

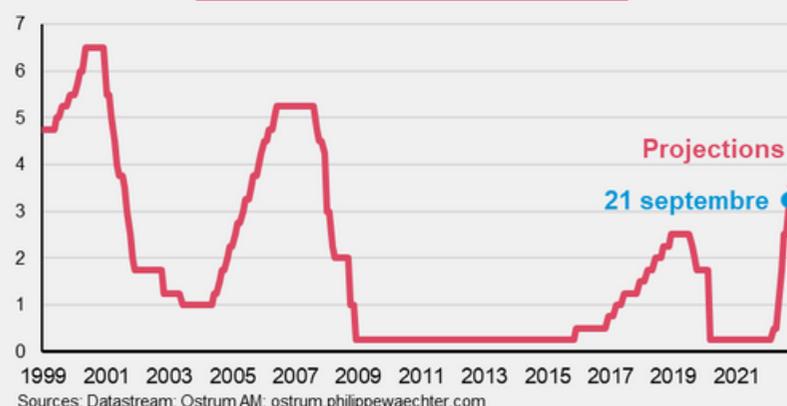




LA FED MAINTIENT SON ÉTREINTE SUR L'ÉCONOMIE US

- Dans son communiqué, la banque centrale américaine maintient la hausse de son taux de référence sur le pas de 75 points de base. C'est la troisième réunion consécutive avec une telle hausse. Désormais, le taux de référence de la Federal Reserve évoluera entre 3.00 et 3.25%. Elle indique, par ailleurs, qu'elle continuera de réduire la taille de son bilan, alliant ainsi hausse de prix (taux d'intérêt) et réduction de la liquidité.
- Pour les deux prochaines réunions, les projections faites par les membres du FOMC tablent sur une hausse de 125 points de base. Cela mènerait le taux de référence de la banque centrale entre 4.25 et 4.5%. Pour 2023, le taux évoluerait entre 4.5 et 4.75%. Pour 2024, la distribution des prévisions est très large, trop large pour indiquer une cible. Les attentes s'étagent entre 2.625 et 4.625% avec une répartition presque uniforme.
- En phase avec cette trajectoire des taux, la Fed s'attend à une récession en 2022 et anticipe la convergence de l'inflation un peu au-dessus de 2% en 2024/2025.

Taux des fed funds aux US



Sources: Datastream; Ostrum AM; ostrum.philippewaechter.com



REPLAÇONS CETTE MESURE DANS UN CONTEXTE PLUS LARGE

La hausse marquée de l'inflation depuis le printemps 2021 a créé les conditions d'un changement rapide de la politique monétaire.

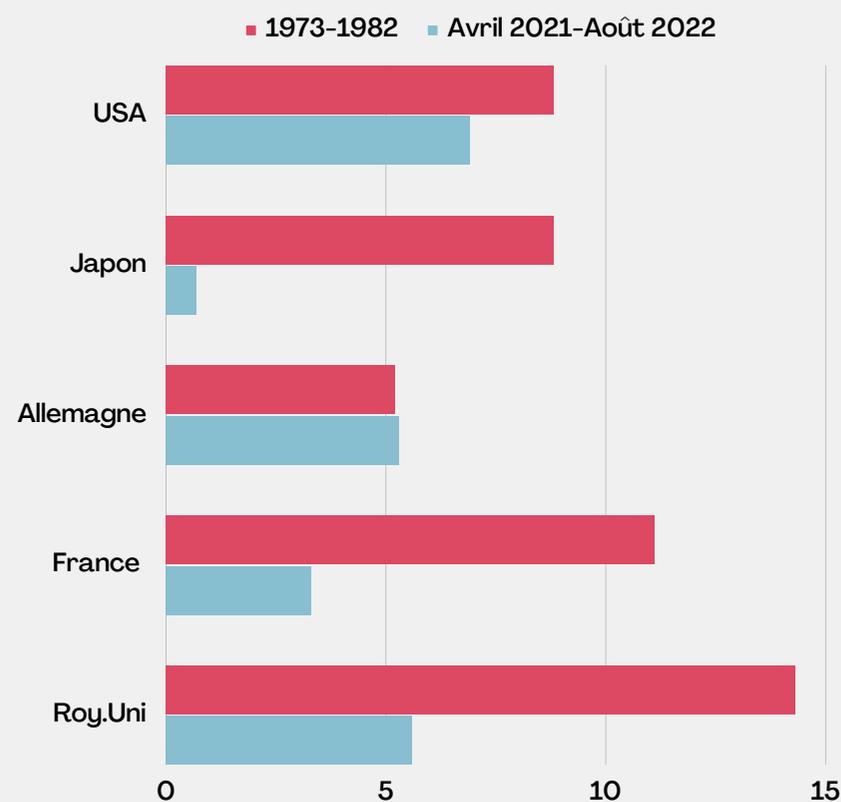
➤ L'expérience de l'inflation au sein des pays développés est limitée aux années **1970**. Cet épisode d'un taux d'inflation élevé dans la durée suivi d'une récession aux US et d'une croissance réduite en Europe (euroscclérose) a eu un coût considérable.

➤ Les **banquiers centraux** veulent à tout prix **éviter une situation similaire**.

➤ C'est dans cette optique qu'il faut interpréter le propos de **Jay Powell** à Jackson Hole au mois d'août dernier. Il cible une **activité au-dessous de sa tendance** sur une durée suffisamment longue afin de réduire les tensions sur le marché du travail et donc sur les salaires.

➤ **Pour que l'inflation ne soit pas persistante, il faut limiter la hausse des salaires nominaux.**

Taux d'inflation moyen



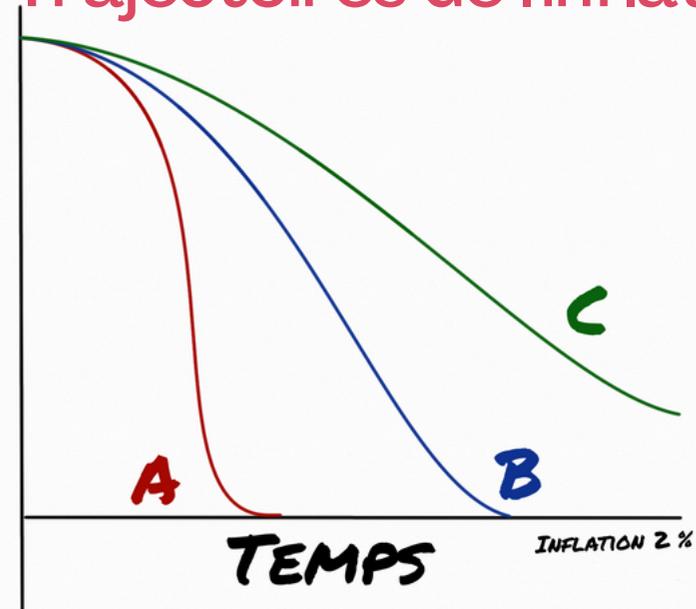


LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LE RISQUE DE RÉCESSION

On peut appréhender le comportement de la Fed selon son **empressement à converger vers un taux d'inflation cible** (le fameux 2%).

- Dans **la trajectoire C**, la Fed a peur que la politique monétaire trop restrictive ne pénalise la croissance. Elle arrête très vite son resserrement, dès les premiers signes d'inflexion de la croissance.
 - C'était un scénario privilégié par les investisseurs il y a quelques mois. Ils craignaient que le durcissement de la politique monétaire ne pénalise l'allure des marchés financiers.
- Il n'a plus cours désormais parce que la Fed a très clairement indiqué qu'elle ne se calerait pas sur une telle trajectoire qui ne ralentirait pas l'inflation et ne bénéficierait pas non plus à la croissance. C'est une sorte de stratégie mixte qui ne bénéficie à personne.
- **C'est le pire des scénarios où personne ne décide.**

Trajectoires de l'inflation

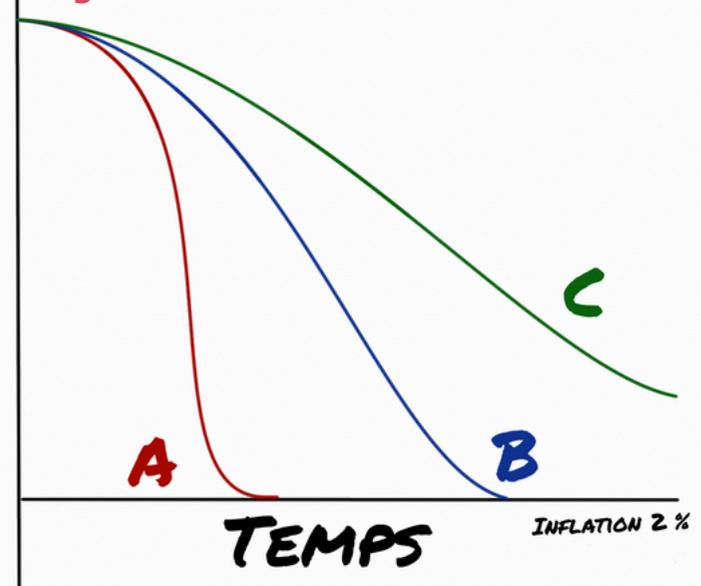




LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LE RISQUE DE DÉPRESSION

- En suivant **la trajectoire A**, la Fed souhaite voir l'inflation converger très rapidement vers la cible de **2%**. Dans ce cas, la politique monétaire devient très restrictive. La courbe des taux d'intérêt s'inverse fortement avec des taux courts bien plus élevés que les taux longs. Le changement rapide des conditions financières fragilise l'économie.

Trajectoires de l'inflation



- **L'accès à la liquidité** est plus difficile. L'obtention de crédit est plus contraignant et pour les **entreprises endettées** la situation peut devenir périlleuse. Actuellement, l'accès au crédit est déjà devenu plus difficile pour les entreprises américaines.
- Pour les **ménages**, l'accès à l'**immobilier** devient plus restrictif avec un risque de retournement fort des prix de cet immobilier. Jusqu'à présent, les achats se réduisent mais le prix de l'immobilier ne s'est pas encore retourné. Si cela était le cas, il y aurait un **effet de richesse négatif**, les ménages se sentant appauvris par la baisse de valeur de leur maison. Cela pénaliserait fortement la consommation. Ce n'est pas encore le cas et les ménages peuvent encore disposer de crédit, pour la consommation, en prenant leur maison comme collatéral.
- On voit que la **trajectoire A pourrait se transformer en une récession/dépression** si à l'ajustement pour lutter contre l'inflation s'ajoutait une **crise de financement de l'économie**.



LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LA RÉCESSION

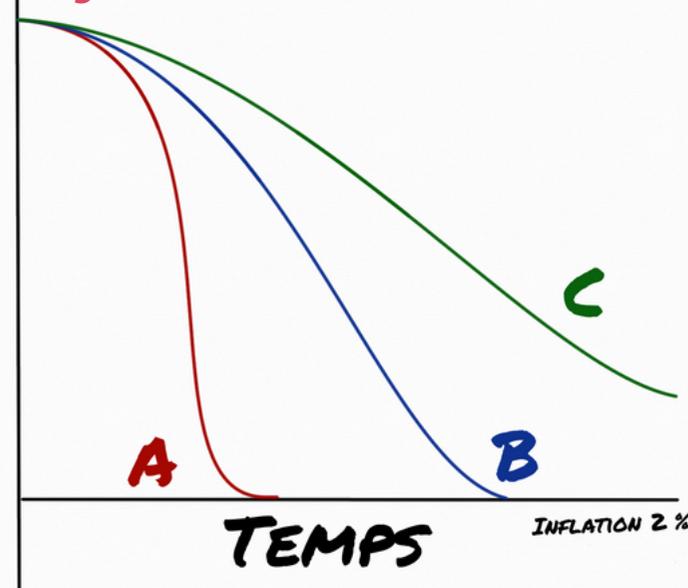
➤ **La Fed semble avoir adopté la trajectoire B.** Il faut réduire l'inflation dans un temps fini, contraindre l'économie mais sans durcir le ton avec excès afin de ne pas tomber dans le risque de récession/ dépression. La récession suffira.

La **convergence vers l'inflation cible en 2025** (2.1% attendu cette année là) est suffisamment éloignée pour ne pas contraindre l'économie de façon excessive.

On constate cependant, à la lecture, des points associés à la trajectoire A que **la limite entre les deux allures A et B est assez fine.**

C'est pour cela que la Fed est **dépendante des données.** Elle espère pouvoir repérer dans les données sur l'activité, l'inflation, l'immobilier et les salaires, les facteurs qui pourraient l'inciter à ne pas aller trop loin.

Trajectoires de l'inflation





QUE RETENIR ?

- ➔ La banque centrale américaine est décidée à ne pas laisser l'inflation s'installer. Elle est prête à prendre le risque d'une récession pour cela.
- ➔ Les orientations prises à la réunion du 21 septembre, sont en phase avec le discours de Jay Powell depuis plusieurs mois. La banque centrale est prête à faire évoluer l'économie sous sa tendance pour infléchir le profil de l'inflation via le marché du travail et les salaires.
- ➔ Elle s'y tiendra et durcira encore le ton si nécessaire.
- ➔ Le risque est de vouloir réduire l'inflation trop rapidement et de pousser l'économie au-delà d'une récession.
- ➔ Dans le schéma présenté, la Fed se cale sur la trajectoire B avec une légère inversion de la courbe des taux d'intérêt. Mais la trajectoire A ne sera pas forcément très loin.
- ➔ La Fed reste sur le fil du rasoir pour gommer l'inflation sans faire prendre un risque excessif à l'économie.