

THÉMATIQUE

## Il est trop tôt pour envisager une inflexion dans la politique monétaire de la Fed



**Valentine AINOUCZ,**  
CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés, Amundi Institute



**Delphine GEORGES,**  
Stratégiste Senior Taux, Amundi Institute

*Nous nous attendons à ce que la Fed poursuive son action énergique pour calmer l'inflation. « Nous continuerons jusqu'à ce que le travail soit fait. »*

L'aplatissement de la courbe des taux américains dépendra de la persistance de l'inflation sous-jacente et des répercussions du durcissement monétaire sur la croissance. Plus l'économie américaine se montrera résistante face aux hausses de taux, plus la Fed devra muscler sa politique, augmentant ainsi le risque de récession. Il y a peu on pouvait dire « les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles », mais désormais « les bonnes nouvelles sont de mauvaises nouvelles ».

L'inflation est toujours au cœur des préoccupations de la Fed, qui reste bien plus inquiète du risque de perte d'ancrage des anticipations d'inflation que du risque de baisse de la croissance et qui se montre déterminée à agir pour ramener l'inflation à sa cible :

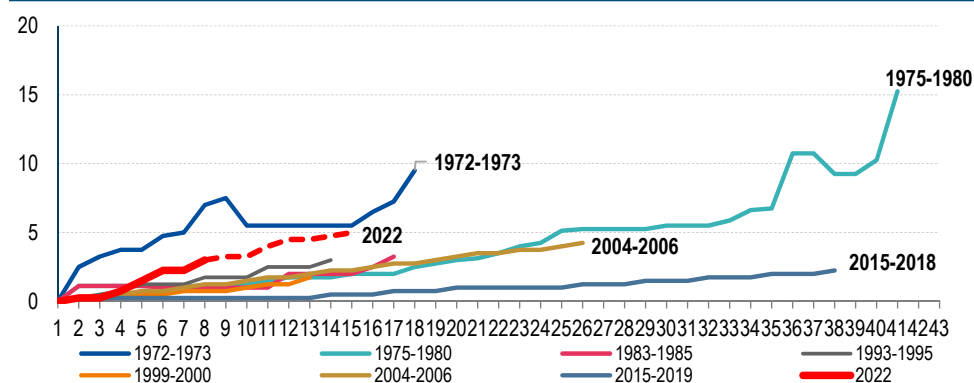
- **Le Comité considère que la croissance sous-jacente est résiliente et que les pressions inflationnistes persistent.** « Cette économie est solide et pleine de vigueur ». Malgré le ralentissement de la croissance, le marché du travail est resté tendu, avec un taux de chômage proche de son plus bas en 50 ans, un nombre d'emplois vacants proche des plus hauts historiques et une croissance soutenue des salaires. L'inflation s'accélère. Lors de la réunion de septembre, les membres du FOMC ont revu à la hausse leurs prévisions médianes d'inflation sous-jacente de 0,2 point de pourcentage (pp), à 4,5 % et de 0,4 pp, à 3,1 % pour 2022 et 2023 respectivement. Leur prévision pour 2024 est restée inchangée à 2,3 %.

**Le comité anticipe un taux final plus élevé et un cycle haussier plus long.** « Pour rétablir la stabilité des prix, il faudra probablement maintenir une politique restrictive pendant un certain temps ». Aucune baisse de taux n'est donc à prévoir avant 2024. D'après les *dots* de la Fed, le point cible médian des Fed funds se situe désormais à 4,375 % à fin 2022 et à 4,625 % à fin 2023. Près d'un tiers des membres du Comité considèrent qu'une fourchette cible maximale de 4,75 à 5,0 % en 2023 est réaliste.

La Fed entend poursuivre sa politique monétaire restrictive. Qui dit territoire restrictif dit taux réels positifs sur l'ensemble de la courbe, ce qui semble cohérent avec la volonté nouvellement affichée par la Fed de pousser les taux des Fed funds au-delà de 4,5 % en 2023. « Restrictif signifie que le taux réel des Fed funds, corrigé des anticipations d'inflation à court terme, sera positif. Il pourrait être de 1 % ou plus. En tous cas, il serait résolument positif ».

**Jerome Powell est prêt à risquer une récession afin de ramener l'inflation à 2,0 %.** En effet, « la probabilité d'un atterrissage en douceur est susceptible de diminuer dans la mesure où la politique doit être plus restrictive ou restrictive plus longtemps ». Selon Jerome Powell, la véritable erreur politique serait de ne pas rétablir la stabilité des prix, en revanche, la réduction de l'inflation nécessitera « une période prolongée de croissance inférieure à la tendance » ainsi qu'un affaiblissement des marchés du travail, ce qui posera « quelques difficultés » aux ménages et aux entreprises. Un scénario d'atterrissage en douceur implique un rééquilibrage de l'offre et de la demande sur le marché du travail sans ralentissement excessif de la croissance économique et suppose que les anticipations d'inflation restent ancrées et que l'offre de travail augmente. Or « il est plausible que le nombre d'offres d'emploi diminue de manière significative, c'est nécessaire, mais sans que le chômage n'augmente autant que lors des phases similaires dans le passé ».

### 1/ C'est le cycle de resserrement monétaire le plus rapide depuis le début des années 1980. (Évolution des taux Fed Funds depuis le début du cycle de resserrement en %)



Source : Bloomberg, Amundi Institute. Données au 30 septembre 2022.

## THÉMATIQUE

*Un scénario d'atterrissage en douceur implique un rééquilibrage de l'offre et de la demande sur le marché du travail, sans ralentissement excessif de la croissance économique*

Le marché s'attend à ce que la Fed ne relève pas ses taux au-delà de 4,5 % en début 2023. Toutefois, nous percevons une pression haussière sur cette hypothèse de taux final, car l'inflation sous-jacente américaine s'est encore accélérée, stimulée par la vigueur du marché du travail. L'économie américaine est également soutenue par (1) la récente baisse du prix du pétrole, (2) la réponse budgétaire passée face au Covid-19, (3) la dernière décennie de taux historiquement bas, et (4) les exigences plus strictes pour l'octroi de prêts immobiliers après la crise Lehman.

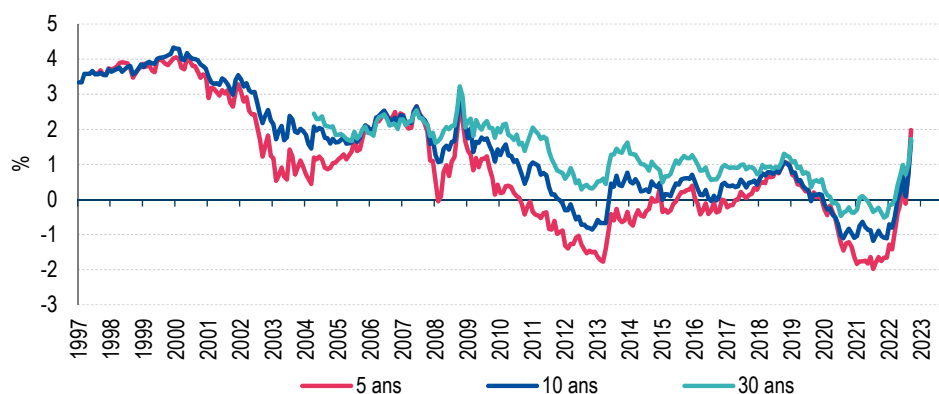
- **Le marché du travail des États-Unis est extrêmement tendu.** L'impact des hausses de taux sur le taux de chômage sera atténué par la pénurie de main-d'œuvre. Le marché du travail est manifestement déséquilibré, la demande de travailleurs dépassant largement l'offre de travailleurs disponibles. L'écart entre les emplois disponibles et les travailleurs s'élève à 5,2 millions de travailleurs, en baisse par rapport au pic de 5,9 millions, mais toujours proche du niveau le plus élevé de la période d'après-guerre. En effet, les retraites anticipées et le vieillissement de la population ont réduit la population active, tandis que la part des plus de 55 ans a augmenté. En outre, les jeunes qui entrent dans la vingtaine ont 3 % moins de chances de faire partie de la population active aujourd'hui qu'au début de la pandémie. Le taux d'emploi reste bien inférieur à celui d'avant la crise du Covid-19 dans les secteurs des loisirs, de l'hôtellerie, de la santé et des administrations publiques.
- **La crise du logement aux États-Unis n'a rien à voir avec celle de 2008.** Le marché du logement s'est refroidi ces derniers mois, les taux immobiliers américains ayant grimpé à 6,7 %, leur niveau le plus élevé depuis 15 ans. L'indice d'accessibilité au logement est tombé à son niveau le plus bas depuis 1989. Les ventes de logements neufs et les prix ont commencé à baisser. Cependant, l'impact du doublement des taux des crédits immobiliers sera partiellement compensé par :
  - **Le faible niveau des stocks.** La construction de logements aux États-Unis a été insuffisante au cours de

la dernière décennie. Le manque de logements neufs et disponibles a été amplifié par les retards causés par la crise du Covid-19. Le stock de maisons neuves, récemment achevées, est de 40 % inférieur aux niveaux d'avant la pandémie.

- **La situation financière solide des ménages américains et leur bon niveau d'épargne.**
- **La qualité de crédit élevée.** Au cours des dix dernières années, les prêts immobiliers n'ont été accordés qu'aux ménages présentant un score de crédit élevé.
- **Après une décennie de taux d'intérêt bas, le coût moyen de la dette des entreprises s'est réduit et les échéances se sont rallongées.** Il faudra un certain temps avant que la récente hausse des taux n'ait un impact négatif sur le coût moyen de la dette des entreprises. Nous devons surveiller l'accès au marché des obligations financières.

**L'aplatissement de la courbe des taux américains dépendra de la persistance de l'inflation sous-jacente et des répercussions à venir sur la croissance du durcissement monétaire.** Il y a peu on pouvait dire « les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles », mais désormais « les bonnes nouvelles sont de mauvaises nouvelles ». La Fed s'est engagée à relever ses taux de manière énergique dans un contexte de pressions inflationnistes soutenues et de croissance résiliente. Son engagement résolu à « continuer jusqu'à ce que le travail soit fait » et sa volonté d'accepter les risques de

## 2/ Forte hausse des taux réels américains ( en % )



Source : Bloomberg, Amundi Institute. Données au 30 septembre 2022.

## THÉMATIQUE

*Il y a peu on pouvait dire « les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles », mais désormais « les bonnes nouvelles sont de mauvaises nouvelles »*

récession plaident en faveur de courbes plus plates. La courbe des rendements de deux à dix ans à -40 pb a maintenant atteint le niveau maximal d'inversion des trois derniers cycles, mais nous estimons pourtant qu'il reste encore de la marge pour dépasser ce niveau :

- Les pressions à la hausse sur le rendement à deux ans se poursuivront jusqu'à ce que nous ayons plus de visibilité sur le taux final qui pourrait continuer à grimper jusqu'à ce que l'économie atteigne trois objectifs difficiles à atteindre : 1) une croissance bien plus lente, 2) un meilleur équilibre entre l'offre et la demande sur le marché du travail, et 3) des signes clairs d'un retour de l'inflation autour de 2 %. Au vu de la résilience de l'économie américaine, de la

persistance de l'inflation et de la volonté de la Fed d'entrer en territoire très restrictif, notre scénario central prévoit désormais un taux final des Fed funds à 5 %, soit plus élevé que ce qu'anticipent les marchés à l'heure actuelle (4,5 %). De plus, nous estimons qu'il existe encore un risque à la hausse par rapport à ce niveau.

- En revanche, la Fed ayant engagé le cycle de resserrement le plus rapide de l'histoire et les conditions de financement s'étant fortement resserrées, les perspectives de croissance sont plus faibles pour 2023, ce qui, à un moment donné, exercera une pression à la baisse sur les rendements à long terme.

*Achévé de rédiger le 6 octobre 2022*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

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

### INFORMATION IMPORTANTE

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 6 octobre 2022. 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: 10 octobre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, *Chairman d'Amundi Institute*

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, *Directrice d'Amundi Institute*

#### Contributeurs Amundi Institute

**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*

**BOROWSKI Didier**, *Responsable Global Views*

**CESARINI Federico**, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

**DI SILVIO Silvia**, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

#### Contributeurs Plateformes d'investissement

**LEMONNIER Patrice**, *Responsable Actions, Marchés émergents*

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*  
**CARULLA Pol**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

#### Conception et support

**BERGER Pia**, *Spécialiste communication*

**PONCET Benoit**, *Spécialiste communication*

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BOROWSKI Didier**, *Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**PERRIER Tristan**, *Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights*

**DROZDZIK Patryk**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**GEORGES Delphine**, *Stratégiste Senior Taux*

**HERVÉ Karine**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**HUANG Claire**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**PORTELLI Lorenzo**, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

**USARDI Annalisa**, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

**VARTANESYAN Sosi**, *Analyste Souverains Senior*

**STRIGO Sergei**, *Responsable adjoint Gestion Obligataire Pays Emergents*

**FIOROT Laura**, *Responsable Investment Insights & Client Division*  
**DHINGRA Ujjwal**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*