

PERSPECTIVES *MACRO*

FED vs BCE : deux politiques divergentes



par Philippe Waechter, directeur de la recherche économique de Natixis Asset Management

L'année 2014 pourra peut-être se résumer par un bras de fer entre Janet Yellen et Mario Draghi. Pour s'en convaincre, relisons les déclarations de l'un et de l'autre. Pour la présidente de la Federal Reserve américaine, la robustesse de l'économie américaine se traduira par une réduction, réunion après réunion, du montant des actifs achetés. Puis, lorsqu'à l'automne prochain le montant tombera à 0, la Fed se donnera un délai (6 mois?) pour commencer à relever ses taux d'intérêt.

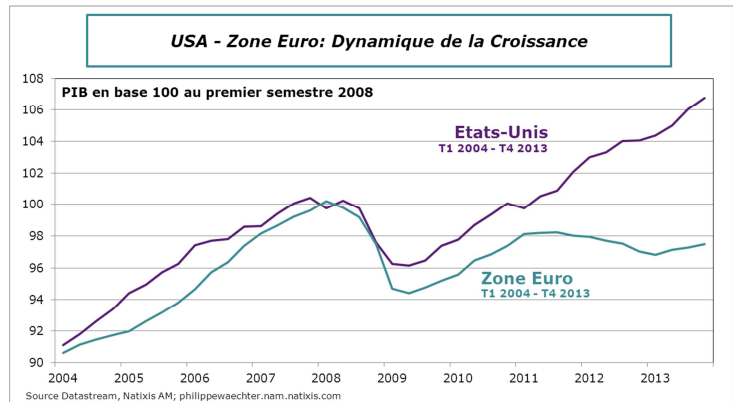
De ce côté-ci de l'Atlantique, le discours n'a pas la même tonalité. Lors du dernier comité de politique monétaire, il y a eu l'unanimité des membres du conseil pour considérer que la politique monétaire menée par la BCE était restrictive, même avec un taux de référence à 0,25%. En conséquence, il est nécessaire de mettre en œuvre une stratégie plus accommodante.

Cette orientation de la BCE a été confirmée lors de la réunion semestrielle du FMI et de la Banque Mondiale à la mi-avril. elle baisserait dans un premier temps son taux de référence, sans plus de précisions pour l'instant sur un éventuel taux négatif pour les facilités de dépôts. La deuxième étape serait l'achat d'actifs financiers sur des maturités allant jusqu'à 10 ans. Les actifs achetés seraient très diversifiés, et plutôt sur des maturités longues pour se caler sur le mode de financement de la zone Euro.

C'est ainsi que se pose la situation conjoncturelle pour 2014 : des américains qui souhaitent adapter leur politique monétaire à une croissance plus soutenue de l'activité, et des européens dont la stratégie monétaire doit rester accommodante ou le devenir encore davantage. L'activité est en effet sur une tendance peu dynamique, non susceptible de provoquer des tensions sur l'appareil productif. Le spectre de la déflation hante les nuits des investisseurs de la zone Euro, pas celles des investisseurs américains.

Cette divergence de trajectoires conjoncturelles trouve sa source dans les chocs subis par les deux pays, mais aussi par la façon dont les politiques économiques ont été mises en œuvre.

Le graphique montre que, sur la période 2009/2010, les réactions de chaque économie ont été comparables, reflétant la mise en place d'un plan de relance à grande échelle. Chaque pays développé ou émergent a contribué à ce rebond de l'activité globale.



C'est ensuite que la divergence est apparue. Elle est très perceptible sur le graphe. L'économie américaine continue de progresser pendant que la zone Euro connaît un coup d'arrêt. Cette rupture de 2011 explique la configuration actuelle.

C'est ce changement de trajectoire qu'il convient de comprendre dans un premier temps. Il y a trois raisons provenant de la zone Euro et deux raisons américaines.

Les trois raisons de la zone Euro

1 – La nécessité de mettre en œuvre une stratégie plus consistante pour la zone Euro.

La crise grecque de 2011 et ses répercussions ont avant tout traduit les insuffisances institutionnelles de la construction de la zone Euro. Celle-ci n'avait pas la capacité de répondre de façon autonome à un choc négatif spécifique. Elle ne disposait pas des instruments pour assurer sa propre régulation. Cette fragilité a en grande partie été réparée par la mise en place du mécanisme européen de stabilité, du traité de gouvernance, de l'Union Bancaire, mais aussi par la BCE qui se donne progressivement le rôle de prêteur en dernier ressort que son statut initial ne lui garantissait pas. La zone Euro a ainsi gagné en autonomie, ce qui est un élément majeur.

2 – Les politiques budgétaires ont été très restrictives, notamment dans les pays du sud de l'Europe.

L'allure de l'activité en Espagne, en Italie ou encore au Portugal a été fortement conditionnée par ces stratégies trop fortement et trop rapidement restrictives. La soutenabilité de certaines situations n'était pas garantie mais les mesures ont été prises alors que la demande privée était déprimée. Cela ne pouvait qu'aboutir à la récession. Par ces mesures, la demande privée a été encore plus durablement affectée, pesant alors très directement sur la demande adressée aux entreprises.

3 – La troisième raison est à trouver du côté de la politique monétaire.

Alors que la Fed maintenait des taux d'intervention très bas depuis la fin 2008, et s'engageait à les maintenir à ce niveau encore très longtemps, la BCE ne les baissait pas autant mais surtout les remontait en avril et juillet 2011. Au moment où l'activité commençait à s'essouffler, la BCE a durci le ton pour d'improbables tensions inflationnistes.

L'ensemble de ces facteurs a créé de l'incertitude sur la pérennité de la construction mise en place et sur la capacité de la zone Euro à retrouver de la croissance. La fragilité de l'environnement institutionnel et les politiques économiques restrictives ont eu la peau de la reprise fragile qui se dessinait en 2010. Ces éléments se sont estompés et, depuis le printemps 2013, la croissance redémarre timidement.

Les deux raisons américaines

1 – Le mécanisme de désendettement des ménages s'est mis en place rapidement. L'accélération de cet endettement avait été à l'origine de la crise, il fallait le réduire pour redonner des marges de manœuvre aux ménages. Dans le même temps, le Trésor américain a accepté un déficit plus important pour compenser la réduction de demande des ménages liée à ce désendettement. Enfin, troisième étage de la construction, la Fed prenait en charge une partie importante de ces émissions du Trésor en les achetant lors des diverses opérations de Quantitative Easing. Cela permettait de dissiper le risque dans le temps. La Fed a joué ici son rôle de prêteur en dernier ressort.

Sur ce développement, on observe la divergence marquée avec la stratégie européenne.

2 – La deuxième raison est un choc d'offre. L'utilisation du gaz et du pétrole de schiste a permis de réduire les coûts de production de façon significative et de créer de nouvelles conditions de production.

Outre la gestion de la crise de la zone Euro qui est un facteur majeur, on voit que les options prises pour faciliter l'ajustement macroéconomique ne sont pas comparables de part et d'autre de l'Atlantique. L'économie américaine va connaître cette année une croissance voisine de 3%, alors qu'en zone Euro elle sera proche de 1%.

L'économie américaine retrouve une allure plus normale et, de ce fait, la Fed a toutes les raisons pour progressivement ajuster sa stratégie monétaire. Pour l'instant les taux d'intérêt qui ont bougé sont sur la partie courte de la courbe. La partie longue s'était déjà ajustée depuis mai 2013, depuis le moment où Bernanke avait donné le signal de changement d'orientation de la stratégie monétaire de l'institut d'émission américain. Janet Yellen a donné le signal approximatif sur une remontée des taux d'intérêt, probablement à partir de l'été 2015. Ne doutons pas que les investisseurs formeront progressivement des anticipations plus agressives sur l'évolution des taux américains et sur la forme de la courbe des taux de rendement.

Cela aura nécessairement une incidence, une contagion vers la courbe des taux de la zone Euro. Les écarts de taux d'intérêt par maturité sont déjà tendus mais ils pourraient aller plus loin. Cela permettrait de ne pas contraindre de façon excessive l'économie de la zone Euro.

C'est aussi pour cela que de nouvelles mesures de politique monétaire sont nécessaires de la part de la BCE. Si rien n'est fait, c'est la Fed qui donnera le ton et le rythme. La zone Euro a besoin de temps, et pour cela il faut que la BCE soit encore plus volontariste. Il faut aussi que les autres acteurs de la zone Euro, consommateurs, entrepreneurs et gouvernements mettent en œuvre les moyens d'une croissance plus autonome. Car c'est là le véritable enjeu. L'économie est mondialisée mais chacun doit trouver une capacité à être un peu plus autonome dans son mode de fonctionnement. La BCE doit y participer mais ne pourra être la solution à elle seule.

Rédigé le 15/04/2014.

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. **France** : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Ce document est publié par la Direction de la Communication de Natixis Asset Management.