

# Quatre raisons pour la FED d'augmenter son taux directeur en septembre

Voici les trois derniers cycles de durcissement monétaire de la FED : Sur la période, le taux directeur de la FED augmente de 300 points de base à 6%. Le taux directeur de la FED passe de 4,75% à 6,50%. En juin 2004, la FED enclenche un durcissement monétaire qui fait passer son taux directeur de 1% à 5,25%. Le mois suivant la première hausse, le dollar index grimpe de 2,29% et l'once d'or chute de 3,35%.

Nombreux sont les investisseurs qui rêvent d'un QE4 ou, au moins, d'un report à 2016 de la première hausse des taux de la FED. Ce serait une fuite en avant. Deux arguments sont invoqués pour plaider en faveur du statu quo :

L'économie américaine n'est pas suffisamment solide pour augmenter ses taux

Nul ne peut nier que l'économie américaine est en moins bonne santé qu'avant 2007. L'évolution des salaires, le taux de participation de la population active en baisse de 440 points de base par rapport à son niveau d'avant-crise, et la croissance économique faible par rapport aux précédentes phases de reprise où les Etats-Unis affichaient un PIB en hausse de 4% voire 5% sont les principaux éléments corroborant l'hypothèse d'une reprise lente et plus fragile. Comme l'indique la diminution de la croissance du PIB potentiel, à 2% pour la période 2015-2025 contre 3% pour la période 2000-2007, les Etats-Unis s'engouffrent dans une forme de stagnation économique qui n'est pas uniquement la conséquence de la destruction des capacités de production sous l'effet de la crise économique de 2007. Le phénomène est mondial. Il reflète la démographie déclinante, la baisse de la productivité et également les changements structurels à l'oeuvre dans l'économie (« ubérisation » du marché de l'emploi, robotisation des activités, grappes d'innovations abondantes mais absence d'innovations de rupture etc). La politique monétaire n'est pas en mesure de remédier à la situation. Elle a atteint ses limites. C'est à la politique budgétaire de prendre le relais.

Un durcissement monétaire risque de provoquer une nouvelle crise des pays émergents

Celle-ci est certainement inévitable. Les quatre redressements monétaires ayant eu lieu au cours des quatre dernières décennies ont tous provoqué des turbulences sur les marchés émergents. Depuis la crise de 2007, les pays émergents ont alourdi leur endettement en dollars pour des périodes de plus en plus longues. En 2014, ils affichaient un endettement de 100 milliards de dollars sur plus de 10 ans. Le statu quo de la FED a bien peu de chances de favoriser un processus de désendettement qui n'est d'ailleurs toujours pas amorcé. Pour sortir du cycle de dette, il faudra certainement passer par des faillites et une nouvelle crise financière. Les pays les plus vulnérables sont ceux qui n'ont pas réussi à réduire leur dépendance au pétrole au cours de la décennie précédente qui a été marquée par une forte hausse des cours. Dans la foulée du Kazakhstan qui a abandonné cet été l'ancrage de sa monnaie au dollar pour la dévaluer de 20%, de nombreux pays pourraient être contraints de suivre ce chemin en Afrique, en Asie Mineure ou dans la péninsule arabique, ce qui accentuerait la volatilité déjà présente sur le marché des changes. Les échecs de

certains pays (Afrique du Sud, Brésil, Chine, Turquie etc) ne doivent toutefois pas dissimuler les succès et le potentiel des autres (au premier rang desquels la Colombie, l'Inde, le Pérou, les Philippines ou encore la Pologne). Les pays qui ont effectué les réformes structurelles nécessaires au cours des dernières années ont plus de chances de s'adapter à la hausse des taux de la FED qui sera, vraisemblablement, très graduelle et n'aura rien à avoir avec le précédent durcissement qui avait été amorcé en 2004.

En réalité, la probabilité de hausse des taux en septembre est plus élevée qu'on ne le croit. Il n'existe pas de timing idéal pour durcir la politique monétaire mais plusieurs arguments indiquent que la FED est en mesure de le faire dès ce mois-ci si elle le souhaite. On peut en recenser quatre :

Stricto sensu, la FED est en passe d'avoir rempli son mandat dual

Avec un taux de chômage à 5,3%, l'économie américaine est presque en situation de plein-emploi. Elle entre dans sa septième année d'expansion. La période de croissance actuelle est plus longue de seize mois que la période de croissance moyenne observée depuis 1945. Pour l'inflation aussi, la FED a quasiment rempli son objectif puisque l'inflation hors pétrole et énergie est à 1,8%, soit à quelques encablures de la cible de 2%. En intégrant l'évolution du baril de pétrole, l'inflation ressort nettement en baisse mais cette situation quasi-déflationniste est un facteur externe sur lequel la banque centrale a peu d'influence et qui ne peut pas, à lui seul, décider de la stratégie de la politique monétaire américaine.

La FED a conscience du risque de création de bulles spéculatives

Bien que la prévention de la formation des bulles spéculatives ne fasse pas partie officiellement du mandat de la FED, il s'agit d'une préoccupation légitime renforcée par la financiarisation de l'économie. La littérature économique remontant au début du siècle précédent soulignait déjà la nécessité pour les banques centrales d'inclure le prix des actifs financiers et immobiliers afin d'avoir une vision plus complète de l'inflation réelle. Les récentes bulles spéculatives sur les valeurs boursières ou sur l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays industrialisés confirment cette nécessité. Aux Etats-Unis, les excès ayant conduit à la crise de 2007 semblent se reproduire. De nombreuses valeurs boursières évoluent sans lien avec les bilans des entreprises et les primo-accédants peuvent, de nouveau, contracter des prêts qui couvrent l'équivalent de 97% de la valeur de leur achat immobilier. Un retour à une politique monétaire plus orthodoxe implique des dangers certains mais a pour avantage premier de redonner une « vraie » valeur à l'argent.

Les conditions de crédit vont rester durablement souples

Bien qu'une coordination de la politique monétaire entre les grandes banques centrales soit une douce illusion, il n'en demeure pas moins qu'il y a une certaine forme de coopération. En témoigne la décision de la BNS concernant l'abandon du cours plancher du franc suisse, en janvier dernier, qui est intervenue quelques jours avant l'annonce officielle d'un QE par la BCE. En cas de hausse des taux en septembre par la FED, la planche à billet mondiale continuera de tourner. Le durcissement monétaire américain se fera par dose homéopathique. Par ailleurs, la BCE ne devrait pas augmenter ses taux avant au mieux fin 2016 et la Banque du Japon est engagée dans un processus similaire qui n'a pas vocation à se terminer.

Il en va de la crédibilité de la FED

La hausse des taux en septembre fait consensus depuis plusieurs mois et a même conduit à un recentrage depuis le printemps dernier des portefeuilles d'investissement sur les actifs libellés en dollars. Un recul de la FED pourrait mettre en cause sa crédibilité, sa stratégie de forward guidance difficilement mise en place depuis 2008, et renforcer l'idée selon laquelle les soubresauts des

marchés financiers dictent ses décisions. Depuis l'évènement du franc suisse début 2015, la crédibilité des banques centrales a été fortement écornée. Un report de la hausse des taux brouillerait le message de la banque centrale américaine. Dans l'éventualité où la FED déciderait toutefois d'opter pour le statu quo ce mois-ci, par exemple à cause de la situation chinoise, on voit mal comment elle pourrait ne pas remonter son taux directeur avant la fin de l'année. Elle sera vite à court d'argument valable pour justifier ce changement de stratégie.