



Le QE3 n'a toujours pas l'efficacité escomptée sur l'économie US

Les révisions des taux de croissance et de l'emploi montrent une croissance plus faible que celle estimée par la Fed. Réduire le QE3 n'est pas une option. Les taux longs doivent baisser.

Points clés

- La 1^{ère} estimation du PIB au 2^{ème} trimestre surprend positivement les observateurs (+1.7%)
- Le taux de croissance final pour le 1^{er} trimestre à nouveau révisé à la baisse (+2.4% à +1.1%)
- La pertinence des estimations remise en question
- Les révisions historiques du PIB depuis 1929 ajoutent +0.1% de croissance par an
- Depuis l'introduction du QE3, les objectifs affichés ne sont pas atteints : la croissance reste très en-dessous de +2%, les créations d'emploi déclinent, les taux longs ont bondi de 100 ptb et le marché immobilier commence à en souffrir
- La position de la Fed est difficile, le resserrement monétaire induit par la hausse des taux longs depuis trois mois met en danger la croissance

Estimation, révision, chiffre définitif...à quel PIB peut-on se vouer ?

La 1^{ère} estimation de croissance au 2^{ème} trimestre semblait étonnamment meilleure qu'escomptée, et les marchés financiers réagissaient plutôt positivement à cette publication du dernier jour de juillet.

En annonçant un PIB de +1.7% au 2^{ème} trimestre, le BEA (Bureau of Economic Analysis) surprenait en effet tous les économistes, qui attendaient une progression réduite à environ +0.9% à +1% du PIB américain, faisant suite notamment aux coupes budgétaires et aux taxes automatiques enclenchées en l'absence d'accord politique spécifique entre républicains et démocrates en matière budgétaire. Au même moment, le PIB du 1^{er} trimestre initialement publié à +2.4% de croissance, qui avait largement enthousiasmé les investisseurs en début d'année, subissait sans réaction des marchés, une

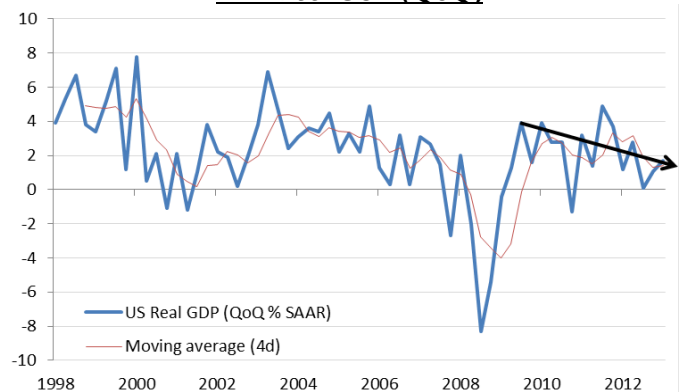
deuxième révision plutôt inquiétante.

Aucun observateur pourtant pour s'émouvoir d'une nouvelle diminution drastique cette croissance, qui se trouvait finalement réduite de +2.4% à une hausse plutôt décevante du PIB de seulement +1.1%. Les investisseurs ont sans doute jugé qu'il n'y avait pas de raison de s'en inquiéter, puisque tout semblait désormais aller mieux selon la 1^{ère} estimation du 2^{ème} trimestre.

Les commentaires des analystes se sont alors focalisés sur l'analyse détaillée de ce rapport, qui arrivait à point nommé pour confirmer la vision de la Fed d'une accélération probable de la croissance en cours.

La contribution des dépenses de consommation, en hausse de +1.8%, était meilleure qu'attendue, les dépenses gouvernementales se contractaient un peu moins (-1.5%), tandis que les dépenses des entreprises étaient un peu en retrait. Sur le front de l'emploi, les statistiques brutes restaient encore mixtes, avec une diminution des demandes d'allocations chômage et des créations d'emploi en baisse. Globalement, la réaction initiale était positive, les investisseurs voulant sans doute se rassurer en pariant sur une amélioration au second semestre.

PIB Réel USA (QoQ)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais quelle est finalement la pertinence de cette publication dans le contexte actuel ?

Quelle valeur peut-on en effet donner aujourd'hui à cette 1^{ère} estimation, alors que la tendance récente montre une fiabilité médiocre des estimations initiales du PIB américain ?

Les chiffres du second trimestre sont par ailleurs particulièrement dépendants de l'appréciation de la situation des ménages américains. Car la consommation domestique (+1.22%) et les dépenses d'investissement privées (+1.34%) ont largement contribué à la hausse de +1.7%, tandis que les dépenses gouvernementales restaient globalement inchangées et que le déficit commercial (-0.81%) apportait une contribution négative.

En tenant compte de cette estimation de croissance au second trimestre, la production de biens et services aux Etats-Unis a donc progressé d'un maigre +1.1% au 1^{er} semestre selon le BEA, sans que cela n'inquiète outre-mesure les investisseurs, probablement toujours rassurés par les commentaires optimistes du président de la Fed, qui estime toujours que la croissance devrait accélérer au second semestre.

La prochaine révision de la croissance du 2^{ème} trimestre interviendra le 29 août, entre temps, le consensus semble donc vouloir parier sur une croissance meilleure au second semestre et croire à la fin des effets négatifs d'une hausse de la fiscalité, des coupes budgétaires et à un redressement durable de l'économie américaine. Un nombre croissant d'économistes s'attendent donc désormais à une diminution du programme de rachat de titres de la Fed dès septembre.

La prudence voudrait pourtant que l'on pose un regard plus critique sur les chiffres publiés et sur l'efficacité réelle du QE3

En première analyse, il est vrai que cette 1^{ère} estimation du PIB semble positive. Toutefois, si cette publication a été accompagnée de grands titres particulièrement euphoriques, il faut souligner que cette estimation intervient au moment où le BEA publie aussi une révision complète des revenus et des comptes nationaux qui remonte à 1929.

Ainsi, les chiffres de croissance du 2^{ème} trimestre intègrent de nouvelles données non comprises dans les séries statistiques précédentes, ce qui crée une certaine distorsion dans la comparaison des données.

Dans cette révision complète de l'estimation de la croissance américaine depuis 1929, l'idée d'introduire dans la comptabilité nationale les dépenses de recherche et de développement notamment, ainsi que l'introduction de nouvelles méthodes de calculs, ont finalement amélioré la performance de l'économie américaine de +0.1% par an sur 83 ans. La croissance annuelle réelle moyenne du PIB a en effet été révisée de +3.2% à +3.3%, ce qui semble mineur, mais qui en fait représente des montants de plus en plus conséquents avec le temps; la révision pour le 1^{er} trimestre 2013 présente par exemple une différence de 1.86 trillions de \$ en rythme annuel.

En regardant de plus près ces statistiques trimestrielles, on observe tout d'abord qu'une progression inférieure à +2% de l'économie pendant deux trimestres consécutifs annonçait souvent l'imminence d'une récession.

Depuis l'annonce du QE3 du mois de septembre 2012, il est donc inquiétant de constater que l'économie américaine n'a finalement pas été en mesure d'enregistrer un seul trimestre de croissance supérieure à +2%, alors même que le président de la Fed continuait d'afficher une confiance excessive au point d'envisager une réduction du QE3.

Depuis le dernier trimestre 2011, le rythme de croissance s'est plutôt essoufflé, passant de +4.9% à +3.7% en mars 2012, avant de plonger de +2.8% en septembre à une quasi-stagnation (+0.1%) au dernier trimestre 2012.

Depuis, l'annonce de Ben Bernanke le 12 septembre 2012 du lancement d'un nouveau programme d'assouplissement monétaire « illimité » afin de soutenir une économie américaine, qu'il considérait avoir de la peine à se redresser à ce moment, en particulier en ce qui concernait l'emploi, celle-ci a bénéficié d'un soutien exceptionnel de liquidités correspondant à 85 milliards de dollars d'achats de titres obligataires par mois, l'équivalent de près de 1 trillion de dollars sur douze mois, sans que l'économie ne puisse montrer aujourd'hui la moindre accélération. En effet, la croissance au 4^{ème} trimestre 2012 n'était que de +0.1%, celle du 1^{er} trimestre 2013 a été révisée à la baisse de +2.4% à seulement +1.1% et la promesse du 2^{ème} trimestre de +1.7% pourrait bien, elle aussi, subir des révisions négatives déjà en août.

Quoi qu'il en soit, on est bien loin aujourd'hui de voir concrètement les effets positifs du QE3 sur la croissance aux Etats-Unis après neuf mois d'action.

La position adoptée dès le mois de mai par le FOMC semble aujourd'hui, à la lumière des statistiques définitives, clairement trop optimiste. Non seulement le QE3 n'a pas été en mesure de produire les effets escomptés en matière de croissance du PIB, mais il n'a

pas non plus tenu ses promesses sur le front des taux d'intérêts et de l'emploi.

Comment le QE3 devait-il soutenir la croissance économique ? Quels résultats concrets ? La Fed a-t-elle été trop optimiste ?

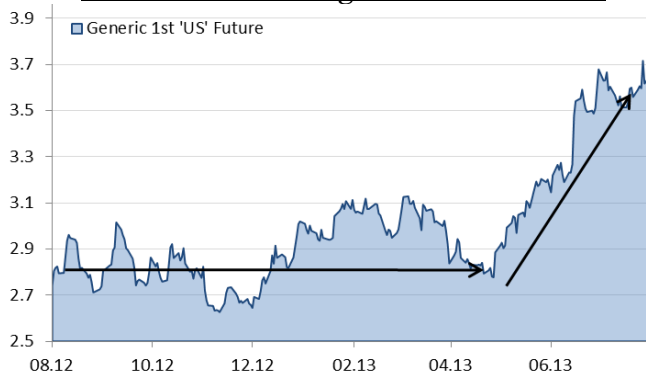
Lorsque la Fed a dévoilé sa nouvelle stratégie d'assouplissement quantitatif, elle espérait que celle-ci serait capable de contrecarrer les risques de ralentissement conjoncturel global, mais aussi les difficultés en Europe et les questions cruciales de fiscalité et de budget de l'Etat américain, dont les effets négatifs sur la croissance pouvaient potentiellement être élevés.

Mais l'objectif principal était certainement de créer les conditions favorables pour un aplatissement de la courbe des taux et en particulier d'une nouvelle baisse des taux hypothécaires, clairement indispensable à l'amélioration du bilan des ménages américains et à la dynamisation de la consommation privée. Une des difficultés principales de l'exercice était alors de réaliser cet objectif tout en évitant les effets inflationnistes probables d'une politique injectant 85 milliards de dollars par mois dans l'économie.

Les obligations du Trésor américain auraient largement dû bénéficier de ces afflux de liquidités et auraient dû voir leur taux d'intérêt baisser substantiellement. C'est en fait curieusement l'inverse qui s'est produit. Les taux longs n'ont en réalité pas du tout bénéficié de cet afflux de liquidités, au contraire.

Dans un premier temps, on observe un effet neutre, puisque les taux sont restés relativement stables entre le mois de septembre 2012 et le mois d'avril 2013. Le point d'inflexion se situe en mai, lorsque les taux longs prennent le chemin de la hausse et bondissent de 100 points de base. Cette hausse des taux se transmet largement dans les marchés de crédit et en particulier aux taux hypothécaires.

Taux d'intérêts à long terme du Trésor US

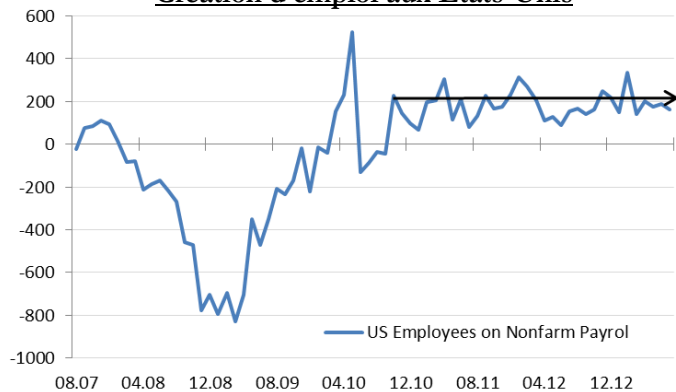


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Au début du 2^{ème} trimestre les attentes de croissance pour l'année 2013 étaient soutenues par les espoirs d'une accélération progressive des effets positifs du QE3 et par les chiffres préliminaires du PIB du 1^{er} trimestre. Le taux de croissance du PIB de +2.4% semblait alors démontrer l'efficacité de l'action de la Fed et suggérait une accélération de la dynamique économique aux Etats-Unis, malgré les risques de coupes budgétaires automatiques. La bonne santé du marché immobilier et la croissance de l'emploi, encore trop timide mais régulière, venaient confirmer l'impression de reprise. Ce sentiment général propulsait le marché des actions à de nouveaux sommets, renforçant ainsi le processus de réallocation d'actifs au détriment du marché obligataire, qui subissait brutalement une hausse des taux de 100 points de base. L'optimisme était sans doute à son comble et Ben Bernanke se laissait lui-même convaincre du probable succès de sa politique.

Pourtant, les chiffres parlent d'eux-mêmes et ne confirment selon nous pas du tout le succès du QE3. Entre 2008 et 2009, l'économie américaine a détruit près de 9 millions d'emplois, ce qui correspond à une destruction mensuelle de près de 350'000 emplois.

Création d'emploi aux Etats-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

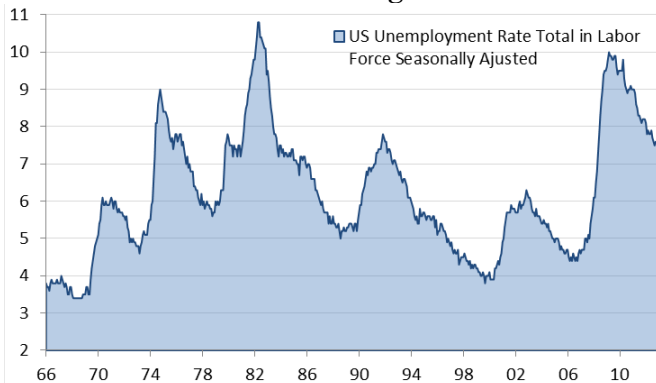
La moyenne de création d'emploi en 2011 était de 175'000/mois. L'année 2012 montrait une hausse des créations d'emplois réjouissante de 219'000/mois avant de subir un fléchissement à 192'000/mois sur les sept premiers mois de 2013. L'impact attendu ne s'est donc pas concrétisé, l'embellie de février (+332'000) s'étant vite dégonflée.

Depuis l'introduction du QE3, la croissance des nouveaux emplois aux Etats-Unis ne montre donc aucun signe d'amélioration et d'accélération, au contraire.

Depuis que la Fed a lié son programme de QE3 à l'évolution du taux de chômage en fixant un objectif minimum à 6.5% avant une possible interruption, cette statistique fait l'objet de toute l'attention des médias. Mais elle n'est pourtant que le pâle reflet d'une réalité plus

complexe. Les créations d'emploi en juillet ont déçu les observateurs en affichant une hausse de 162'000 nouveaux emplois, la plus faible croissance depuis quatre mois, tandis que les chiffres de juin étaient révisés à la baisse, malgré un taux de chômage légèrement plus bas à 7.4%. Par ailleurs, cette création d'emploi occulte le départ de 239'000 travailleurs du marché de l'emploi, alors que la population en âge de travailler augmentait de 204'000 individus.

Taux de chômage USA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La faiblesse du marché de l'emploi, couplée au ralentissement déjà sensible de l'activité dans la construction consécutif aux hausses de taux hypothécaires, constitue un nouveau risque pouvant affecter sensiblement la consommation des ménages américains et la croissance.

Dans ce contexte, la position de la Fed est devenue particulièrement difficile.

Son changement récent d'appréciation de la croissance économique de « moderate pace » à « modest pace », sans une remise en question de la possibilité de réduire le QE3 prochainement, laisse surtout penser que l'objectif principal de Ben Bernanke est devenu plus politique avec l'imminence de la fin de son mandat. L'espoir d'accélération au second semestre est de moins en moins fondé et se trouve d'ailleurs questionné par le poids des reconstitutions de stocks (25%) dans l'estimation du PIB du 2^{ème} trimestre.

Si l'économie américaine nous paraît effectivement en croissance, il devient difficile de justifier d'une accélération en seconde partie d'année.

Si la Fed maintient sa position, le réveil pourrait être brutal en automne

Les marchés financiers ont montré leur vulnérabilité à une interruption de QE3 en mai et juin. Le changement récent d'attitude de la Fed n'est cependant pas clair pour autant, car tout en reconnaissant le fait que la croissance restait fragile, elle laisse planer les doutes sur son programme d'achats de titres. Les marchés obligataires ne sont donc pas rassurés pour autant, mais l'optimisme est au contraire revenu sur le marché actions. Pourtant, depuis que Ben Bernanke a admis entre les lignes son erreur d'appréciation, sa marge de manœuvre reste très réduite et l'efficacité de ses interventions n'est toujours pas visible. Les marchés de taux n'ont pas réagi positivement aux signes de faiblesse conjoncturelle et les taux longs, y compris les taux hypothécaires, sont restés étonnamment inchangés. **Globalement, les annonces de Ben Bernanke n'ont donc pas eu d'effets positifs sur les taux, ce qui pourrait se payer cher en termes de croissance au 3^{ème} trimestre.** Il reste à espérer que le resserrement indirect de politique monétaire que constitue la hausse des taux longs depuis déjà trois mois ne finisse pas par plomber la croissance. N'oublions pas que ce sont avant tout les espoirs d'une croissance supérieure à 2%-3%, soutenue par une liquidité abondante, qui avaient permis aux marchés actions d'enregistrer une hausse de +16%, avant que la réalité de la croissance et les risques d'interruption de QE3 ne viennent remettre en question le scénario initial.

Conclusion

Le QE3 ne produit pas les effets escomptés sur l'économie réelle en croissance modeste. Il continue d'alimenter l'inflation des actifs financiers risqués sans atteindre son objectif principal de réduction de taux d'intérêt à long terme. L'économie sera peut-être en mesure de surmonter ce resserrement des conditions de crédit, mais dans le cas contraire, la hausse des actions américaines pourrait bien être brutalement stoppée.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch