

## Une rentrée sous le signe du changement

**Le profil de l'économie mondiale a changé au cours de l'été. Les inquiétudes relatives à la zone euro sont moins pesantes.**



**Les pays industrialisés** semblent repartir progressivement de l'avant. En témoigne, le chiffre de croissance de la zone euro du 2<sup>e</sup> trimestre annoncé le 14 août dernier (+ 0,3 %) mettant fin à la longue récession à l'œuvre depuis octobre 2011. L'Europe ne constitue plus le frein qu'elle était à la croissance mondiale et les États-Unis revoient à la baisse les risques de ralentissement durable de leur croissance. C'est ce qui a incité la Fed à modifier son discours. La situation des **pays émergents** s'est en revanche dégradée rapidement depuis l'intervention de Ben Bernanke, président de la Federal Reserve, devant le Congrès américain mi-mai. L'annonce d'un possible changement de stratégie monétaire aux États-Unis a provoqué d'importantes sorties de capitaux de ces pays, fragilisant ainsi leurs devises. Cela n'a, d'ailleurs, pas eu que des conséquences à l'extérieur de l'économie américaine puisque les taux d'intérêt de long terme américains ont fortement progressé.

Au cours des prochains mois, la conjoncture mondiale va s'organiser autour de ces trois éléments.

### Vers un retour de la croissance en Europe...

Depuis le printemps, la lecture des enquêtes auprès des entreprises donne des signaux plus positifs. Des ajustements s'opèrent et sont favorables à une amélioration de l'activité. Les flux de commandes sont plus robustes, tandis que les stocks sont moins importants. La dynamique des échanges au sein de l'Europe est un peu plus dense. Ces facteurs sont généralement des signaux de retournement cyclique auxquels il faut être attentif. Cette dynamique commune s'observe d'ailleurs dans des chiffres de croissance du 2<sup>e</sup> trimestre bien meilleurs qu'attendu dans tous les pays de la zone. C'est cette tendance commune qui doit être soulignée.

Ces changements de comportement sont liés en grande partie à la réduction de l'incertitude observée en zone euro. Les institutions ont changé de façon radicale depuis l'été 2012. Toute la construction n'est pas achevée mais des solutions peuvent désormais être

trouvées pour pérenniser la zone euro. La BCE a également œuvré dans ce sens en déclarant qu'elle maintiendrait durablement les taux d'intérêt très bas afin d'infléchir les anticipations de l'ensemble des acteurs de l'économie.

En complément, des efforts locaux ont été consentis même si globalement les politiques budgétaires, restées restrictives, continuent de peser sur l'activité.

Néanmoins, l'amélioration constatée ne signifie pas pour autant une sortie de crise ou une envolée vers une croissance forte et durable. La Grèce reste au cœur des préoccupations et un 3<sup>e</sup> plan sera nécessaire. Les entreprises sont moins fébriles, mais l'investissement reste en retrait dans tous les pays de la zone, y compris en Allemagne. Ce n'est que lorsque celui-ci repartira significativement de l'avant que l'Europe sera tirée d'affaire. Cela s'observera probablement au cours des premiers mois de 2014.

### ... et une dégradation de la situation dans les pays émergents

Depuis mi-mai, la situation des pays émergents s'est dégradée : importantes sorties de capitaux, dépréciation des devises... Dans la 2<sup>e</sup> quinzaine du mois d'août, l'accent a été mis sur l'Inde, le Brésil, la Turquie ou encore l'Indonésie. Ces pays, comme de nombreux autres, ont subi un ralentissement de leur croissance et une sortie de flux de capitaux.

Trois éléments doivent être pris en compte :

→ **L'Europe et les États-Unis sont généralement des clients majeurs de nombreux pays émergents.**

Or, depuis 2011, l'Europe est en récession et l'économie américaine connaît une progression plus faible que par le passé. Le niveau de la demande des européens et des américains adressée aux pays émergents est resté faible sur toute cette période. Les émergents, même s'ils ont développé un marché intérieur plus robuste depuis quelques années avec l'apparition d'une classe moyenne plus importante, n'ont pas la

capacité d'autonomie nécessaire pour croître indépendamment des pays industrialisés.

### → La Chine ne joue plus le même rôle.

Fer de lance des pays émergents, la Chine a été à l'origine d'impulsions positives très fortes pour l'ensemble de ces derniers. Depuis son adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce fin 2001, la Chine a tiré les pays émergents vers le haut en devenant un partenaire commercial de référence.

Cependant depuis deux ans, la Chine a réorienté son mode de croissance et son impact sur les émergents s'est réduit. Cela ne s'inversera pas rapidement. De fait, les pays exportateurs de matières premières, comme le Brésil, sont fragilisés.

### → La rupture la plus récente pour les pays émergents est l'annonce par la Federal Reserve d'un changement fort de sa stratégie monétaire à partir de mi-mai.

Les propos rassurants de Ben Bernanke sur l'état de l'économie américaine et le schéma de sortie qu'il a indiqué lors de la conférence de presse du 19 juin dernier ont convaincu les investisseurs que la dynamique était en train de se modifier aux États-Unis. La nouvelle perception de l'environnement par les investisseurs s'est traduite par un rapatriement des capitaux aux États-Unis, capitaux qui avaient alimenté les pays émergents lorsque la situation était incertaine outre-Atlantique et que la Fed indiquait le maintien durable d'une politique très accommodante. Ce revirement de situation a fragilisé les monnaies émergentes de façon spectaculaire.

Ces pays qui avaient connu une forte croissance avaient aussi un solde de compte courant déficitaire. Celui-ci était financé notamment par les flux de capitaux étrangers. Cet apport de liquidité réduisait les incitations à se réformer et à devenir plus autonome. L'inversion des flux de capitaux laisse des pays avec un fort déséquilibre extérieur les obligeant à un ajustement rapide et brutal.

Des plans de soutien ont été mis en place au Brésil, en Inde et en Turquie, mais les trois facteurs évoqués ci-dessus ne vont pas s'inverser spontanément. Même si les Européens et les Américains retrouvent une croissance soutenue, l'impact sur les pays émergents sera long à se dessiner. Ces pays vont donc avoir tout intérêt à trouver une dynamique plus autonome et

probablement à accélérer les accords de coopérations régionaux pour accentuer leur autonomie de croissance. À court terme, l'utilisation des réserves de change pour soutenir leur monnaie ne sera envisageable que si la situation de crise ne se prolonge pas trop. Cela permettra alors de limiter les réformes immédiates à mettre en œuvre. Toutefois, l'incertitude risque de durer au moins jusqu'à l'arrivée du nouveau président de la Fed. La seconde partie de l'année risque donc d'être plus difficile du côté des émergents. Ces pays n'échapperont pas à la nécessité de trouver de l'autonomie de croissance à moyen et long terme. Au total, l'ajustement sera long et discriminant pour chacun de ces pays.

## La dynamique des taux d'intérêt américains

Depuis l'annonce de Ben Bernanke au Congrès américain mi-mai, le taux d'intérêt des obligations à 10 ans a progressé de près de 100 points de base. Ce mouvement spectaculaire traduit la nouvelle orientation de la politique monétaire. Lors de sa conférence de presse le 19 juin dernier, Ben Bernanke a également signalé que, la situation étant meilleure sur le plan de la croissance et de l'emploi, la Fed allait réduire ses achats d'actifs financiers, puis, lorsque la situation (notamment sur le marché de l'emploi) s'améliorerait encore, envisagerait une remontée de ses taux d'intérêt de référence. En d'autres termes, la Fed veut se donner 2 à 3 ans pour sortir de sa politique très accommodante, mais ne veut pas le faire par surprise et prendre le risque d'un choc de taux d'intérêt excessif susceptible de fragiliser la reprise de l'activité.

Ce changement s'est traduit par une hausse des taux d'intérêt avec une pentification spectaculaire de la courbe des taux d'intérêt.

Plusieurs raisons à cela :

### → L'association des propos rassurants sur la croissance et du changement de stratégie monétaire provoquent nécessairement une nouvelle valorisation du futur.

Il n'est donc pas étonnant que les taux d'intérêt de long terme progressent. Le futur s'écrit désormais différemment : si les investisseurs partagent cette idée d'une croissance plus robuste et sans inflation, alors ils accepteront ces taux plus élevés.

### → Aujourd'hui, la problématique vient à la fois de la méthode choisie mais aussi de la fin du mandat de Ben Bernanke, le 31 janvier 2014.

Ben Bernanke a souhaité convaincre les investisseurs que les taux d'intérêt de référence pour la Fed resteront durablement très bas. Il a posé des jalons en termes de taux de chômage : tant que celui-ci n'atteint pas 6,5 %, l'autorité monétaire n'envisagera pas de penser à une éventuelle hausse de ses taux d'intérêt. Et l'atteinte de ce seuil n'aura pas non plus un caractère automatique.

En résumé, la Fed a pris toutes les précautions pour ne pas brutaliser les anticipations. Cependant, cela a engendré des interrogations du côté des investisseurs. En réduisant ses achats d'actifs financiers, la Fed indique clairement une évolution dans sa perception de l'économie américaine. Si l'économie s'améliore aussi rapidement que les anticipations des investisseurs, alors la Fed devra remonter son taux de référence plus vite qu'elle ne l'avait imaginé. Cela s'est traduit par une hausse des taux futures qui anticipent une hausse des taux plutôt mi-2014 que mi-2015, impactant ainsi l'ensemble de la structure des taux d'intérêt.

### → Une autre incertitude demeure : la succession de Ben Bernanke fin janvier 2014.

La nouvelle présidente suivra-t-elle la voie élaborée par Ben Bernanke ou le nouveau président se sentira-t-il contraint et tenu par les engagements de Ben Bernanke ? Si ce n'est pas le cas, une nouvelle stratégie pourrait être adoptée. Le choix de la continuité avec Janet Yellen, l'actuelle vice-présidente de la Fed, ou celui de la possible rupture, avec Larry Summers, sera connu à l'automne. Tant que ce débat ne sera pas tranché, une incertitude forte demeurera sur l'ensemble de la courbe des taux américains. Cette prime de risque va perdurer et maintenir des taux d'intérêt élevés outre-Atlantique avec le risque de fragiliser l'économie et notamment son marché immobilier.

La tâche de Mario Draghi à la BCE sera de limiter la contagion de ces taux plus élevés vers l'Europe, car celle-ci n'a pas encore la robustesse nécessaire pour les supporter durablement. Des engagements sur le futur devront être pris.

Rédigé le 26/08/2013.

NB : Larry Summers a annoncé le 15/09/2013 ne plus être candidat à la présidence de la Fed.