



Politique monétaire américaine : an 1 de l'ère Yellen

Transition en douceur à la tête de la Fed. La phase 1 de la stratégie de normalisation est en marche et devrait suivre son cours sans surprise en 2014. Hausse des taux directeurs en 2015.

Points clés:

- Fin d'un style à la Réserve fédérale américaine
- L'ère Bernanke se termine sur un succès économique et sur l'explosion du bilan de la Fed
- Ben Bernanke peut in-extremis mettre en œuvre la phase 1 de la normalisation de sa politique audacieuse d'assouplissement quantitatif
- La réduction du QE3 est en marche et devrait suivre son cours en 2014 pour s'interrompre sans doute pendant l'été
- L'évolution très positive du taux de chômage masque une réalité moins favorable sur le plan des créations d'emplois
- L'inflation reste sous contrôle malgré l'accélération de la conjoncture
- Le prochain virage de politique monétaire sera plus difficile à prendre
- Pas de hausse de taux directeurs avant 2015

menée pour résoudre la plus grave crise financière depuis les années 30, n'aura surtout pas été dans la continuité, mais elle s'est finalement avérée être une réponse appropriée et à la hauteur du défi.

S'il est encore aujourd'hui difficile de dire si l'action de la Réserve fédérale aura été la meilleure réponse possible à la crise, il apparaît toutefois clairement qu'elle aura permis en cinq ans de sauver, puis de relever le système financier mondial et de finalement relancer la croissance, au moins aux Etats-Unis. Ses conséquences se sont développées au-delà des frontières des Etats-Unis à tel point qu'en ce début d'année 2014, certaines banques centrales mettent toujours en œuvre des recettes similaires pour régler leurs crises respectives.

Souvent considéré comme trop professoral et peu charismatique, sa personnalité contrastait fortement avec celle de son prédécesseur moins interventionniste, plus minimaliste et beaucoup plus communicateur. Le style de Janet Yellen qui lui succèdera sera sans doute également très différent.

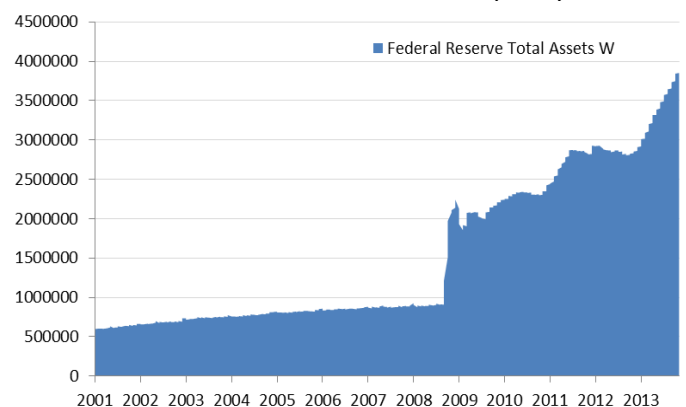
L'heure du bilan pour Ben Bernanke

La réunion du FOMC du 28-29 janvier marque la fin d'un style et d'une politique monétaire révolutionnaire mise en œuvre par l'un des banquiers centraux les plus audacieux de l'histoire.

En effet, le mot n'est pas trop fort pour qualifier la politique monétaire extraordinairement créative mise en œuvre au cours des cinq dernières années par Ben Bernanke.

Pour celui qui souhaitait, au début de son premier mandat à la tête de la plus puissante banque centrale du monde en 2006, simplement s'inscrire dans la continuité de l'action menée par son prédécesseur Alan Greenspan, l'action qu'il aura

Bilan de la Réserve fédérale (USA)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

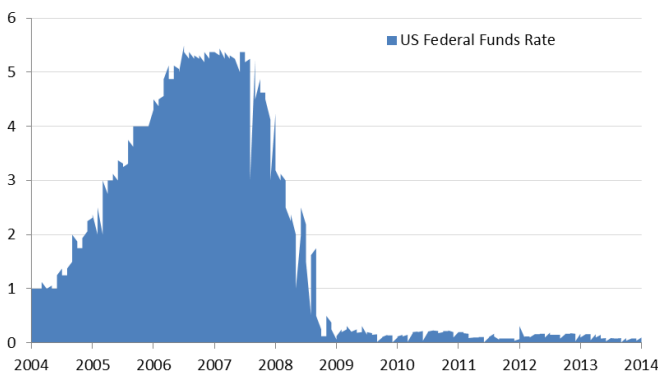
Parfois dogmatique, mais le plus souvent pragmatique, Ben Bernanke a eu l'audace d'imaginer une politique d'assouplissement quantitatif à très grande échelle tranchant avec l'usage classique des instruments traditionnels de politique monétaire, dont certains effets, inflationnistes notamment, pourraient n'apparaître que dans quelques trimestres.

Ce qui peut sembler un paradoxe, si l'on considère que pendant ces huit années, il a fait exploser le bilan de la banque centrale américaine de 900 milliards à 4'907 milliards de dollars par sa politique de création monétaire et d'injection de liquidités dans le système financier, sans aucun effet notable sur l'inflation.

Pendant cette même période, l'inflation s'est finalement avérée inférieure à 2.5% en moyenne.

Durant ces cinq années, Ben Bernanke aura utilisé tous les leviers à sa disposition pour sortir le pays et l'économie mondiale de cette crise. Au cours de sa présidence, les taux d'intérêts directeurs ont aussi été abaissés de 5.25% en 2007 à 0%, alors que les taux longs du Trésor chutaient en parallèle de 5.3% à 1.5% en 2012. Finalement, le levier monétaire aura aussi été activé à l'image de la nette dévalorisation du dollar contre le yen (-38%) et l'euro (-24%).

Taux directeurs Fed



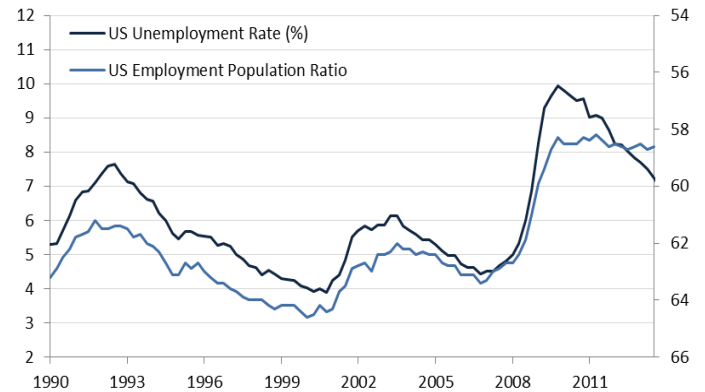
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Alors que la population américaine sans emploi explosait de 6.7 millions en 2007 à 13.2 millions en 2009, Ben Bernanke fixait un nouvel objectif à son action.

Désormais, l'objectif annoncé est la création d'emplois en organisant les conditions du retour dans le marché du travail du plus grand nombre possible de travailleurs au chômage. En annonçant qu'il liait sa politique monétaire à un objectif de réduction du taux de chômage et à un niveau acceptable d'inflation, Ben Bernanke innovait également en apportant une nouvelle transparence dans la fixation des objectifs de la Réserve fédérale. En

introduisant plus de communication, il pensait pouvoir contribuer à rendre la politique menée plus prévisible et plus efficace, tout le contraire de la vision de son prédécesseur, qui privilégiait le mystère et l'effet de surprise pour diriger les marchés et maintenir une marge de manœuvre maximale de l'institution.

Chômage et personnes sans emploi



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Lorsque Ben Bernanke passe le témoin à Janet Yellen, il lui transmet donc en janvier 2014 à la fois une économie en croissance, un système financier en convalescence, mais aussi un héritage de politique monétaire, qui sera certainement difficile à assumer.

Passage de témoin officiel à la Réserve fédérale américaine : la nouvelle présidente Janet Yellen devra mettre en œuvre la normalisation

Les historiens de l'économie jugeront l'héritage laissé par Ben Bernanke, mais aujourd'hui, le président de la Réserve fédérale transmet à Janet Yellen, première femme à occuper cette fonction dans l'histoire de l'institution, la très lourde tâche de normaliser la politique monétaire des Etats-Unis.

Normaliser sera donc le prochain mot à la mode en 2014 et cela passera d'abord par une diminution progressive des injections de liquidités.

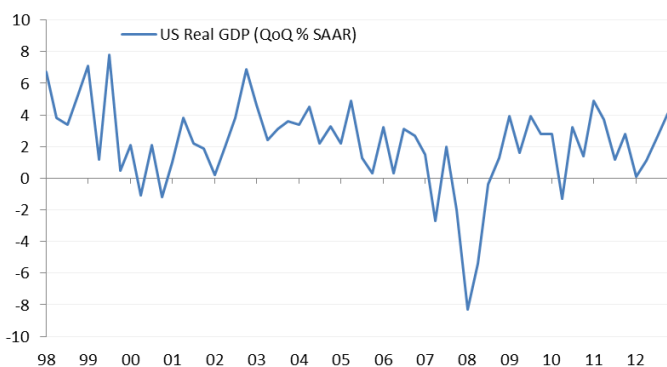
Annoncée prématurément sans doute en mai 2013, la normalisation de la politique monétaire semble désormais mieux acceptée par les marchés financiers, qui peuvent constater plus nettement depuis quelques mois le raffermissement de la conjoncture américaine et par conséquent son bien-fondé.

Ben Bernanke avait en définitive dû attendre l'accélération de la conjoncture et patienter jusqu'en décembre pour

mettre en œuvre sa stratégie de sortie du dernier programme d'assouplissement quantitatif (QE3).

Lorsque celui-ci pouvait enfin, in-extremis avant la fin de son mandat, annoncer la réduction de son programme d'achat de titres en décembre de 85 milliards à 75 milliards, il pouvait s'appuyer sur des statistiques économiques de plus en plus favorables. Depuis lors, les données surprennent encore par leur vigueur et devraient ainsi justifier la poursuite du plan de réduction des interventions décidé en décembre 2013, comme le suggère d'ailleurs la réduction à 65 milliards annoncée lors du dernier FOMC, meeting qu'il a présidé les 28 et 29 janvier 2014.

Croissance du PIB



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Car la croissance américaine, bridée en partie en 2013 par une politique budgétaire restrictive, semble bien dans une phase d'accélération au second semestre 2013 et en ce début d'année 2014. Les prévisions de croissance du consensus tablent sur une progression du PIB de +2.8% en 2014 et +3% en 2015. Bien que déjà positives, ces prévisions ne nous semblent toutefois pas intégrer suffisamment l'amélioration du budget fédéral et la baisse de la pression fiscale sur les ménages par rapport à 2013.

La croissance américaine pourrait donc bien terminer au-dessus de son potentiel à long terme en 2014 déjà et susciter un retour des anticipations inflationnistes.

C'est peut-être, justement, l'accélération de la conjoncture américaine au-dessus de son potentiel qui pourrait être l'élément déclencheur du retour des pressions inflationnistes et poser un problème rapidement à la nouvelle présidente de la Réserve fédérale.

Elle devra alors se prononcer sur la pertinence du maintien de sa politique de taux directeurs proches de zéro jusqu'en fin 2015 et résister aux pressions haussières sur les taux courts.

1^{ère} étape de la normalisation : nouvelle réduction de 10 milliards des injections de liquidités en février et interruption du QE3 pour l'été

Dans l'immédiat, la normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale consiste exclusivement à poursuivre la mise en œuvre de sa stratégie de sortie du dernier assouplissement quantitatif (QE3).

Nous l'avons déjà mentionné dans d'autres analyses hebdomadaires, l'amélioration de la conjoncture américaine a largement contribué à faire accepter la nécessité désormais de plus en plus claire de réduire les injections de liquidités.

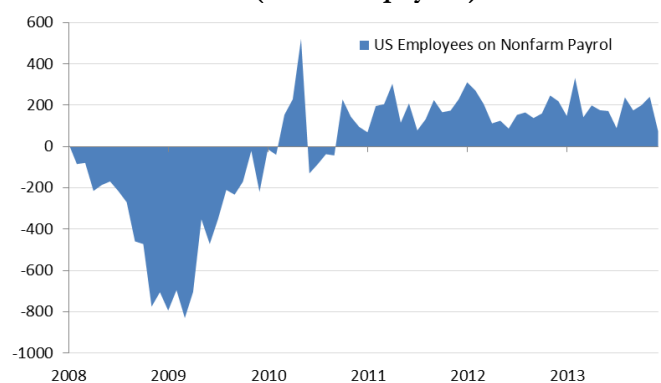
Depuis quelques mois, la baisse du taux de chômage est impressionnante et s'approche rapidement de l'objectif fixé de 6.5% pour maintenir une politique accommodante et des taux zéro.

La Réserve fédérale devra donc modifier un peu son analyse et ses objectifs si elle ne veut pas se trouver prise à son propre jeu et devoir prématurément procéder à une remontée de ses taux directeurs.

Janet Yellen devra donc dans un premier temps prendre ce virage en douceur pour ne pas risquer de remettre en cause la crédibilité de son action.

Mais il faut aussi rappeler que si le taux de chômage est effectivement en nette baisse, ce phénomène est largement dû à la diminution régulière du taux de participation (chômeurs abandonnant leur recherche d'emploi) et ne reflète pas une forte dynamique de création d'emploi. Attention au risque de rebond du taux de chômage et au retour de balancier lorsque ces derniers décideront de revenir tenter leur chance lorsque les conditions seront meilleures encore en 2014.

Créations d'emploi aux Etats-Unis (non farm payroll)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Du côté des créations d'emplois en effet, l'image est moins réjouissante et fournira certainement la marge de manœuvre indispensable pour maintenir une politique expansive malgré l'objectif de taux atteint.

Les créations d'emplois en décembre (+74'000) ont en effet été inférieures à celles observées chaque mois depuis 2011 et se situent bien en-dessous du chiffre de +241'000 atteint en novembre.

La nouvelle présidente de la Réserve fédérale devrait débiter son mandat dans des conditions relativement favorables et poursuivre le programme de réduction des achats de titres. En l'absence de risque inflationniste, si la politique monétaire devrait rester au centre des préoccupations, elle ne devrait tout de même pas surprendre les marchés financiers.

La Réserve fédérale ne prendra pas le risque en 2014 de modifier sa stratégie et limitera son action à la mise en application de sa stratégie de sortie en réduisant progressivement ses injections au cours des six prochains mois.

2^{ème} étape de la normalisation : évolution subtile de la « forward guidance »

Probablement encore prématurée, cette évolution sera pourtant un tournant de politique monétaire difficile à assurer lorsqu'elle interviendra.

Au cours des cycles économiques précédents, le resserrement des taux est intervenu lorsque le chômage avait fortement reculé et que l'inflation réapparaissait.

Si la première condition semble en passe de se réaliser, il reste encore à l'inflation à se manifester. La croissance très rapide de la liquidité mondiale sous l'impulsion initiale des Etats-Unis, puis désormais du Japon, laisse naturellement craindre un retour de l'inflation à terme. Les indicateurs de croissance du crédit montrent pour l'instant que la croissance de la base monétaire ne s'est pas transmise à l'économie réelle par un développement du crédit, ce qui a pour l'instant limité la demande et empêché le retour de tensions inflationnistes.

La globalisation et des niveaux de chômage encore élevés empêchent la hausse des salaires dans de nombreux pays et le cycle conjoncturel mondial, encore en-dessous de son potentiel ne provoque pas de tensions sur les matières premières. Les risques inflationnistes semblent donc pour l'instant contrôlés. S'il peut sembler prématuré de craindre un dérapage dans ce domaine, il faut tout de même souligner que toutes les politiques menées en faveur de l'accélération de la croissance contiennent en elles-mêmes les ferments d'une reprise de l'inflation.

Pour l'instant, les dernières estimations des prévisions de taux communiquées par les membres du FOMC semblent indiquer qu'il ne devrait toujours pas y avoir de risque de remontée rapide des taux directeurs, la majorité des membres n'envisageant pas de remontée avant 2015.

Si ces prévisions se concrétisent, la remontée des taux sera nettement moins rapide que dans les précédentes phases de resserrement des conditions monétaires.

En ce qui concerne la vitesse de normalisation, on devrait assister à une hausse de 50 points de base en 2015 puis 100 points de base en 2016. Elle sera notamment moins sévère que la hausse brutale encore dans les mémoires enregistrée en 1994 de +3% en douze mois qui avait provoqué le crash obligataire.

Conclusion

La 1^{ère} phase de normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale est enclenchée et devrait se poursuivre régulièrement en 2014.

La nouvelle présidente, Janet Yellen, bénéficie d'un contexte de plus en plus favorable sur le plan économique. Mais les créations d'emploi restent décevantes malgré la chute du taux de chômage.

La 2^{ème} phase de normalisation sera plus difficile à mettre en œuvre. Rien n'indique qu'elle ne s'enclenche avant 2015.

Mais attention aux risques inflationnistes qui pourraient resurgir en 2^{ème} partie d'année 2014.

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