

Lettre n° 60

Août 2012

Mettre l'argent au travail ?

- L'avenir du monde économique semble chaque jour reposer un peu plus sur les épaules de Messieurs Draghi et Bernanke. C'est oublier qu'une bonne politique fiscale fera sans doute beaucoup plus pour amener les agents économiques à mettre l'argent au travail.

Les marchés financiers sont « dans l'expectative » de « Jackson Hole » et du discours que Monsieur Bernanke doit prononcer dans la soirée de vendredi. A « Jackson Hole » se tient en effet cette semaine un symposium de politique économique organisé depuis 1978 par la Réserve Fédérale de Kansas City pour les Banques Centrales. Ben Bernanke avait choisi cet évènement en 2010 pour annoncer sa deuxième initiative de quantitative easing. Certains lui prêtent l'intention de renouveler son initiative cette année.

A deux mois des élections présidentielles américaines c'est pourtant peu vraisemblable.

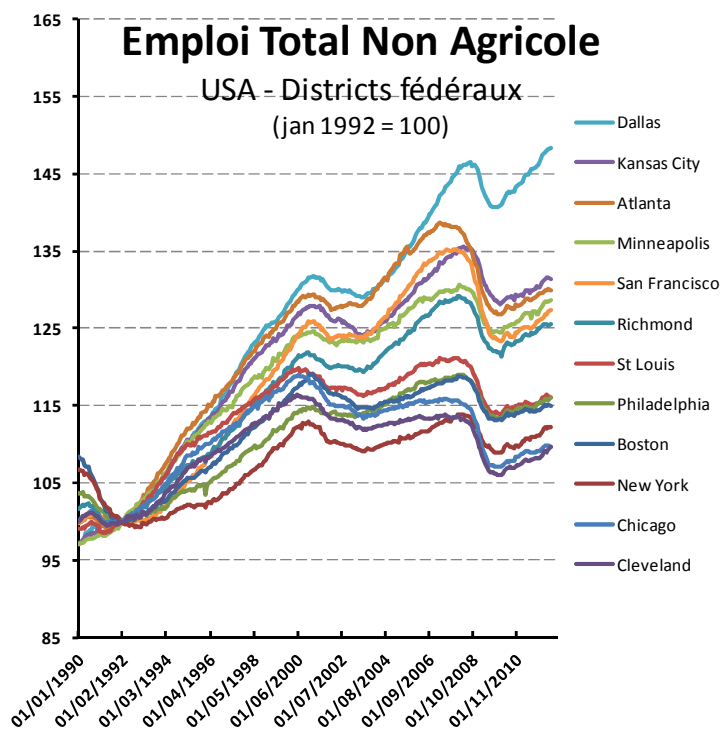
Tous ces bruissements montrent, si besoin était, l'importance encore dévolue aux banquiers centraux à travers le monde pour apporter des réponses à une crise qui ne cesse de se prolonger, en entrant dans sa 6ième année !

C'est donc sans doute un moment idéal pour revenir sur un discours fait au début de l'été par Mr Richard W Fisher, Président et Chief Executive Officer de la Réserve Fédérale de Dallas sur le sujet des limites naturelles du pouvoir des Banques Centrales.

Alors que le Fed américain a acheté et détient encore quelques 850 milliards de dollars de titrisations hypothécaires et 1,6 trilliard d'emprunts du Trésor, et dans un contexte de rumeurs persistantes sur un éventuel QE III, Monsieur Fisher souligne qu'à ce jour le système bancaire américain détient 1,5 trilliard de réserves excédentaires, sur lesquelles il préfère gagner seulement 0,25% plutôt que de faire son métier en prêtant aux agents économiques et en contribuant donc au soutien de l'activité. De même, il souligne qu'à ces excédents viennent s'ajouter plus de 2 trilliards de dollars de trésorerie excédentaire dans le secteur des corporates aux Etats-Unis, argent qui là aussi n'est pas utilisé à de l'investissement et à de la croissance. A elle seule, la politique monétaire ne peut donc pas relancer l'activité même si elle joue un rôle très important.

Pour s'en persuader, Monsieur Fisher invite à regarder les statistiques de création d'emploi aux Etats-Unis depuis 1992, par grande région économique américaine c'est-à-dire par district -qui sont au nombre de 12-. On peut tout d'abord constater que sur longue période, ces créations paraissent très corrélées ; ce serait la conséquence du partage d'une même monnaie, d'une même politique monétaire et d'une même politique budgétaire fédérale. Mais au bout de 20 ans, ces créations se situent à des niveaux très disparates et surtout leurs évolutions récentes ont été assez divergentes avec une région en particulier qui se distingue des autres, celle du district de Dallas.

Pour beaucoup, cette divergence serait attribuée en première approche au poids de l'énergie dans la région, qui aurait donc bénéficié fortement du regain d'activité du secteur ayant accompagné la hausse des prix. Mais ce serait oublier que l'emploi dans l'énergie représente à peine 2% de l'emploi total au Texas, le plus grand état du district.

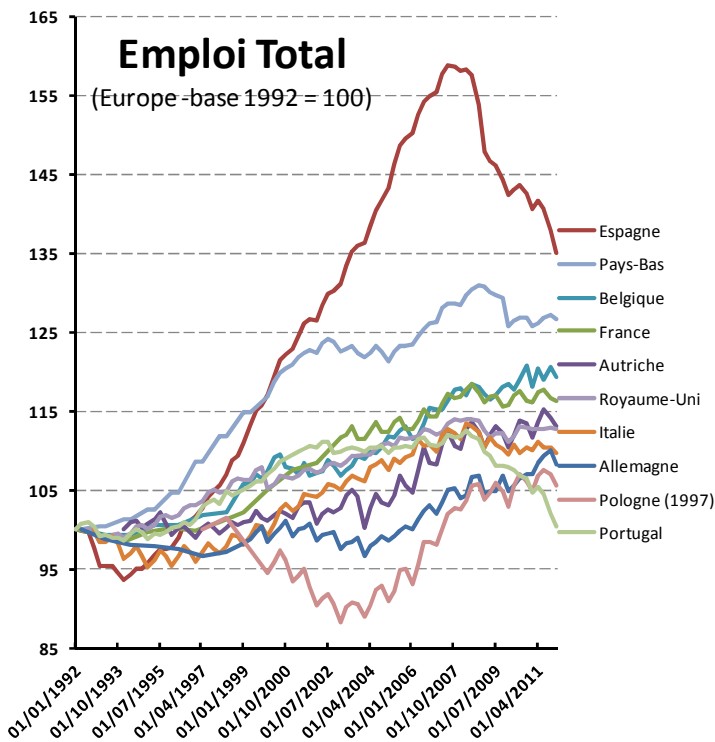


Source: Réserve Fédérale de Dallas - Agata Capital

Les raisons de ce phénomène sont donc à chercher ailleurs, et en particulier dans la politique budgétaire et fiscale telle qu'elle est pratiquée au niveau local. Pour Monsieur Fisher, la réussite du district de Dallas en matière d'emploi tient à la pratique continue depuis des années, par des gouverneurs républicains ou démocrates, d'une politique de taxation, de dépenses et de réglementation très favorable au climat des affaires et à la création d'emploi. Et de citer en contre-exemple les effets très négatifs qu'exercent aujourd'hui sur l'emploi national les incertitudes liées à la réforme du système de protection sociale : des années après son lancement, les employeurs ne savent toujours pas quel sera l'impact de cette réforme sur le coût du travail et sont donc très réticents à recruter.

Si l'on présente les mêmes chiffres au niveau européen et selon une même échelle, force est de constater qu'il règne beaucoup moins d'harmonie qu'aux Etats-Unis ou que les divergences sont plus grandes. C'est tout à fait normal et ce pour deux raisons principales : la monnaie unique n'existe que depuis 1999 et il n'y a pas de politique de taxation et de dépenses commune.

Malgré tout, il est intéressant de regarder qui ont été les grands gagnants et les grands perdants en matière de création d'emploi



Source: Eurostat - Agata Capital

dans un tel contexte, car les résultats ne sont en effet ni intuitifs ni évidents.

Sur les 20 dernières années, le grand gagnant en matière de création d'emploi reste l'Espagne, mais pour combien de temps encore et à quel prix ? A l'autre bout du spectre, l'un des grands perdants est l'Allemagne.

A plus court terme, c'est-à-dire depuis 2007 et le début de la crise, le constat est radicalement opposé : la contraction de l'emploi en Espagne est tout à fait spectaculaire tandis que le niveau d'emploi en Allemagne progresse assez régulièrement.

Certains plus petits pays semblent gagner sur les deux tableaux comme les Pays-Bas, et d'autres perdre sur les deux tableaux comme le Portugal.

Clairement, la politique monétaire ne peut pas tout, surtout lorsque dans le cas de l'Europe, la banque centrale n'a aucun mandat en matière de création d'emploi. Elle est cependant essentielle pour garantir la stabilité financière et maximiser le potentiel économique. Pour Monsieur Fisher, le banquier central doit diffuser une image rassurante et harmonieuse, et garder son calme et sa sérénité même dans la tempête. Il ne peut qu'influencer les comportements macro-économiques à travers, en particulier, son rôle de régulateur d'agents micro-économique qui transmettent au marché sa politique monétaire.

C'est beaucoup plus vraisemblablement une bonne politique fiscale qui, in fine, poussera les agents économiques à faire usage de l'offre surabondante de liquidités dispensées par les banques centrales, c'est-à-dire à mettre l'argent au travail.