

## *Les Matinales du Club*

# La politique économique américaine et ses conséquences mondiales

## Compte-rendu

PRESIDEE PAR **ANNE-LAURE DELATTE**, Directrice-adjointe du CEPII

### Intervenants

**Michel Aglietta**, Conseiller au CEPII et à France Stratégie, Professeur émérite à l'Université de Paris X Nanterre

**Marie-Pierre Peillon**, Directrice de la Recherche, Groupama Asset Management

**William de Vijlder**, Directeur de la Recherche Economique, Groupe BNP Paribas



## Michel Aglietta

Je poserai différentes questions :

- Pourquoi le dollar baisse-t-il, alors même que l'on aurait pu s'attendre à ce qu'il monte ? Les Etats-Unis mènent-ils une politique de guerre des changes ?
- Le cycle financier (négarion théorique de l'efficiene financière chère aux académiques, il a été mis en évidence par la BRI dès les années 1990). Les banques centrales et les institutions internationales ont laissé faire le dérapage financier qui a mené à la crise financière globale et il a fallu l'impact de cette crise pour que ces institutions s'aperçoivent enfin que la finance n'est pas efficiente et que la maîtrise de ses déséquilibres cumulatifs requiert une politique macro prudentielle. Ces déséquilibres entraînent la croissance américaine au-dessus de son potentiel d'après toutes les estimations : Combien de temps cela peut-il durer ? Quelle est la nature des déséquilibres qui s'y accumulent ?
- Nous sommes face au même paradoxe qu'en 2004-2006 : alors que la Fed augmente ses taux, les taux longs ont eu plutôt tendance à diminuer jusqu'à la fin janvier 2018 tant que les anticipations d'inflation restaient extrêmement basses. S'il y avait une hausse importante des taux longs, plus forte et plus soudaine que ce que la Fed essaie de piloter, quelles conséquences pour l'Europe ? Un retour à la situation de 1994 est-il possible, lorsqu'une crise obligataire avait suivi la hausse des taux de la Fed entraînant une hausse amplifiée des taux longs.

Depuis plus d'un an, le dollar baisse face à l'euro et au renminbi. Il a baissé de 13% face à l'euro et de 16% en taux effectif en 2017. Il aurait dû monter car les taux longs US sont plus élevés que les taux longs d'autres zones économiques, et l'anticipation d'inflation est restée basse jusqu'au début février 2018. Cela signifie que **la hausse des taux longs a traduit une anticipation de croissance réelle qui aurait dû faire monter le dollar.**

**Il est par ailleurs étonnant que les taux longs et le cours des actions augmentent en même temps**, alors que les marchés actions et obligataires sont normalement décorrélés en raison de la conversion des obligations en actions. L'explication la plus plausible est la surabondance de liquidités à la recherche de rendements tout en désirant se placer sur des actifs prétendus « sûrs ».

Pourquoi est-il rationnel de vendre des dollars ?

- Serait-ce parce que les investisseurs anticipent une hausse de l'inflation, en lien avec une hausse des prix du pétrole ? Une inquiétude en ce sens n'a été confirmée par un frémissement que tout récemment....
- Du fait de **l'importance du déficit public des Etats-Unis** qui, en effet, est appelé à grandir considérablement ?
- Une volonté de faire monter le dollar ? En raison du rôle du dollar comme monnaie clé, cela pourrait déstabiliser tous les marchés de change. Mario Draghi craint qu'une **politique de targeting du dollar** soit menée.

Quelle est la nature du régime de croissance de l'après-crise ? Comment ont évolué les différents pays ?

Que ce soit en termes de PIB ou d'endettement, les pays ont suivi des trajectoires très différentes. Cependant, **le mouvement des marchés financiers est absolument corrélé : il est à la hausse à la fois sur les marchés obligataires et sur les marchés d'actions.** On retrouve donc cet aspect essentiel de la notion de cycle financier : une déconnexion entre les sphères réelles et financières.

Peut-on parler de « stagnation séculaire » à la lumière de ces graphiques ? On définit la stagnation

séculaire par une progression du revenu/tête inférieure à 1% par an. Le Canada et l'Australie n'ont pas subi la crise et ont eu depuis 2007 des augmentations de revenus importantes. Les Etats-Unis et l'Allemagne sont à la limite, à 1,5 % par an, et ce au prix de politiques insoutenables : aux EU par une augmentation incroyable des inégalités, le revenu des actionnaires ayant cru de 50% par rapport au revenu net des entreprises (L'utilisation du revenu des entreprises est essentiellement mangée par la distribution aux actionnaires sous forme de rachats massifs des actions et de croissance des dividendes bien au-dessus des salaires moyens). En Allemagne l'excédent extérieur a dépassé 8% du PIB ; ce qui est fortement déséquilibrant pour les équilibres mondiaux étant donné le poids du pays dans le commerce international. La France et le Royaume-Uni ont une très faible augmentation du PIB/tête, à 0,5% par an. L'Espagne et l'Italie sont encore en appauvrissement massif : -5% en Espagne, -10% en Italie (sur 10ans).

**Trump annonce l'impossible : une croissance potentielle de 3% sur 10 ans.** La population active commence à vieillir aux EU et il faudrait pour compenser une très forte progression de la PGF (productivité globale des facteurs), de 2,3% par an, ce qui n'a pas été vu depuis les années 1960 et qu'elle a été de 0,7% sur les dix dernières années. Selon le CBO, il serait possible aux EU d'atteindre 1,8% de croissance du PIB avec 1,1% de croissance de la PGF par an .En conséquence, l'économie américaine est en surchauffe et personne ne peut dire quand le cycle se retournera.

### La réforme fiscale est une vieille lune de l'économie d'offre

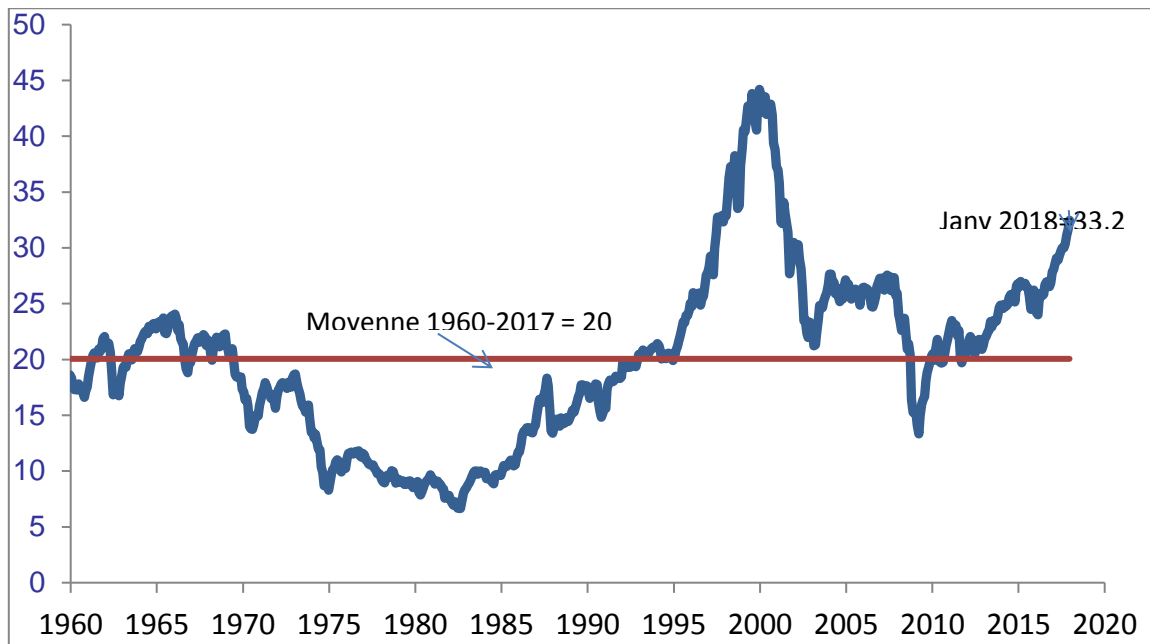
Il faut comparer la rhétorique actuelle de Trump avec celle de Reagan : la réforme fiscale, en dégageant les entreprises des impôts, est censée libérer des forces productives, permettrait d'accroître l'investissement et la productivité, et de ce fait se financerait elle-même. L'expérience (Reagan en 1981 puis 1986 et Bush en 2001-2003) infirme cette dynamique supposée vertueuse : la diminution de recettes fiscales a à chaque fois été très importante et le Congrès a dû intervenir pour empêcher que le déficit public n'explose (En 1981, les recettes fiscales avaient même diminué de près de 3% le PIB). **Le CBO estime aujourd'hui à 0,9% la perte de recette fiscale annuelle du fait de la réforme de Trump, ce qui représenterait 1,5 trillions US\$ d'ici 10 ans, faisant monter la dette à 130% du PIB.**

L'actuelle réforme fiscale, que je qualifierai de ploutocratique, est faite pour accroître les inégalités : 45% des baisses d'impôts iront aux 1% des revenus les plus élevés, dont la propension marginale à consommer est très faible. De plus la compensation budgétaire se fera en réduisant les dépenses publiques de santé et de sécurité sociale, donc en appauvrissant encore plus le reste de la population. Enfin l'effet sur l'investissement productif de long terme sera faible car les entreprises convertiront leur hausse de revenu en une hausse du revenu des actionnaires.

### Le problème de la valorisation boursière

Nous avons récemment atteint le p/e de Schiller de 1929, mais nous sommes encore en dessous de celui de 2000, mais au-dessus de celui de toutes les crises intermédiaires.

Le cours des actions augmente et sa volatilité était très faible (du fait de la diminution de la prime de risque sur les actions) jusqu'à sa brusque montée au début février



En cas de crise obligataire, quelles conséquences pour l'Europe ?

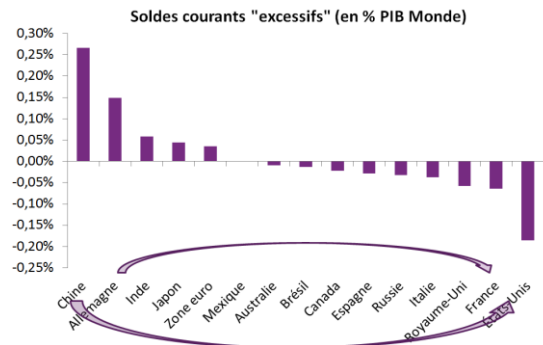
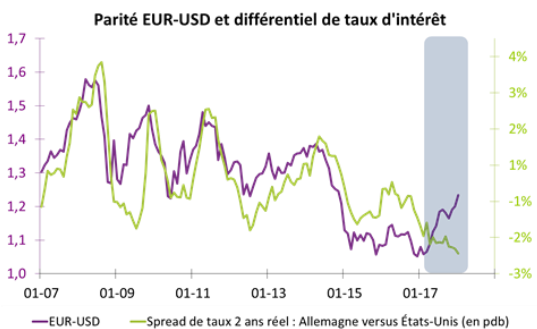
Le risque est celui d'une hausse des taux longs que les banques centrales ne pourraient pas contrôler. Le scénario serait alors proche de celui de 1994 : un écartement massif des spreads entre les pays, ce qui ferait peser un risque d'éclatement de la zone en raison notamment des excès de dettes dans les pays du Sud de l'Europe.

**Marie-Pierre Peillon**

1) La baisse du dollar, les raisons fondamentales

Les mouvements de change ne sont plus corrélés depuis un an avec les différentiels de taux et il semble que le déficit courant des Etats-Unis explique la baisse du dollar.

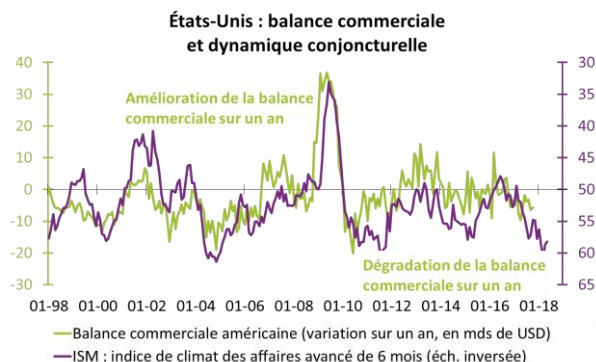
**Le déficit courant actuel justifierait même une baisse de 10% du dollar**, alors même que l'actuelle réforme fiscale, en entraînant une amélioration conjoncturelle, est susceptible d'aggraver encore d'environ 0,5% le déficit commercial américain. De ce fait, la baisse du dollar pourrait être de 15%.



2) Les enjeux et impacts de la réforme fiscale américaine

**Cette réforme, pro-cyclique, est menée à un moment où l'économie américaine n'a pas besoin d'impulsion supplémentaire. Elle répond à une logique politique et non économique.** L'enjeu est de rapatrier un maximum de liquidités offshore des entreprises américaines afin

d'espérer relancer l'investissement et recréer des emplois. Ainsi Apple a décidé de jouer le jeu en rapatriant 38 Mds USD, tout en s'engageant à investir 30Mds USD et à créer 20 000 emplois d'ici 5 ans.



**Il nous semble clair que cette réforme ne permettra pas d'arriver à une croissance potentielle de 3%, mais plutôt de 1,8%.** Elle permettra une croissance supplémentaire sur les deux prochaines années de l'ordre de 0,3%.

La hausse des dépenses de reconstruction suite aux ouragans augmenterait la croissance de 0,2% sur 2 ans, en revanche, la hausse du prix du pétrole de 50 à 60 USD coûterait 0,2% sur 2 ans.

Cela nous a conduit à revoir à la hausse nos prévisions de croissance : 2,5% en 2018 et 2,1% en 2019.

### 3) Les réponses de la politique monétaire américaine

Cette relance ressort comme un choc conjoncturel et non structurel, elle ne remet pas en cause le faible niveau de croissance potentielle aux Etats-Unis (1,8%) avec une productivité qui ne redémarre pas. On ne devrait donc pas observer de véritable changement de politique monétaire. Notre scénario monétaire intègre 3 hausses, mais il est plus probable d'avoir plus de hausse que moins de hausse.

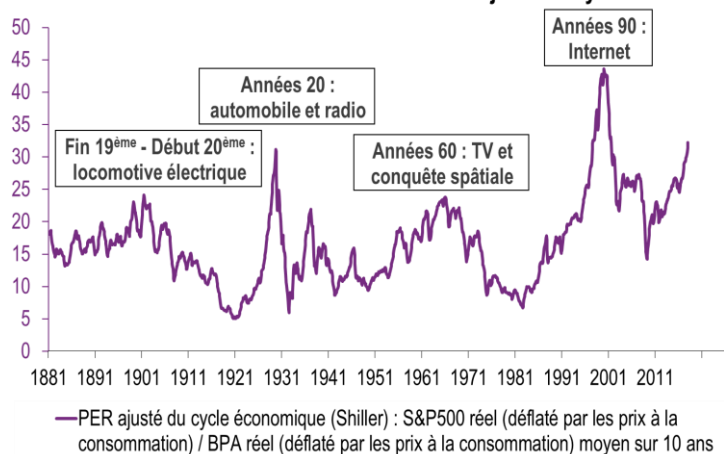
Inflation : elle s'installera au-dessus de la cible de 2% au cours des deux prochaines années, en raison de la hausse du prix du pétrole et du retour de la croissance.

On a en revanche peu de visibilité sur la présidence de la Fed : un nouveau président vient d'être nommé, M Jerome Powell, dont le profil est très différent de celui de Mme Yellen. Celui-ci est peu connu des marchés financiers et ces derniers pourraient vouloir le tester.

### 4) Une nouvelle exubérance irrationnelle des marchés financiers ?

On sait que les cycles de hausse des actions sont liés aux cycles d'innovation. La phase actuelle de hausse reflète cette phase actuelle d'innovation.

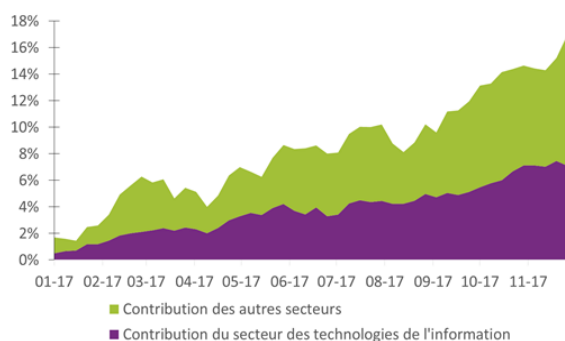
### Marché américain des actions : PER ajusté du cycle



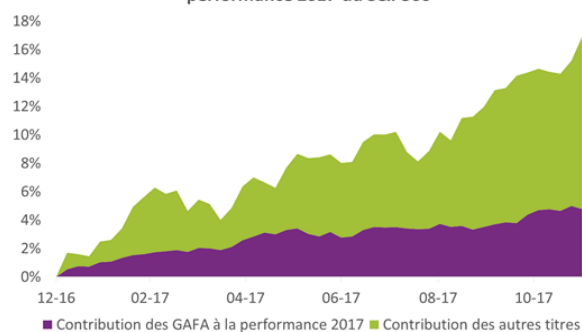
Source : D. Shiller

**Cependant la croissance du marché actions US est concentrée sur un secteur et sur quatre valeurs seulement, les GAFA.**

Marchés actions américain : contributions sectorielles à la performance 2017 du S&P500



Marchés actions américain : contributions des GAFA à la performance 2017 du S&P500



Cette situation rappelle celle de 2005-2006, lorsque les marchés actions étaient tirés par les banques.

Ce qui doit être surveillé est moins le niveau que la concentration des risques car aujourd'hui les valorisations sont encore en phase avec les fondamentaux : la croissance tire les résultats des entreprises, et la remontée récente des taux impacte encore peu les valorisations

D'autre part, la valorisation des actions est aussi le fait de la politique actionnariale des entreprises. Je serais plus positive que M. Aglietta sur la question, car cette politique pourrait être moins favorable aux actionnaires dans les années à venir. Certes, les 40 dernières années ont été marquées par une augmentation très forte des revenus des détenteurs de capitaux alors que les salaires ont peu voire pas progressé, mais cette tendance pourrait être remise en cause :

- Montée de l'investissement responsable à travers les appels d'offre des grands investisseurs institutionnels
- Les nouvelles générations pourraient vouloir donner plus de sens à leur épargne
- Nécessité de gérer des grandes transitions (numérique, énergétique, etc...)

Deux éléments factuels peuvent justifier cet optimisme :

- L'introduction du ratio d'équité, que les entreprises américaines devront publier à partir de 2018 (rémunérations des dirigeants/rémunération médiane des employés). Il est vrai cependant que ce ratio ne sera pas suffisamment normé pour établir des comparaisons

entre entreprises. Mais les investisseurs pourront dès lors se préoccuper des rémunérations des dirigeants.

- Début janvier, la lettre du CEO de BlackRock, envoyée aux CEOs des entreprises américaines, les incitant à privilégier davantage leurs stratégies de long terme et à mieux les mettre en avant dans leur communication avec leurs actionnaires.

Par ailleurs, la valorisation du marché du crédit se tend : **l'amélioration des fondamentaux explique le resserrement des spreads de crédit, en plus des politiques monétaires non conventionnelles. En effet, les investisseurs institutionnels ont dû aller chercher de meilleurs rendements sur les marchés du crédit. Le risque serait que les banques centrales se retirent trop vite de ces marchés.** De plus, le ratio dette des entreprises/PIB s'est dégradé aux EU...

C'est donc plus le marché du crédit que le marché actions qui constitue une alerte.

Nous avons assez peu d'inquiétude sur la zone euro, considérant les efforts et changements structurels mis en place depuis quelques années (semestre européen, fonds de résolution, etc.)

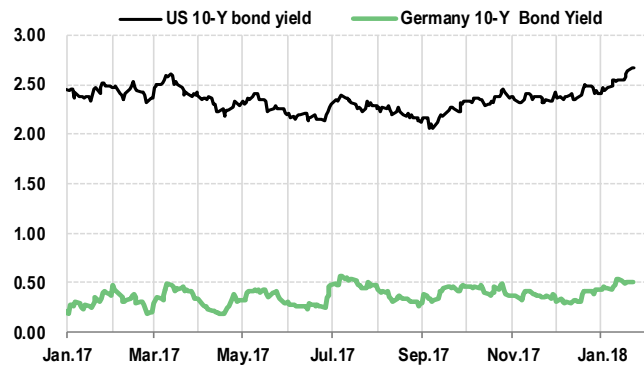
## William de Vijlder

### 1) Le comportement des marchés financiers

Pour les marchés actions, on observe depuis un an une accélération du S&P500 et un comportement plus volatil de l'Eurostoxx 50. **Le VIX n'est plus un indicateur fiable car des stratégies de ventes à découvert** en biaisent complètement la lecture. Un indicateur beaucoup plus parlant est le equity skew, qui traduit la préférence des investisseurs pour les options call ou, à l'inverse, put : ce skew est bas, ce qui révèle une perception du risque faible et/ou une faible aversion au risque.

A propos des taux longs US : après l'élection de Trump, on a noté un retour en territoire positif de la prime de terme, ce qui n'a pas duré très longtemps. Les taux se sont mis à monter en septembre dernier car les marchés ont pris en compte la baisse des impôts. **Plus la bourse monte, moins les taux longs peuvent monter.** En effet, plus la bourse monte, plus la sensibilité des actions à des changements dans le taux d'actualisation devient grande, et les taux longs sont un facteur crucial (en plus de la prime de risque exigée). **Je ne crois donc pas à un scénario semblable à celui de 1994. Il me semble (thèse défendue par John Campbell) que pour beaucoup d'investisseurs la demande pour les obligations est une demande de *hedge* : ils misent sur une corrélation négative entre performance boursière et performance obligataire. En cas de baisse la bourse, ceci devrait donc finir par limiter la hausse cumulée des taux longs, d'autant plus que progressivement le marché obligataire intégrera la perspective d'un impact défavorable de la baisse des cours boursiers sur l'économie.**





Taux de change : Il semble, comme dit précédemment, **que le déficit de la balance courante soit déterminant dans l'évolution actuelle du taux de change**. Un autre facteur pourrait être une « double optionalité » : les marchés espèrent une politique un peu plus agressive de la BCE et redoutent des propos contre-productifs venant des Etats-Unis.

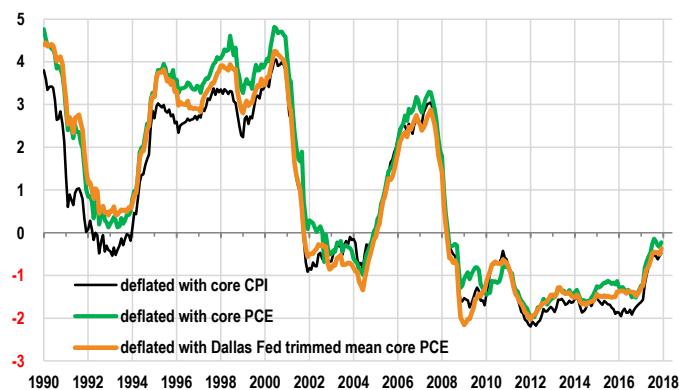
Les *spreads high yields* restent très étroits. Aux Etats-Unis, la hausse du pétrole y contribue.

De même, le *spread* de la dette émergente *corporate* reste très étroit : la quête de rendement est soutenue par l'amélioration cyclique dans les pays émergents.

## 2) Le dosage de la politique économique

La politique monétaire américaine est marquée par un soutien à la croissance, comme le montre l'application de la règle de Taylor : le taux actuel est inférieur au taux cible, ce qui suggère un biais accommodant.

Le taux *fed funds* réel est presque égal à zéro.



Perspective de la politique monétaire : les projections des membres de la Fed tablent en moyenne sur trois relèvements de taux cette année. En outre, il y aura également une réduction de la taille de son bilan. Ainsi la prime de terme devrait se reconstituer, en augmentant de 80 points de base entre 2017 et 2025 d'après des simulations de la Fed.

En résumé, autant la politique budgétaire que la politique monétaire devrait avoir un impact à la hausse sur les taux longs.



Par ailleurs, la perspective de la fin du QE en Europe, ainsi que les perspectives favorables dans les économies émergentes, tendront à faire diminuer le taux de change effectif du dollar. La hausse des taux longs américains n'est pas considérée comme un resserrement des conditions financières, mais reflète une impulsion budgétaire : l'économie doit pouvoir encaisser cette hausse.

Au final, **la politique monétaire reste assez accommodante, et à l'impulsion budgétaire discrétionnaire s'ajoute les effets induits que sont la baisse du taux de change effectif du dollar et la hausse de la bourse.**

Cette perspective de hausse de taux pourrait laisser craindre des *spillovers* défavorables pour le monde émergent. Ce n'est pourtant pas le cas, du fait sans doute des perspectives économiques favorables chez les émergents.

**La politique fiscale mise en place augmentera l'endettement du secteur public américain de 6 points de PIB d'ici 2022. La question est donc : comment la prochaine récession pourra-t-elle être gérée ?** Sur le plan monétaire, quelle est la volonté de prise de risque inflationniste ? Quelle est la marge de manœuvre budgétaire, mangée du fait de la baisse d'impôt ?

## Q&A

**Quid de l'immobilier ? Les prix de l'immobilier ont progressé bien plus vite que les revenus. Quels sont les risques encourus ?**

**M. Aglietta :** L'immobilier étant un actif parmi d'autres, il est pris dans le cycle financier. Revenons donc sur ce qu'est un cycle financier : la BRI le définit comme une logique de *momentum*, c'est-à-dire une logique sans rappel endogène des marchés vers un équilibre des prix d'actifs. Le cycle financier traduit une interdépendance entre endettement et prix des actifs. Il en découle une succession de bulles spéculatives, dans la mesure où les profits anticipés dans la valorisation des actifs sont purement imaginaires.

**Marie-Pierre Peillon :** Aux EU, le taux d'endettement des ménages est resté stable depuis 2015, à 78% du PIB, car les crédits habitat ne représentent plus que 51% du PIB contre 65% en 2011. En matière d'endettement aux EU, l'inquiétude ne vient donc pas de l'immobilier, mais du crédit à la consommation et notamment du crédit automobile. Ce secteur, en explosion, est financé non pas par les banques mais par le secteur automobile lui-même.

**William Vijlder :** Le patrimoine financier (au-delà de l'immobilier seul) a effectivement beaucoup augmenté par rapport aux revenus, or l'histoire nous montre que la croissance attendue dans une telle situation ne peut être que médiocre.

**Depuis 6 mois, le taux de change du dollar vs l'euro est très bien corrélé au prix du pétrole. Alors que les EU sont désormais autosuffisants, sont-ils totalement indifférents aux prix du pétrole ?**

**Marie-Pierre Peillon :** Les EU sont les premiers producteurs de pétrole, mais ils restent importateurs de pétrole. La production de pétrole et de gaz de schiste a changé la donne, et autour de 60 USD de nouveaux puits de pétrole seront mis en marche et les prix ne devraient pas augmenter davantage.

**L'administration américaine semble supposer que les baisses d'impôt entraîneront une hausse de l'investissement des entreprises. Or selon certaines études il semblerait qu'une baisse de la fiscalité pourrait au contraire entraîner une baisse des investissements, au moins pour les grands groupes.**

**Marie-Pierre Peillon :** Effectivement, l'enjeu de la réforme fiscale est surtout dans un premier temps de faire rentrer des liquidités en masse, l'investissement qui en découlera n'interviendrait que de manière diffuse et dans un deuxième temps.

**William Vijlder :** Un récent article du Financial Times expliquait même que les entreprises auraient désormais plus d'avantages à garder leurs bénéfices à l'étranger.

### **La baisse du dollar est-elle soutenable ?**

**Michel Aglietta (à propos du dollar) :** Le dollar est la devise clé, qui fournit donc la liquidité mondiale, et entraîne un déficit structurel de la balance des paiements américaine. La balance courante est ainsi en déficit structurel depuis les années 1970. D'où le dilemme de Triffin : les marchés peuvent penser que le déficit en question dérape parce que les Etats-Unis émettent trop de monnaie par rapport aux besoins de liquidité internationale, entraînant une baisse de cette devise clé et donc une forte distorsion des taux de change. Au contraire, une restriction monétaire aux Etats-Unis peut entraîner des forces déflationnistes dans l'économie mondiale avec une cherté excessive du dollar. Le système monétaire international oscille entre ces deux situations.

**Marie-Pierre Peillon :** La baisse du dollar observée depuis un an devrait se poursuivre dans les années qui viennent. Ces niveaux vont commencer à poser problème pour les entreprises européennes.