

THÉMATIQUE

La Fed parviendra-t-elle à rétablir la stabilité des prix sans récession ?



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



Delphine GEORGES,
Stratégiste Senior Taux

La Fed indique que la lutte contre l'inflation va devenir plus ardue

La Fed est déterminée à relever ses taux rapidement. A court terme l'économie américaine sera soutenue grâce aux bilans solides des ménages et des entreprises et grâce à des marchés du travail et immobilier très dynamiques qui résultent principalement des différents dispositifs de soutien budgétaire et monétaire mis en place pendant la crise de Covid. La Fed sera dans une situation plus difficile en 2023.

La Fed admet avoir laissé filer l'inflation.

La Fed est déterminée à relever ses taux rapidement, car le marché du travail est très tendu et l'inflation est plus forte et plus persistante que prévu. Mais à présent, deux questions se posent aux investisseurs : (1) le rythme de ralentissement de la croissance économique américaine dans un contexte de resserrement des conditions financières et (2) quel arbitrage la Fed ferait-elle en cas de fort ralentissement de la croissance ?

La Fed a beaucoup plus de raisons d'agir que la BCE.

L'inflation est un phénomène mondial. Elle galope aux États-Unis et dans la zone euro, où elle a atteint près de 8 % et 6 % respectivement en février. La flambée des prix du pétrole brut et d'autres matières premières exercera une pression haussière supplémentaire sur l'inflation à court terme. Pour autant, on constate des différences fondamentales entre les États-Unis et la zone euro. Dans la zone euro, l'inflation est principalement tirée par les prix de l'énergie. La croissance des salaires y a même ralenti à 1,9 % en glissement annuel au quatrième trimestre de 2021, contre 2,3 % au trimestre précédent. Aux États-Unis, en revanche, l'inflation est plus généralisée. En effet, l'économie américaine tourne à plein régime. Les entreprises américaines augmentent leurs marges, faisant augmenter les prix plus

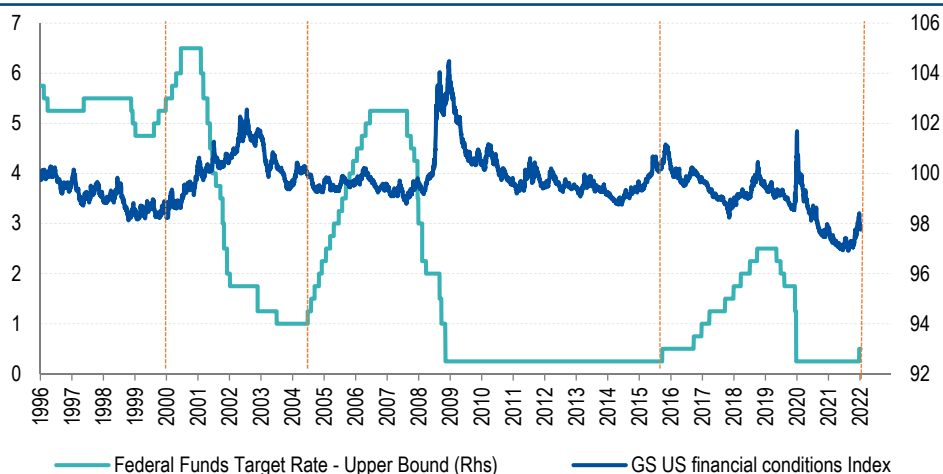
rapidement que leurs coûts. Le marché du travail américain est très tendu, poussant les salaires à la hausse au rythme le plus rapide en plusieurs décennies.

Le FOMC de mars a durci le ton sur de nombreux fronts.

La Fed veut atteindre le taux neutre aussi rapidement que possible et, le cas échéant, évoluer vers des niveaux de taux plus restrictifs pour rétablir la stabilité des prix. Le président Powell a exprimé sans ambiguïté sa détermination à faire baisser l'inflation « quoi qu'il en coûte », lorsqu'il a déclaré que le FOMC souhaitait ralentir la demande afin qu'elle soit mieux alignée sur l'offre et qu'il visait des conditions financières moins accommodantes. Le résumé des projections économiques a ainsi présenté un taux final médian de 2,75 %, supérieur donc au niveau neutre de 2,5 %. De plus, M. Powell a récemment réaffirmé son engagement à utiliser tous les outils à sa disposition pour parvenir à la stabilité des prix et notamment des hausses de taux de 50 points de base lors des prochaines réunions, de sorte que le niveau neutre de 2,5 % pourrait être atteint dès fin 2022 ou début 2023.

Jusqu'à présent, la forte demande a été soutenue par un marché du travail solide, des conditions financières accommodantes et les fortes mesures de politique budgétaire adoptées pour faire face à la crise du coronavirus.

1/ La Fed démarre son cycle de remontée des taux alors que les conditions financières ont commencé à se tendre



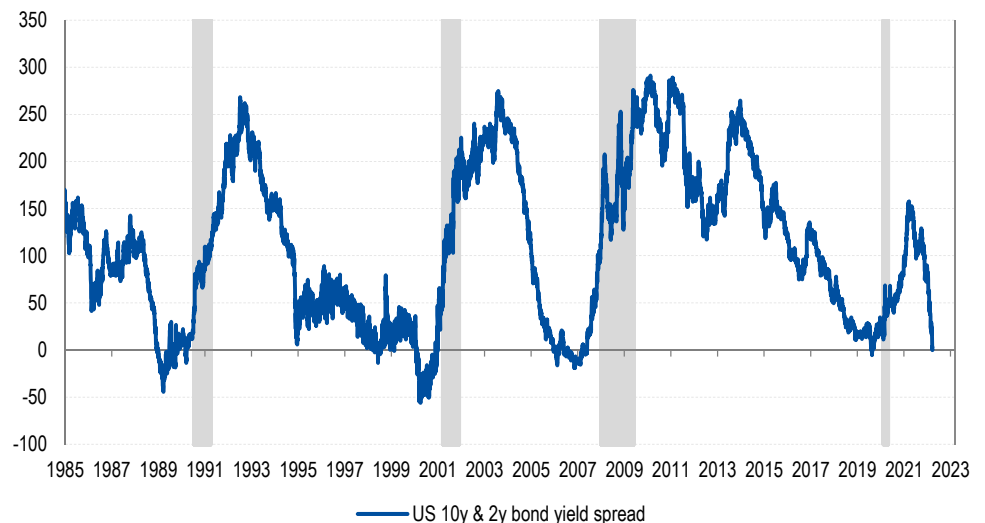
Source : Bloomberg, Amundi Institute - Données au 15 mars 2022

THÉMATIQUE

La question maintenant est de savoir quel sera le rythme de la ralentissement de l'économie américaine

Le risque est que la Fed pousse l'économie américaine en récession alors qu'elle tente de faire baisser l'inflation

2/ L'inversion de la courbe entre le 2 ans et le 10 ans a été un bon indicateur de récession, mais avec un long délai



Source : Bloomberg, Amundi Institute - Données au 25 mars 2022

Les hausses de taux de la Fed vont ralentir la demande : la question est maintenant de savoir quel sera le rythme du ralentissement de l'économie américaine.

- La Fed pense pouvoir aller de l'avant avec son processus de resserrement sans faire entrer l'économie américaine dans un scénario de récession. Lors de la conférence de presse, M. Powell a répété que le nombre d'offres d'emploi dépassait largement celui des demandeurs d'emploi, d'où la possibilité de calmer l'économie sans priver quiconque de travail. Le Conseil des gouverneurs, quant à lui, prévoit un taux de chômage inférieur à 4 % jusqu'en 2024, malgré les nombreuses hausses de taux et l'assainissement des bilans.
- En plus de la vigueur du marché du travail américain, la vulnérabilité à court terme de l'économie à la hausse des taux d'intérêt a diminué, grâce aux nombreux coussins de sécurité dont dispose l'économie et qui résultent principalement des différents dispositifs de soutien budgétaire et monétaire mis en place pendant la crise de Covid :
 - pour les entreprises, des liquidités plus importantes, une durée de la dette plus élevée et un coût effectif de la dette plus faible qu'avant la crise de Covid.
 - pour les ménages, des bilans sains, une accumulation importante d'épargne, un effet de richesse constructif, les prix de l'immobilier et des actions ayant fortement augmenté par rapport aux niveaux d'avant la pandémie.
 - l'augmentation des coûts d'emprunt pourrait affaiblir la demande pour les logements, mais comme le stock des logements à vendre n'a jamais été aussi bas, il faudra un certain temps avant

que ce changement n'affecte les prix des logements.

- Par conséquent, le taux final pourrait grimper autour de 2,75 %-3 % car l'économie semble en mesure d'absorber la hausse des taux à court terme.
- Toutefois, à plus long terme, la vulnérabilité de l'économie à la hausse des taux s'est considérablement accrue par rapport aux décennies passées en raison des niveaux d'endettement records et des valorisations élevées des actifs impliquant un fort effet de richesse. Le principal risque à surveiller sera l'impact du resserrement de la politique monétaire de la Fed sur les conditions financières. Ce resserrement est particulier. La Fed commence à relever ses taux alors que les conditions financières ont déjà commencé à se resserrer.
- **La Fed sera dans une situation plus difficile en 2023. L'arbitrage entre croissance et inflation pourrait être un thème central au second semestre 2023**
- En 2023, l'inflation poussée par les coûts, pourrait continuer à surprendre à la hausse. Dans un contexte d'inflation encore élevée et de fort ralentissement de l'activité économique, la Fed pourrait se montrer moins empressée à tenir ses promesses.
- La Fed pourrait se trouver contrainte de soutenir la croissance, en particulier dans un contexte d'endettement élevé et d'investissements lourds qu'exige la transition verte.
- De fait, une banque centrale dispose de peu d'« outils » pour lutter contre une inflation induite par les coûts sans nuire à la croissance. L'augmentation du coût de l'énergie constitue déjà une taxe sur l'économie. **Voilà où en est la BCE aujourd'hui.**

THÉMATIQUE

L'inversion de la courbe résulte du fait que nous sommes face à un choc d'inflation qui entraîne une très forte inversion de la courbe des points morts d'inflation.

Vers un inversement de la courbe des taux...

- Il est peu probable que le taux directeur dépasse de manière significative les estimations de taux neutres au cours de ce cycle sans que les anticipations d'inflation à long terme ne perdent leur ancrage. Néanmoins, la probabilité que la Fed doive monter les taux plus loin qu'anticipé pour ramener l'inflation vers l'objectif reste importante et exercera une pression haussière sur le segment court terme de la courbe. En parallèle, la hausse du segment long terme de la courbe sera limitée par la persistance d'une forte demande et le ralentissement attendu de la croissance en 2023. Dans ce contexte, les courbes de taux devraient continuer de s'aplatir et s'inverser.

- Une **inversion de la partie de la courbe à deux ans et à dix ans** est considérée comme un signal fiable qu'une récession est susceptible de suivre dans un ou deux ans, mais il convient de noter que l'inversion cette fois-ci sera également **déterminée par deux facteurs** :
 - L'inversion de la courbe des taux nominaux résulte du fait que nous sommes face à un choc d'inflation qui entraîne une très forte **inversion de la courbe des points morts d'inflation**.
 - L'inversion de la courbe provient également d'une **inversion de la courbe des primes de terme**. La prime de terme sur le segment long de la courbe est très faible en raison de la forte demande de la part des banques américaines et de la Fed.

Achévé de rédiger le 25 mars 2022

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
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment 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 31 mars 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 1 avril 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

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Ozgur Donmaz

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

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

BELLAICHE Mickael, *Stratégiste Taux et Crédit*

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*

FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

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*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

MIJOT Éric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

PERRIER Tristan, *Global Views*

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

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*