

OBSERVATOIRE DES BANQUES CENTRALES

## Le dilemme de la Fed

Les chiffres récents de l'inflation vont dans le sens d'une courte pause dans la trajectoire vers l'objectif de la Fed, mais les rendements obligataires ont fortement augmenté depuis la forte baisse des taux d'intérêt de la Fed. Les anticipations d'inflation à moyen terme – y compris celles des membres du FOMC – ont augmenté (voir graphique), mais **l'essentiel de la hausse des rendements à dix ans depuis l'élection traduit une augmentation des taux réels.**

La Fed table sur une inflation en hausse d'environ 30 pb à la fin de 2025 (à 2,5 %), ce qui, implicitement, tient compte de certains changements de politique opérés par Trump, comme les surtaxes douanières et l'assouplissement budgétaire. Les prix du marché sont volatiles et sensibles aux chiffres mensuels de l'inflation. **Nous anticipons trois baisses de taux qui ramèneraient le taux directeur à 3,75 % d'ici la fin de l'année.** Nous pensons en effet que l'économie américaine va ralentir pour atteindre une croissance potentielle légèrement inférieure à 2 %, compte tenu des taux réels plus élevés et des tarifs douaniers qui pèsent sur la croissance.

Le marché du travail américain se rééquilibre progressivement et la croissance des salaires ne constitue pas un risque pour l'inflation. La demande de main-d'œuvre s'est affaiblie, avec moins de postes à pourvoir, des taux de démission plus faibles et une augmentation des emplois temporaires. Les indicateurs du coût de la main-d'œuvre (heures travaillées, salaires des nouvelles embauches) se modèrent également. Enfin, la croissance totale de 4 % des salaires est soutenue par la croissance de la productivité.

L'augmentation des rendements obligataires réels constituera un frein majeur à la croissance et aux prix des actifs. **Le déficit budgétaire – qui devrait atteindre 6 % du PIB cette année – et les émissions de dette qui y sont liées sont la raison la plus probable de la hausse des taux réels et des primes de terme,** ces compensations supplémentaires que les investisseurs exigent à la fois pour détenir davantage de dettes et pour faire face aux incertitudes accrues en matière d'inflation. Les points morts d'inflation n'ont que peu augmenté (les swaps d'inflation vont dans le même sens). En revanche, les taux réels et les primes de terme ont connu une évolution plus importante, ces dernières atteignant leur niveau le plus élevé en dix ans, ce qui est plus inquiétant.

RÉDACTEURS

**MAHMOOD PRADHAN**

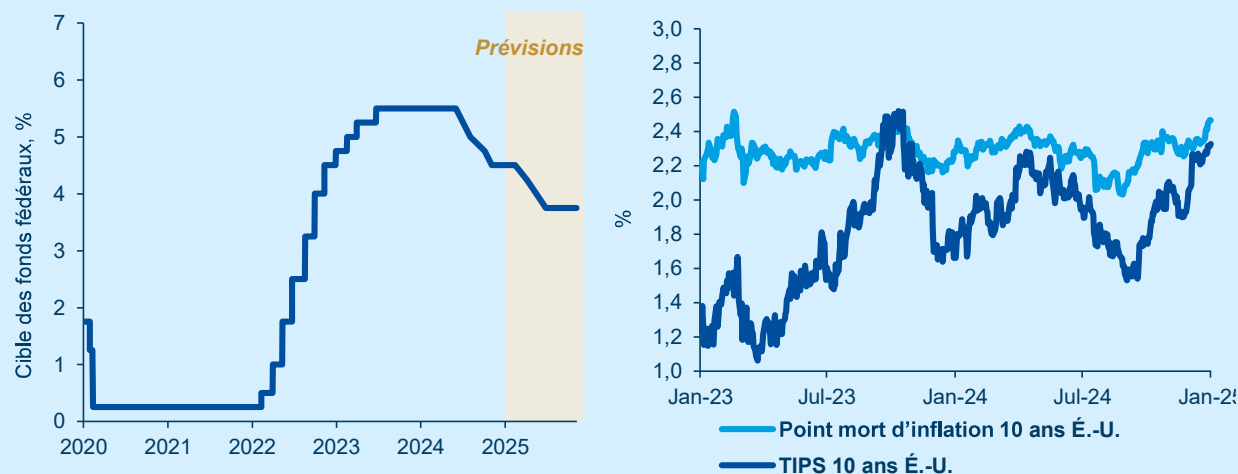
RESPONSABLE  
MACROÉCONOMIE,  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

**ANNALISA USARDI, CFA**

ÉCONOMISTE SENIOR,  
RESPONSABLE DE LA  
MODÉLISATION,  
ÉCONOMIES  
AVANCÉES – AMUNDI  
INVESTMENT  
INSTITUTE

« *Nous anticipons trois baisses de taux de 25 pb qui ramèneraient le taux directeur à 3,75 % d'ici la fin de l'année* »

### GRAPHIQUES : Prévisions d'AII sur les Fed Funds ; TIPS à 10 ans et points morts d'inflation

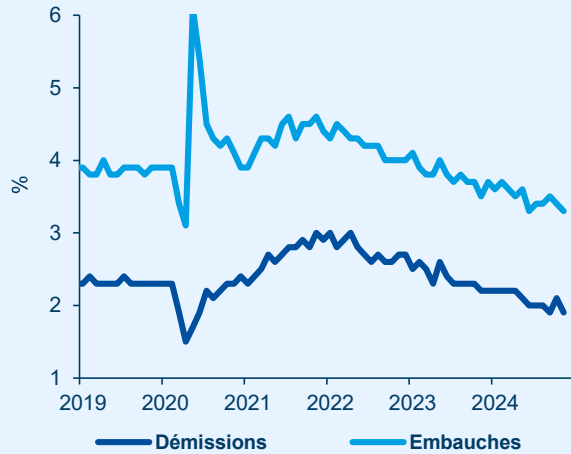


Source : Amundi Investment Institute (AII), Bloomberg. Données au 16 janvier 2025. Prévisions établies par AII et datées du 16 janvier 2025.

# Ralentissement en perspective du processus de désinflation aux États-Unis



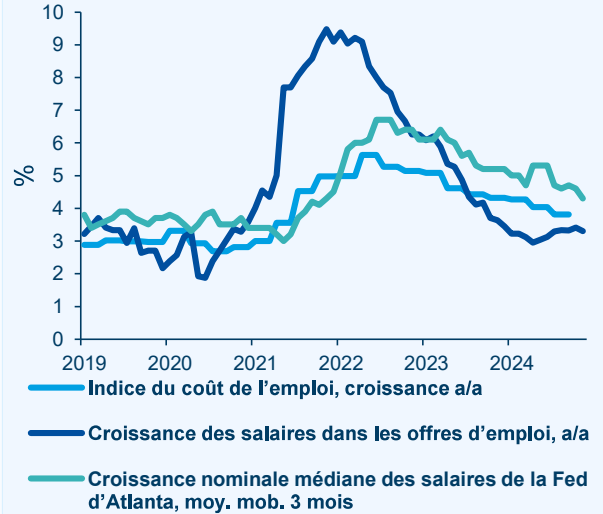
## Refroidissement du marché du travail



- Malgré une hausse des offres d'emploi, la trajectoire des embauches reste orientée à la baisse.
- Les travailleurs ont de plus en plus de mal à changer d'emploi et, par conséquent, le taux de démission est en baisse.



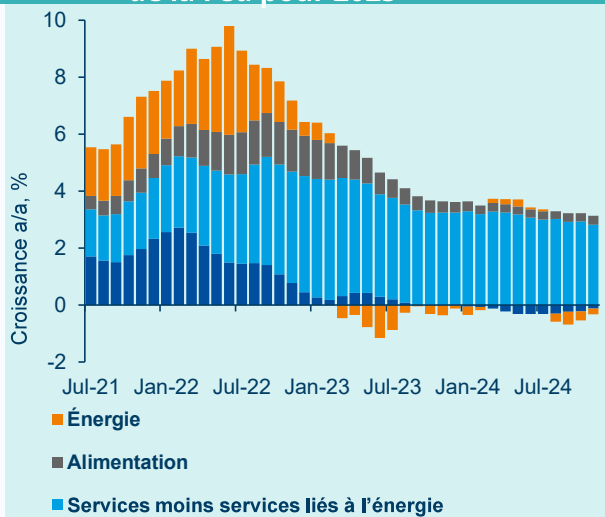
## Ralentissement de la croissance des salaires et des coûts de main-d'œuvre



- Une baisse du taux de démission annonce une modération de la croissance des salaires.
- Les indicateurs de croissance des salaires sont orientés à la baisse et l'indice des postes à pourvoir montre qu'il existe une marge de modération, bien que sa stabilisation laisse présager un ralentissement du rythme de la baisse.



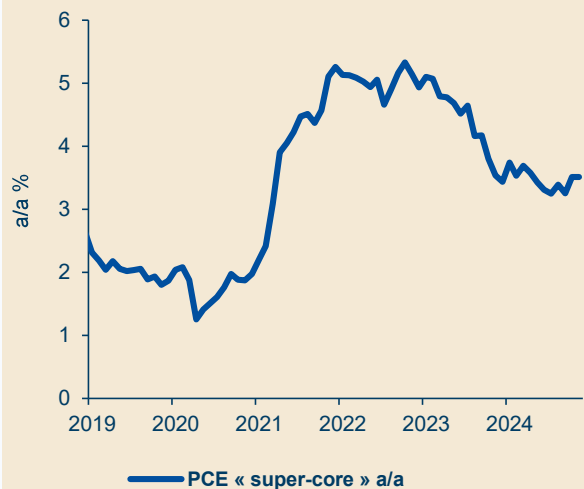
## Les tendances de l'inflation sont un élément clé des perspectives de la Fed pour 2025



- La désinflation à venir sera principalement alimentée par l'inflation des services, qui est actuellement la composante la plus persistante.
- La désinflation future pourrait donc s'avérer plus lente que par le passé.
- La contribution désinflationniste des biens de base pourrait être remise en cause par de probables surtaxes douanières.



## Tendance baissière des composantes persistantes de l'inflation



- La plupart des éléments persistants d'inflation sont liés aux services.
- Effet de base négatif sur l'inflation des services de base pour le T1 2025.

Source : Amundi Investment Institute à partir de données Bloomberg et Datastream. Données au 14 janvier 2025.

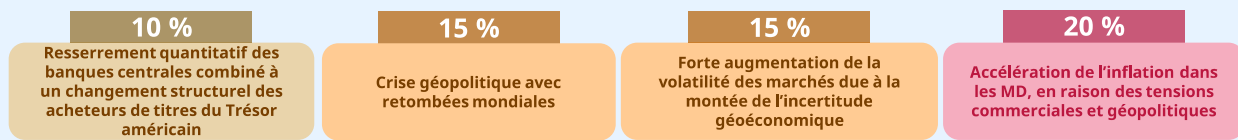
# Scénario central et scénarios alternatifs

	Probabilité 70 %	Probabilité 20 %	Probabilité 10 %
<b>SCÉNARIO CENTRAL</b> Croissance résiliente à plusieurs vitesses	<b>SCÉNARIO BAISSIER</b> Pression stagflationniste renouvelée	<b>SCÉNARIO HAUSSIER</b> Poursuite de la désinflation et gains de productivité	
<b>GÉOPOLITIQUE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nouvelles alliances autarciques défiant les démocraties à économie avancée : nouveaux conflits et escalade des conflits existants.</li> <li>Obligation pour les pays de choisir entre É.-U. et Chine. Début de déclin du commerce mondial.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Le risque géopolitique s'atténue à mesure que les conflits arrivent à leur terme.</li> <li>L'évolution de la dynamique des pouvoirs remodèle le commerce mondial, favorisant une croissance équilibrée et la prospérité.</li> </ul>	
<b>INFLATION ET DOSAGE POLITIQUE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les tendances géopolitiques défavorables freinent les progrès en matière de lutte contre l'inflation et bloquent la baisse des taux.</li> <li>L'explosion des dettes budgétaires relève le coût.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stabilisation de l'inflation autour des cibles des banques centrales (ce n'est pas un problème si l'inflation est légèrement supérieure, car les prévisions restent ancrées).</li> </ul>	
<b>TRAJECTOIRE DE CROISSANCE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Production plus faible et forte réduction des migrations vers les économies avancées : l'offre de main-d'œuvre diminue et la croissance aussi.</li> <li>Persistance des déséquilibres économiques, qui réduisent encore la croissance potentielle (Chine, UE...).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Potential de croissance à moyen terme relevé grâce à des réformes favorables.</li> <li>Investissements et activités stimulés par les politiques industrielles et commerciales.</li> </ul>	
<b>CHGMT. CLIM.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>De nouveaux retards politiques impliquent davantage d'incidents climatiques défavorables qui entravent le dynamisme économique.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>De zéro à héros dans la transition net zéro : géo-ingénierie, politiques coordonnées à l'échelle mondiale.</li> </ul>	

## Risques pesant sur le scénario central



BASSE ← Probabilité → ÉLEVÉE



IMPACT DE MARCHÉ	10 %	15 %	15 %	20 %
<b>Positif</b> pour le cash et l'or.	<b>Positif</b> pour les govies des MD, le cash, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.	<b>Positif</b> pour le cash et l'or.	<b>Positif</b> pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.	
<b>Négatif</b> pour les emprunts d'État et les actions chères.	<b>Négatif</b> pour le crédit, les actions et les ME.	<b>Négatif</b> pour les actifs risqués.	<b>Négatif</b> pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.	

Source : Amundi Investment Institute, au 7 janvier 2025. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. FX : Marchés des changes.

## PRÉVISIONS

## Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 17 Janvier 2025						
Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel, a/a, %			Inflation (IPC), a/a, %		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
<b>Pays développés</b>	1.6	1.6	1.6	2.6	2.2	2.1
États-Unis	2.7	2.1	2.0	2.9	2.3	2.2
Zone euro	0.8	1.0	1.2	2.3	2.0	1.9
<i>Allemagne</i>	-0.1	0.6	0.9	2.4	1.9	1.9
<i>France</i>	1.1	0.7	0.9	2.3	1.7	1.8
<i>Italie</i>	0.5	0.7	0.9	1.1	1.8	1.7
<i>Espagne</i>	3.1	2.2	1.8	2.9	2.4	2.0
Royaume-Uni	1.1	1.6	1.4	2.5	2.1	2.2
Japon	-0.2	1.4	0.7	2.6	2.3	2.4
<b>Pays émergents</b>	4.1	3.9	3.8	5.3	4.0	3.4
Chine	4.8	4.1	3.6	0.3	0.4	0.6
Inde	6.4	6.5	6.3	5.0	5.4	4.9
Indonésie	5.0	5.2	5.0	2.3	2.6	3.8
Brésil	3.1	2.3	2.4	4.4	4.9	4.1
Mexique	1.5	1.2	1.5	4.7	3.8	3.9
Russie	3.7	1.0	1.5	8.4	7.0	5.0
Afrique du Sud	0.5	1.2	1.3	4.5	3.8	4.7
Turquie	3.0	2.9	3.4	60.0	30.5	19.3
<b>Monde</b>	3.1	3.0	3.0	4.3	3.3	2.9

Prévisions officielles de taux directeurs des banques centrales, %					
	Amundi		Consensus		
	17 Janvier 2025	T2 2025	T2 2025	T4 2025	
<b>États-Unis*</b>	4.50	4.00	4.05	3.75	3.80
<b>Zone euro**</b>	3.00	2.00	2.15	1.75	2.15
<b>Royaume-Uni</b>	4.75	4.00	4.15	3.75	3.70
<b>Japon</b>	0.25	0.50	0.50	0.75	0.80
<b>Chine***</b>	1.50	1.00	1.30	1.00	1.20
<b>Inde</b>	6.50	6.00	5.95	6.00	5.75
<b>Brésil</b>	12.25	14.75	14.62	14.75	14.00
<b>Russie</b>	21.00	19.00	21.35	16.00	16.90

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 17 janvier 2025. IPC : indice des prix à la consommation. \* Limite supérieure de la fourchette cible des Fed funds. \*\* : Taux de dépôt. \*\*\*Taux à 7 jours des bons de prise en pension de la Banque populaire de Chine. T2 2025 désigne fin juin 2025 ; T4 2025 désigne fin décembre 2025. Les taux actuels et le consensus proviennent de Bloomberg.

## CONTRIBUTEURS AII\*

**SERGIO BERTONCINI**

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

**POL CARULLA**

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION &amp; DES DIVISIONS CLIENT

**UJJWAL DHINGRA**

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION &amp; DES DIVISIONS CLIENT

**SILVIA DI SILVIO**

STRATÉGISTE SENIOR, CROSS ASSET

**PATRYK DROZDIK**

STRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

**DELPHINE GEORGES**

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

**KARINE HERVÉ**

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

**SOSI VARTANESYAN**

ANALYSTE SOUVERAINS SENIOR

## DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

**MONICA DEFEND**

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

**VINCENT MORTIER**

CIO GROUPE

## RÉDACTRICES EN CHEF

**CLAUDIA BERTINO**

RESPONSABLE DE L'ÉQUIPE ÉDITION ET PUBLICATION, AII\*

**LAURA FIOROT**

RESPONSABLE DE L'ÉDITION &amp; DES DIVISIONS CLIENT, AII\*

## RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

**FRANCESCA PANELLI**

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION &amp; DES DIVISIONS CLIENT

## CONCEPTION ET VISUALISATION

**CHIARA BENETTI**

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIES, AII\*

**VINCENT FLASSEUR**

GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII\*

\* Amundi Investment Institute

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et datent du 17 janvier 2025. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être interprétées comme une indication ou garantie d'une quelconque analyse ou prévision, ou d'un quelconque pronostic de performances futures. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

De plus, toute personne impliquée dans la production du présent document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 20 janvier 2025

Document ID: 4171381.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – PonyWang.

## Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont besoin de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles.

Cet environnement intègre les dimensions économiques, financières, géopolitiques, sociétales et environnementales. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe ses activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs au sein d'une même entité: l'Amundi Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

### Découvrez les dernières mises à jour sur :



- Géopolitique
- Économie et marchés
- Stratégie de portefeuille
- Perspectives ESG
- Hypothèses sur les marchés de capitaux
- Recherche Cross Asset
- Actifs réels et alternatifs

[Visitez notre Centre de recherche](#)

Retrouvez-nous sur



**Amundi**  
Investment Solutions

Trust must be earned