



# La Fed joue son va-tout

**Avec treize sur seize de ses membres estimant qu'un resserrement monétaire sera approprié dès 2015 et dix de ceux-ci prévoyant que le niveau des Fed Funds sera supérieur ou égal à 1 % à la fin de l'année prochaine, le message délivré par la Fed à la suite de sa réunion des 18 et 19 mars rompt avec sa communication antérieure.** Incompatible avec les anticipations actuelles des marchés de taux, cette réorientation est susceptible d'entraîner des réactions significatives, préoccupantes à plus d'un titre :

- Pour les marchés financiers, tout d'abord, le risque d'une sur réaction des taux d'intérêt et des marchés d'actions à ce changement de discours étant particulièrement élevé, aux États-Unis comme dans le reste du monde,
- pour l'économie américaine, ensuite, dont l'état de santé est sujet à caution et l'incertitude sur sa capacité à faire face à un renchérissement du coût du crédit, encore très grande,
- pour le monde émergent et les pays du sud de l'Europe, enfin, exposés à un risque accru de sorties de capitaux.

Nous continuons à penser que la Fed fait fausse route. La marche accélérée vers un arrêt du QE et une hausse des taux à horizon 2015 ne paraissant guère compatible avec la réalité de la situation économique américaine ou mondiale présente. Nous maintenons notre prévision d'un retour de bâton avant l'été et d'un repli des taux longs après une vraisemblable remontée temporaire.

## Un cran supplémentaire vers le resserrement

Comme largement anticipé, la Fed retire le seuil de 6,5% du taux de chômage de ses critères d'appréciation sur la capacité de l'économie à supporter une hausse des taux directeurs. Cela lui offre plus de latitude et permet d'écarter l'éventualité d'une hausse des taux cette année. Elle coupe court ainsi aux interrogations nées de la publication des minutes de sa réunion du mois de janvier au cours de laquelle avait été évoquée l'éventualité d'une hausse des taux dès le milieu de cette année, seul un de ses membres anticipant aujourd'hui que tel soit le cas.

Les bonnes nouvelles s'arrêtent toutefois là.

Les autres messages délivrés par la Fed via son communiqué et, plus encore, la publication de ses prévisions macro-économiques et des anticipations sur les taux directeurs des membres du Comité, sont en effet nettement moins encourageants et beaucoup plus restrictifs que précédemment.

- 1- La Fed poursuit sur la voie d'une réduction de 10 milliards supplémentaires de ses achats d'actifs, ces derniers étant ramenés à 55 milliards de dollars, contre 85 milliards encore en décembre dernier.
- 2- Elle révisé, en légère baisse sa prévision de croissance pour les trois années, 2014, 2015 et 2016 en abaissant de deux dixièmes le haut de ses fourchettes d'estimation, à respectivement : 2,8 %-3,0 % pour 2014, 3,0 %-3,2 % pour 2015 et 2,5 % -3,0 % pour 2016.
- 3- Elle revoit cependant à la baisse ses prévisions du taux de chômage, de trois dixièmes cette année et de deux dixièmes pour chacune des deux années suivantes, une évolution contraire au chemin réalisé sur ses prévisions de croissance du PIB, qui pose assurément question.
- 4- Enfin, elle ouvre la porte à l'éventualité d'un resserrement monétaire dès 2015 en publiant les anticipations de taux de ses seize membres dont dix prévoient un niveau des Fed Funds supérieur ou égal à 1 % d'ici la fin 2015, et 12 prévoient des taux supérieurs ou égaux à 2 % d'ici fin 2016.

#### Scénario macro-économique du FOMC du 19 mars 2014

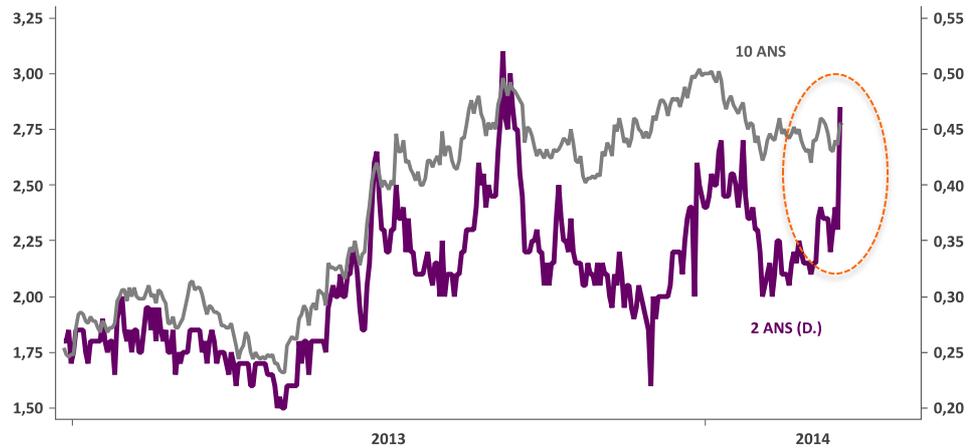
| Variables                  | 2014             | 2015             | 2016             | Long terme       |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>PIB réel, %</b>         | <b>2.8 - 3.0</b> | <b>3.0 - 3.2</b> | <b>2.5 - 3.0</b> | <b>2.2 - 2.3</b> |
| <i>Prévisions décembre</i> | <i>2.8 - 3.2</i> | <i>3.0 - 3.4</i> | <i>2.5 - 3.2</i> | <i>2.2 - 2.4</i> |
| <b>Taux de chômage</b>     | <b>6.1 - 6.3</b> | <b>5.6 - 5.9</b> | <b>5.2 - 5.6</b> | <b>5.2 - 5.6</b> |
| <i>Prévisions décembre</i> | <i>6.3 - 6.6</i> | <i>5.8 - 6.1</i> | <i>5.3 - 5.8</i> | <i>5.2 - 5.8</i> |
| <b>Inflation</b>           | <b>1.5 - 1.6</b> | <b>1.5 - 2.0</b> | <b>1.7 - 2.0</b> | <b>2.0</b>       |
| <i>Prévisions décembre</i> | <i>1.4 - 1.6</i> | <i>1.5 - 2.0</i> | <i>1.7 - 2.0</i> | <i>2.0</i>       |

Source : US Federal Reserve Board

**Bien que son communiqué réitère qu'un long délai devrait séparer la fin du quantitative easing du début de la hausse des taux, ces prévisions mettent de facto la Fed en position de rupture par rapport à ces derniers mois.** Le ton semble, en effet, donné et les hausses de taux déjà programmées, ce qui ouvre la porte à un changement radical des anticipations de marchés que la communication récente de la Fed avait permis d'éviter.

À 0,35 % ces derniers jours, les taux à 2 ans des bons du Trésor étaient très loin des niveaux compatibles avec le scénario exprimé par les membres de la Fed. La réaction ne s'est donc pas fait attendre : dans les minutes suivant la fin du FOMC, les obligations à deux ans ont effacé l'intégralité des gains enregistrés depuis le début de l'année. Or, le mouvement n'a pas lieu de s'arrêter là et devrait propulser les taux à deux ans assez rapidement vers les niveaux connus début septembre, au-dessus de 0,50 %.

### Taux des emprunts d'État américains



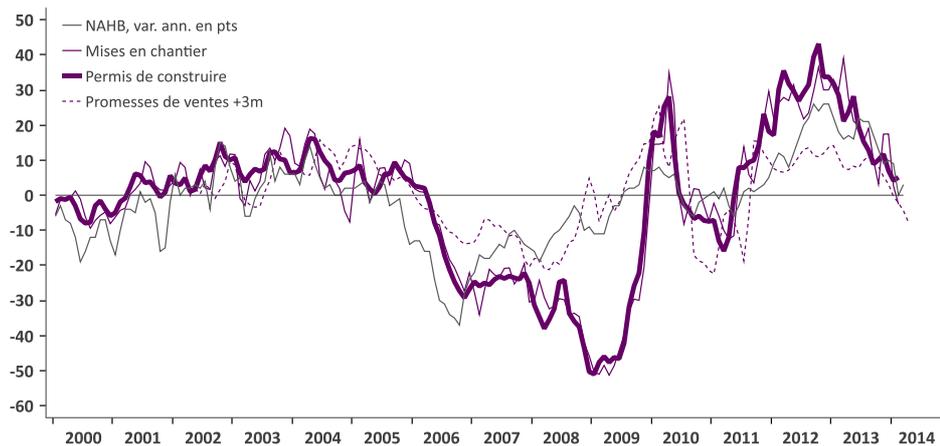
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Un pas de plus en territoire de risque

De telles perspectives ne sont pas les bienvenues et soulèvent bien des interrogations sur la suite des développements économiques et financiers.

L'économie américaine a délivré de multiples signes de faiblesse ces derniers temps suggérant que sa capacité à faire face à une remontée des taux d'intérêt pourrait être plus limitée que généralement escompté. C'est en particulier ce que suggère le retournement de tendance du marché immobilier depuis plusieurs mois, notamment depuis la remontée des taux de prêts hypothécaire amorcée au printemps dernier.

### Indicateurs de l'activité immobilière, GA en %

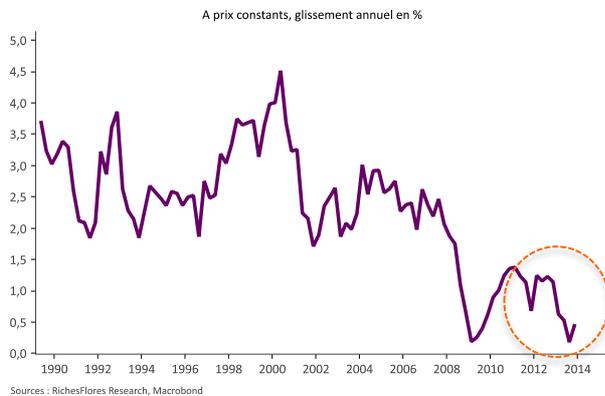


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

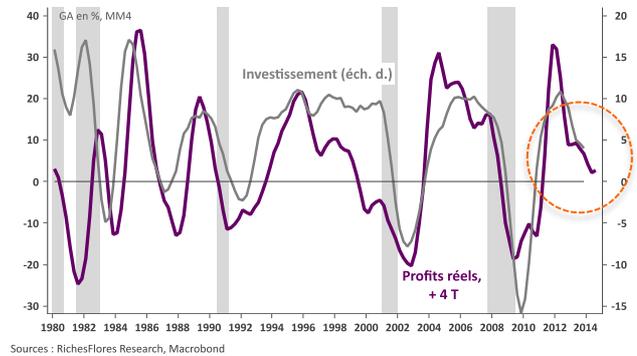
L'anémie persistante de l'activité dans les services, les déceptions sur le front de l'investissement des entreprises, le faible niveau de confiance dans les PME et l'incapacité des ISM à se maintenir dans la zone de confort supérieur à 55 sont autant de signaux préoccupants sur la solidité de l'amélioration de la croissance

du second semestre 2013, susceptibles de traduire une plus grande vulnérabilité de l'économie américaine que ne l'estime la Fed aujourd'hui.

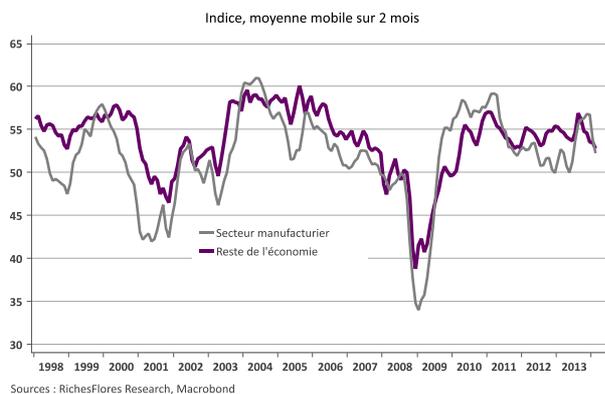
**Croissance du PIB dans les services (61 % du total de l'économie)**



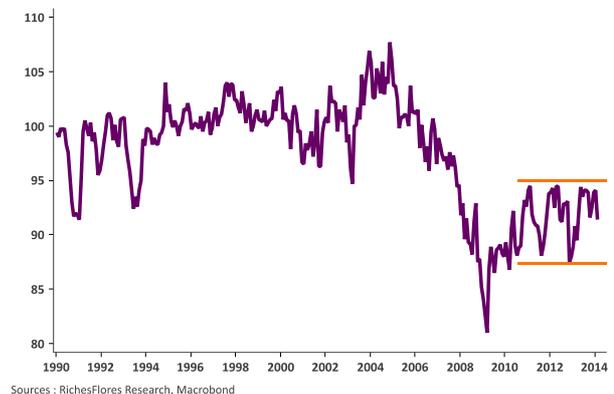
**Croissance des profits réels et de l'investissement des entreprises non financières**



**Indices ISM manufacturier et non-manufacturier**



**Indice NFIB du climat des affaires dans les PME**



Il est, à ce titre, intéressant de noter que les marchés obligataires n'ont guère « acheté » l'optimisme des prévisions de la Fed jusqu'à présent, comme en témoigne l'absence de hausse des taux à long terme ces derniers mois. En sera-t-il différemment dans les prochains mois ? Cela dépendra dans une très large mesure de la qualité des indicateurs du printemps, dont on peut toutefois redouter qu'elle ne soit pas aussi bonne qu'escompté. Si tel est le cas, c'est probablement à un aplatissement de la courbe des taux de rendements qu'il faut s'attendre en réponse à la hausse « forcée » des taux à deux ans, en d'autres termes un scénario de mauvais augure pour la suite.

Véronique Riches-Flores  
[contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

**Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, [contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)