec de la politique monétaire du Japon mérite d'être analysée.

Le graphique ci-dessous montre les résultats de la **politique monétaire que les Etats-Unis et le Japon** ont menée depuis 2010. Ces deux politiques semblables ont des résultats comparables, à l'amplitude près de la croissance sous-jacente des deux pays.



Dans un environnement de taux très bas, la **faiblesse de l'économie japonaise** se traduit par **3 récessions en moins de 6 ans** (2011 ; 2012 ; 2014) et **10 reculs du PIB**. Par ailleurs, les taux de croissance positifs de la période sont très faibles et au mieux de 1%, sauf au T3 2011 (plus de 2.5%). Pourtant, pendant toute la période les taux directeurs sont restés proches de zéro. **Aucun effet cumulatif** de cette politique monétaire ultra accommodante ne se retrouve en fin de période: la dernière récession a lieu en 2014 et l'ensemble de l'année 2015 est proche de 0, au bord d'une nouvelle récession. En somme il s'agit d'un échec complet de la politique monétaire japonaise. Pourtant cette politique a été prolongée au-delà de la limite des taux zéro, les dernières opérations consistant à envoyer les taux directeurs dans la zone négative...

Sans être comparable au niveau des taux de croissance du PIB, la **situation des Etats-Unis** est assimilable au niveau de la politique monétaire. Les taux zéro ont été pratiqués sur toute la période. Comme au Japon, **aucun effet cumulatif positif** n'apparaît en fin de période. Au contraire ce sont des taux de croissance de moins en moins élevés qui se succèdent au cours des 4 derniers trimestres. Au mieux, l'embellie de 2014 présente des taux de croissance dépassant les 4% d'avant crise. C'est à cette époque de croissance retrouvée qu'a été prise la **décision d'arrêter les programmes de « Quantitative Easing »**. Malheureusement pour la FED cette décision **n'a pas été accompagnée d'une hausse des taux** parallèle. Toutefois, en fin de période, la FED n'a pas, non plus, pris la **voie des taux négatifs** adoptée par le **japon**.

De la même manière que la baisse des taux directeurs est restée sans effet sur la croissance, un mouvement de hausse des taux directeurs, **ne devrait pas « mutatis mutandis » affaiblir l'économie américaine**. Dans ce cas, autant se donner des marges de manœuvre en haussant les taux. La fin du cycle en cours et le retournement des marges intervenu au cours des derniers trimestres conduisent à priori à un ralentissement, voire une récession. **L'absence de succès des politiques non conventionnelles suggère de retourner à une politique conventionnelle**

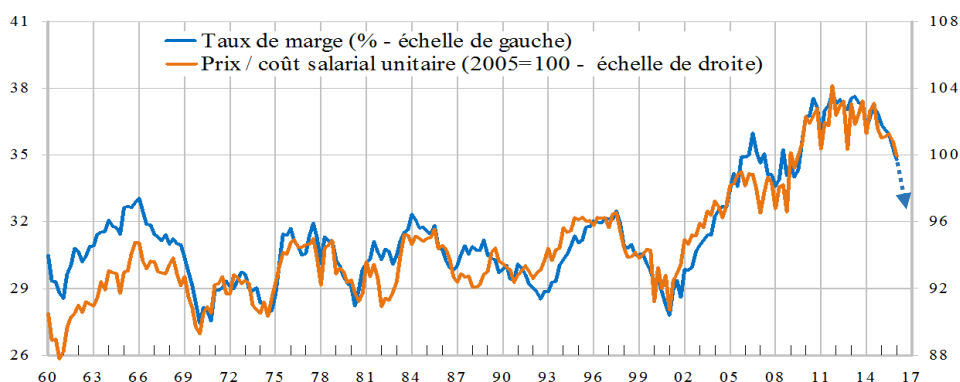
comportant un retour à la gestion monétaire par les taux directeurs. Il reste que la fenêtre de tir est aujourd'hui très étroite. A la suite de la perte de temps suivant les **2 trimestres 2014 où le resserrement était possible**, une accélération de la hausse des taux serait sans doute nécessaire. Pourrait-elle être acceptée par les marchés ? La normalisation semblait de plus en plus admise avant **les mauvais chiffres de l'emploi du mois de mai** qui pourraient présager une récession. Ces chiffres de l'emploi sont venus réduire la fenêtre de tir.

Hausse des taux directeurs de la FED : au mieux une fenêtre de tir étroite entre « timing » tardif et conjoncture dégradée, voire récession.

Les marges des entreprises américaines sont orientées à la **baisse depuis la fin de l'année 2014**. La marge de baisse est encore importante mais l'orientation est donnée et les chiffres intermédiaires confirment le retournement, en particulier la **productivité** en baisse au cours des derniers mois entraînant une forte progression du **coût salarial unitaire** (autour de 3% lors des deux derniers trimestres). Les données des entreprises fournies par la comptabilité nationale américaine confirment la **tendance baissière des résultats** après une stagnation de 2013 à 2015. **Les entreprises vont réagir** comme elles l'ont fait lors de toutes les récessions précédentes. Soit elles cherchent à maintenir leurs marges en **augmentant leurs prix, soit en réduisant leur personnel** employé (cf. Intel et ses 12000 licenciements) soit elles essaient de **contrôler la masse salariale**. D'un autre côté, la **FED montre une grande incapacité à prendre une décision** qui sera, de toute façon, inopérante. Les **taux de base**

sont descendus trop bas, trop longtemps, pour retrouver leur pouvoir d'incitation à l'investissement des entreprises. De ce fait, le retour à l'investissement ne peut venir que des entreprises elles-mêmes. Or, sous la **pression de la masse salariale**, elles sont en partie sauvées par la **baisse des coûts non salariaux par unité produite**. Les entreprises américaines doivent **orienter leur modèle économique** comme elles l'ont fait au cours des années 2000, et retrouver le chemin de la **productivité** en substituant des investissements en technologie aux salaires, du moins en partie. Comme analysé ci-dessus, si les entreprises américaines ne retrouvent pas ce schéma de fonctionnement elles risquent de rétablir leurs marges en **haussant leurs prix**. La FED aurait alors l'obligation de **remonter sensiblement ses taux directeurs** pour préserver les objectifs d'inflation de 2%. Bien entendu, cette opération, pourtant très classique en terme de politique monétaire, **accélérerait le processus de récession**.

Graphe 2 : Evolution des marges des sociétés US depuis 1960



Autre contrainte : le taux de change.

Comme lors de la grande crise de 1930, les **taux de change semblent faire l'objet d'une surenchère de compétitivité**. Si les prix en dollars ne sont pas concurrentiels, il faut faire baisser la valeur du dollar. Cet objectif n'est jamais annoncé ouvertement mais il est réel. L'instrument idéal pour l'atteindre réside dans la **baisse des taux directeurs**. Celle-ci est dans le sens **opposé d'un resserrement**. La mise en place d'un resserrement, si elle doit avoir lieu, risque donc d'être confrontée au taux de change du dollar. Mais paradoxalement, lorsque la **FED** fait allusion dans ses décisions monétaires, aux **problèmes d'autres pays**,

la meilleure façon de contribuer à les régler réside dans la **hausse du taux de change du dollar** que ce soit contre Euro, contre Livre sterling, ou contre monnaies asiatiques, comme on l'a vu ces dernières années. Au demeurant le **commerce extérieur des Etats-Unis** étant **structurellement déficitaire**, la hausse du dollar favorise un rééquilibrage des comptes extérieurs.

A priori la FED ne devrait pas remettre en cause le resserrement monétaire envisagé dès 2014 du moins pour des raisons de change. Malheureusement, les contraintes de fin de cycle sont plus sévères.



Conclusion : Priorité au déblocage de la situation.

La FED a clairement laissé passer l'opportunité de hausser ses taux directeurs en 2014. Si aujourd'hui elle avait encore des taux de croissance de 4 % du PIB à prendre en compte elle hausserait ses taux directeurs sans hésiter. Le fait d'avoir attendu met, aujourd'hui, la FED dans une position difficile.

Toutefois la position est moins difficile que celle qu'estiment les marchés. Les taux proches de 0 sont en effet inopérants sur l'activité et sont

même nuisibles à la croissance. En effet les sociétés empruntent même lorsqu'elles ont beaucoup de trésorerie et n'ont pas besoin d'emprunter comme Apple. Elles empruntent aussi pour, finalement, ne pas investir et préfèrent racheter leurs propres actions comme Mac Donald récemment.

En fin de compte, priver les sociétés des taux 0 ou faibles n'aurait d'effet que sur des activités secondaires et ne pèserait peu sur la croissance

de l'activité principale. Au contraire elle ferait la sélection entre entreprises endettées et non endettées. Par ailleurs elle rassurerait les entreprises et leur rappellerait leur fonction essentielle, celle de se développer.

Il paraît donc urgent de changer de politique monétaire, fût-ce en changeant tout ou partie du comité d' « Open Market » de la Réserve fédérale (FOMC). A moins que le cycle long de l'économie des pays de l'OCDE ne soit un cycle à très faible croissance au cours duquel la politique monétaire ne serve plus qu'à gérer la pénurie dans un environnement de fort endettement. A cette situation difficile viennent de s'ajouter les données de l'emploi. Les chiffres du mois de mai marquent une nette dégradation des créations d'emploi, au moment où s'exerce la pression des hausses de salaires dans les comptes des grandes entreprises non financières américaines. Ceci peut expliquer cela : les grandes entreprises ont

du mal à recruter les compétences qui leur permettraient de poursuivre leur croissance tout en maîtrisant leur masse salariale. Selon cette analyse, elles auraient réduit leur recrutement. C'est un autre aspect de la fin du cycle des marges. En somme, selon ce scénario, il y a peu de chance de voir la FED reprendre sa politique de hausse de taux compte tenu du blocage dû à la fin du cycle en cours et du « timing » raté, auxquels viennent s'ajouter les dernières données concernant l'emploi. A l'opposé, selon notre analyse, il semble que la tendance déjà faible, ne serait pas aggravée par une hausse des taux dans les limites évoquées. La conclusion serait donc de considérer comme possible une hausse de taux en rapport avec les niveaux actuels des taux longs, autour de 1.5% à 2 %. C'est sans doute ce que les marchés attendent de la normalisation. J. Yellen aura-t-elle le courage de s'y résoudre ?

Que retenir ?

- L'occasion ratée de 2014.
- La politique non conventionnelle inefficace devrait laisser de nouveau sa place à une politique conventionnelle dirigée par les taux, une tâche particulièrement ardue.
- A leurs niveaux actuels, les taux sont inopérants. A contrario, une hausse a peu de chance de modifier sensiblement la tendance de la conjoncture.
- Sortie du QE, la FED a fait montre d'une grande indécision dans les mesures à prendre. Son image sort racornie de cette période.
- Ses messages ne seront plus considérés comme paroles d'évangile. D'autant que le cycle en cours touche à sa fin.



Jean Borjeix
Gérant
jborjeix@platinum-
gestion.fr

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.