

LE THÈME DU MOIS

Économies développées: les politiques monétaires à la croisée des chemins

Valentine AINOUS,
CFA, Responsable adjointe de la
Recherche Stratégie des marchés
développés



Federico CESARINI
Responsable FX Marchés
Développés, Stratégiste
Recherche Cross Asset



Delphine GEORGES,
Stratégiste Senior Taux

Le rebond de l'activité économique devrait permettre à la Fed de réduire son programme d'achat d'actifs

Les banques centrales ont mis en place des politiques monétaires ultra-accommodantes pour soutenir les économies pendant la crise du Covid. La forte reprise qui se dessine dans les économies développées devrait permettre une réduction progressive du soutien monétaire. Élément stratégique des conditions financières mondiales, la normalisation de la politique monétaire de la Réserve Fédérale (Fed) retient toute l'attention.

Dans les économies développées, le rebond de l'activité économique devrait permettre aux banques centrales de réduire progressivement leurs programmes d'achat d'actifs dans un premier temps, puis de relever leurs taux. La Banque d'Angleterre et la Banque du Canada ont d'ores et déjà communiqué sur un resserrement monétaire, et la Fed devrait faire de même.

La Fed semble déterminée à laisser l'économie américaine tourner à plein régime. C'est la principale différence entre le cycle actuel et celui de l'après-2008. La priorité est d'assurer un rebond économique durable, et la Fed a adapté son cadre politique, se montrant déterminée à rester en retard sur la courbe. Cette nouvelle stratégie met davantage l'accent sur le renforcement du marché du travail et accorde moins d'importance aux craintes de surchauffe inflationniste:

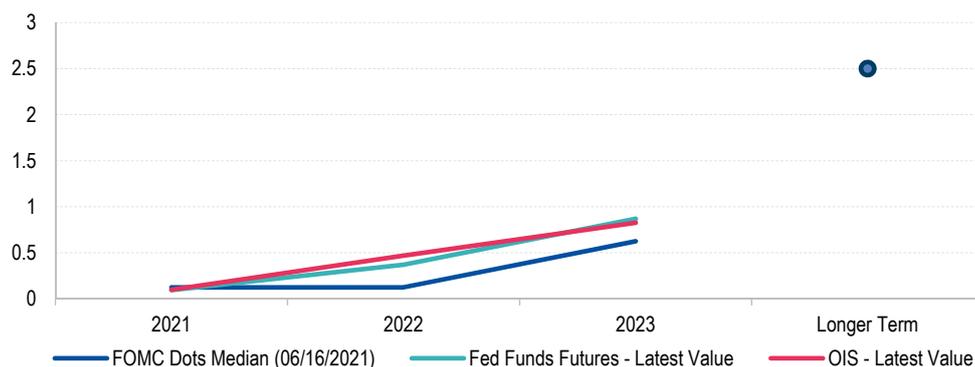
- **La Fed a redéfini sa cible d'inflation pour se concentrer sur l'inflation moyenne** plutôt que sur un taux précis à un instant donné: « le Comité vise une inflation moyenne de 2 % sur la durée et juge donc qu'après des périodes où l'inflation a été durablement inférieure à 2 %, une politique monétaire adaptée visera probablement une inflation légèrement supérieure à 2 % pendant un certain temps ».
- **Priorité au marché de l'emploi.** Le plein-emploi est défini comme un « objectif large et inclusif ». Dans sa dernière déclaration, la banque centrale américaine promet qu'elle prendra ses

décisions de politique monétaire en fonction des « écarts » par rapport au plein-emploi.

Ces deux changements majeurs de son cadre de politique monétaire auront deux principales conséquences:

- **La Fed maintiendra ses taux bas plus longtemps.** Jerome Powell a indiqué que la Fed n'agirait pas de manière préventive et qu'une hausse des taux serait possible sous certaines conditions: (1) plein emploi, (2) inflation atteignant et se maintenant à 2 % et (3) inflation évoluant légèrement au-dessus de 2 % pendant un certain temps.
- **Le calendrier d'un durcissement de la politique monétaire dépendra de l'évolution du marché du travail.** Nous nous attendons à ce que la Fed garde un ton prudent concernant toute modification de sa politique d'assouplissement quantitatif. Les achats se poursuivront au moins au rythme actuel (80 milliards de dollars en bons du Trésor et 40 milliards en MBS chaque mois) « jusqu'à ce que de nouveaux progrès significatifs aient

1/ Taux Fed Funds implicites



Source: Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 25/06/2021

LE THÈME DU MOIS

« Le marché du travail va être très vigoureux »
(Jerome Powell)

Une période prolongée de taux bas pourrait générer des déséquilibres financiers

été accomplis dans la réalisation des objectifs du Comité en matière de plein-emploi et de stabilité des prix ». Jerome Powell a réaffirmé que toute réduction du programme d'achat d'actifs ferait l'objet d'une « communication claire bien à l'avance ».

Enseignements des dernières communications de la Fed

- **La Fed adopte un ton positif pour ses perspectives économiques.** « Les indicateurs de l'activité économique et de l'emploi ont continué à se renforcer ». « Les secteurs les plus durement touchés par la pandémie restent faibles, mais enregistrent une amélioration ». Jerome Powell est également resté optimiste quant au marché de l'emploi, malgré certaines faiblesses à court terme. La Fed anticipe un marché du travail très vigoureux: « certains facteurs liés à la pandémie, comme les besoins en matière de soins, les craintes persistantes à l'égard du virus et le versement des allocations-chômage semblent peser sur la croissance de l'emploi. Ces facteurs devraient se dissiper dans les mois à venir, dans un contexte de hausse des vaccinations, entraînant une progression plus rapide de l'emploi ».
- **La Fed continue de considérer la hausse de l'inflation comme temporaire.** Les effets de goulot d'étranglement ont été plus importants que prévu et les membres du FOMC ont revu à la hausse leurs projections concernant l'inflation sous-jacente pour cette année (3 % contre 2,2 %). À mesure que ces phénomènes passagers affectant l'offre s'atténuent, l'inflation devrait retomber en 2022 et 2023 dans une fourchette comprise « entre 2 % et 2,3 %, ce qui est en conformité avec les objectifs (de la Fed) ». Toutefois, certains membres se sont montrés plus inquiets à propos de l'inflation et moins confiants quant à son recul en 2022, faisant remarquer que les goulots d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et les pénuries d'intrants pourraient ne pas être résolus rapidement et exercer une pression haussière sur les prix au-delà de 2021.
- **La Fed pose dès à présent les jalons de la normalisation de sa politique d'assouplissement quantitatif.** Si l'économie continue de progresser rapidement, la Fed considère qu'il sera opportun d'envisager l'annonce d'un

plan de réduction des achats d'actifs lors d'une prochaine réunion. Nous nous attendons à ce que la Fed reste très prudente: (1) « tout changement de politique sera communiqué au marché bien à l'avance » et (2) le ralentissement des achats sera très progressif.

- **D'après les dots, les responsables de la Fed prévoient de commencer à relever les taux directeurs en 2023.** Il ne faut pas accorder trop d'importance aux dots, en effet, selon Jerome Powell: « les *dots plots* ne sont pas un bon indicateur de l'évolution future des taux ». « Ils représentent, bien sûr, des projections individuelles ». « Ils ne constituent pas un plan ». En outre, « les hausses de taux ne sont absolument pas un sujet prioritaire pour le Comité ». « À court terme, le débat important qui s'annonce porte sur la trajectoire des achats d'actifs ».

La normalisation de la politique monétaire de la Fed focalise toute l'attention :

- **Si l'économie continue de progresser avec la même rapidité, nous prévoyons une réduction progressive du programme d'achat d'actifs de la Fed à partir du premier trimestre 2022.** Une politique monétaire très accommodante n'est pas forcément un cadeau. Certains membres du FOMC ont déjà exprimé des inquiétudes quant à la stabilité financière, soulignant le risque que la période prolongée de taux d'intérêt bas et de conditions très accommodantes sur les marchés financiers n'entraîne un mouvement de quête de rendement qui pourrait accroître les risques pour la stabilité financière.
- **Deux scénarios concernant les taux :**
 1. **Si le point de vue indulgent de la Réserve fédérale à l'égard de l'inflation prévaut, l'emploi sera clé.** Une déception en matière de croissance, la persistance de la crise sanitaire ou une forte correction des marchés financiers pourraient contraindre la Fed à maintenir son soutien. Celle-ci relèverait ses taux si l'inflation et l'objectif de plein-emploi étaient atteints.
 2. **Toutefois, si l'inflation s'avère trop élevée, la Fed pourrait se voir contrainte de durcir sa politique monétaire plus rapidement qu'elle**

LE THÈME DU MOIS

« Les dots plots ne sont pas un bon indicateur de l'évolution future des taux »
(Jerome Powell)

Le rôle clé du dollar

En 2020, les injections massives de liquidités (plus de 5 000 milliards de dollars de liquidités ont été injectés dans le système) et la détérioration de la situation budgétaire et commerciale des États-Unis se sont ajoutées à la surévaluation assez importante du billet vert, entraînant une correction persistante du dollar. Toutefois, au premier trimestre 2021, nous estimions que les conditions d'une trajectoire modérément haussière du dollar étaient en train de se réunir, l'assouplissement budgétaire laissant présager une croissance plus forte aux États-Unis et les taux américains accélérant plus rapidement que dans le reste du monde. En effet, contrairement à ce que nous avons observé en 2020, les taux réels des États-Unis ont commencé à progresser avec les points morts d'inflation, ce qui constitue, selon nous, l'un des principaux catalyseurs pour commencer à se repositionner sur le dollar. Mais, la dynamique décevante du marché du travail et le maintien par la Fed de son scénario d'inflation transitoire ont remis en cause la tendance.

Toutefois, confiante dans les perspectives économiques, **la Fed prépare actuellement le terrain en vue d'une normalisation de sa politique d'assouplissement quantitatif.** Nous nous attendons à ce que la Fed commence à réduire son dispositif de QE d'ici 2022 et, bien que les « Dots » évoquent deux hausses de taux à partir de 2023, les publications de données seront de nouveau au centre de l'attention des investisseurs, ce qui raccourcira les orientations prospectives de la Fed et accentuera la volatilité. Les taux nominaux des États-Unis sont restés bas, plus encore que les points morts d'inflation. En effet, les taux nominaux à moyen et à court terme disposent d'une marge d'ajustement au cas où les données confirmeraient les prévisions actuelles. Dans ce scénario, le dollar s'appréciera vis-à-vis de l'ensemble des devises. Selon nous, cette évolution concernera, dans un premier temps, les devises à faible rendement, puis celles à haut rendement lorsque les anticipations d'inflation se dégraderont.

Ce scénario nous semble cohérent avec la montée du thème de l'exceptionnalisme du dollar américain.

Bien que les déficits jumeaux américains soient importants et qu'ils se traduisent souvent par une dépréciation de la devise à moyen terme, nous constatons que la croissance et l'avantage de portage sont suffisamment forts pour soutenir le dollar. Ces facteurs ont permis de compenser la surévaluation du dollar dans le passé récent et, nous pensons qu'ils auront encore plus d'importance aujourd'hui, puisque la monnaie semble presque à sa juste valeur par rapport aux fondamentaux (après la correction de 2020, le dollar n'est qu'à 2 % au-dessus de sa juste valeur moyenne).

ne le souhaite. La Fed est explicite: elle est prête à agir « si l'inflation ou les anticipations d'inflation dépassent de manière significative et persistante ce qu'elle considère comme ses objectifs à long terme ». « La stabilité des prix représente la moitié de notre mandat ». Le grand risque reste celui d'une éventuelle pression inflationniste résultant d'un resserrement de l'utilisation des ressources dans l'ensemble de l'économie.

La forte reprise économique attendue aux États-Unis devrait permettre à la Fed une réduction progressive du programme d'achat d'actifs à partir du premier trimestre 2022. Dans ce contexte, nous anticipons une hausse des

taux réels américains, soutenant le dollar américain. Néanmoins, la normalisation potentielle de la politique monétaire américaine sera limitée par des niveaux record de dette souveraine et d'entreprise, et par des valorisations d'actifs très élevées. Les conséquences d'un durcissement de la politique monétaire des États-Unis pourraient se manifester à l'étranger par une baisse des prix des actifs risqués, un resserrement des conditions financières et des sorties de capitaux. L'expérience du passé a montré qu'un resserrement de la politique étasunienne affectait plus fortement les économies émergentes que les économies avancées.

Achévé de rédiger le 25 juin 2021

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 29/06/2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 2 juillet 2021

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Thongkoch Chutpattarachai

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés,

Stratégiste Recherche Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier