

## Les quatre questions pour juger des tendances économiques et financières

### Des confirmations à Jackson Hole

La piqûre de rentrée pour les économistes et les marchés financiers est donnée chaque année par la réunion des banquiers centraux réunis à l'invitation de la Réserve Fédérale américaine dans la station de ski de Jackson Hole dans le Wyoming. Le rendez-vous de la semaine dernière, placé sous la réflexion concernant les marchés de l'emploi, n'a pas donné lieu à des surprises. Les faits du premier semestre se confirment, et c'est là le point marquant, les analyses des meilleurs observateurs des tendances économiques mondiales. Les indicateurs avancés vont dans le même sens que les batteries de statistiques sur lesquelles les banquiers centraux basent leurs stratégies.

Ces confirmations ne conduisent cependant pas à des scénarios définitifs pour les économies. On pourrait même dire le contraire. Les réponses à quatre grandes questions feront les tendances pour l'évolution du cycle mondial et pour celle des marchés financiers.

#### 1- Le cycle américain va-t-il résister au changement de politique de la Fed?

Le constat dressé par Janet Yellen, la présidente de la Réserve Fédérale n'est pas une surprise. Les indicateurs macroéconomiques montrent depuis plusieurs semaines un emballement de l'économie américaine. Les données microéconomiques publiées par les entreprises à l'occasion des comptes semestriels valident les statistiques globales. Les compagnies profitent de la croissance de 4 % (rythme annuel) du

produit intérieur brut américain au deuxième trimestre. Ce qui justifie les records établis à Wall Street avec, d'une façon symbolique le passage au-dessus de 2.000 points de l'indice Standard & Poor's 500.

L'objectif maximal de 3 % pour la croissance américaine, qui semblait trop optimiste pour l'exercice 2014 ne sera sans doute pas atteint mais va être approché. Le marché du travail, un des marqueurs de la stratégie de la Réserve Fédérale, présente une cible – taux de chômage de 4 % de la population active - pratiquement réalisée.

Tout cela accélère l'orientation de la politique monétaire vers plus d'orthodoxie, et la patronne de la banque centrale a préparé les esprits à une sortie de l'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing) et à une hausse des taux directeurs dès le 1er trimestre 2015.

La force du cycle n'est pas en cause, mais la confiance passe par la bonne santé des marchés immobiliers et financiers qui vont devoir encaisser la hausse des taux d'intérêt. Singulièrement, la dynamique des résultats des compagnies cotées devra s'accélérer pour que la baisse des ratios d'évaluation (conséquence directe de la hausse des taux) soit contrebalancée par la progression des profits.

Les anticipations de ces marchés face à un durcissement à venir de la politique de la Fed donneront dans les six mois des éléments de réponse à la question. C'est Wall Street qu'il faut suivre.

## 2- Le cycle américain va-t-il tirer l'Europe ?

---

Le rebond conjoncturel européen est en train de tourner court. Le moteur allemand est en très net ralentissement et il n'y a guère que l'Espagne pour progresser, rattrapant cependant bien modestement la contraction de plus de 15 % de son produit intérieur brut de 2008 à 2013.

La croissance nulle de la zone euro pourrait facilement déboucher sur une récession globale. On sait que la zone ne peut durablement progresser sans la France et l'Italie et la conjoncture est freinée par des éléments divers, mais assez forts. On peut en détacher deux.

Le premier est la politique fiscale et économique récessionniste menée au travers du continent sur le modèle allemand. L'éclatement de la coalition gouvernementale française est le révélateur du renoncement de M. Hollande à trouver une autre voie, comme l'Italie de M. Renzi s'y essaie.

Le second tient à l'alignement européen sur les intérêts américains dans le dossier ukrainien. Les sanctions croisées avec la Russie handicapent directement les économies allemande et italienne et, indirectement, sans doute plus encore du fait de la récession qui est ainsi organisée en Europe centrale.

En contrepartie, les engagements de la BCE à pratiquer des injections monétaires à l'américaine, réitérés à Jackson Hole par Mario Draghi, peuvent limiter les dégâts. Mais la plus importante conséquence serait la poursuite de la baisse de l'euro face au dollar. C'est donc bien de la vigueur du cycle américain que va dépendre la sortie de l'Europe de la stagnation. Réponse d'ici à mars 2015 ?

## 3- Le cycle américain condamne-t-il les émergents à une croissance faible ?

---

C'est le sujet à la mode dans les grandes gestions. Les comparaisons de valorisations historiques basées sur les hauts niveaux du milieu des années 2000 incitent certains stratégestes à prendre le pari d'une « normalisation ». C'est à

l'évidence aller un peu vite. En premier lieu, il faut prendre conscience de l'éclatement du concept émergent et les zones sont autant de cas différents. Mais, d'une façon générale, le modèle chinois de transfert de la création de richesse des pays de l'OCDE vers les pays émergents a tourné court et, au-delà de statistiques économiques assez complexes à interpréter, la croissance chinoise a du mal à se maintenir sensiblement au-dessus de son potentiel lié à la démographie. Le concept est en panne pour les champions de la production industrielle délocalisée, comme il l'est pour les exportateurs d'énergie, pris par les tensions géopolitiques et, surtout, par l'autosuffisance que les Etats-Unis vont bientôt atteindre.

La croissance américaine n'est ainsi pas une aubaine pour les économies de la croissance du début des années 2000. Au contraire, elle ne va que peu financer la nécessaire évolution de leur modèle vers plus de coopération (qui est aidée par un regroupement autour de la Russie) et, surtout, plus de croissance interne. Il y a un modèle qui est déjà largement joué en Bourse : l'Inde.

## 4 -Le cycle américain va-t-il permettre au Japon de transformer l'essai ?

---

Miracle ou mirage ? C'est la question à laquelle le Japon ne répondra qu'à la fin de son exercice fiscal, début avril 2015. La politique monétaire toujours très ambitieuse n'est pas forcément suffisante pour passer le cap d'un début de restauration des comptes publics, marqué par une hausse de la TVA qui a entraîné une baisse de 1,7 % du produit intérieur brut dans les mois d'avril à juin.

Pour transformer l'essai du rebond, le Japon doit mener des réformes profondes. Mais pour qu'elles passent, le moteur des exportations ne doit pas faiblir. Ce qui, une fois encore fait dépendre la réussite des plans du Premier ministre Abe de la force du cycle américain.

## Ce qui est bon pour l'Amérique...

Les quatre questions qui feront la tendance sur les marchés financiers, en anticipation de la réalité de l'économie dans le monde, reportent à l'économie américaine. Le constat du moment permet un certain optimisme sur ce plan, mais, ce qui est bon pour l'Amérique n'est pas forcément bon pour le monde entier. Ce sont les intérêts nationaux qui guident les politiques et, de ce point de vue, pour en revenir aux marchés financiers, la santé de Wall Street et la bonne orientation du dollar apparaissent les points d'appui dans cette rentrée dominée par bien des incertitudes.