Un FOMC, trois scénarios… Une issue ?

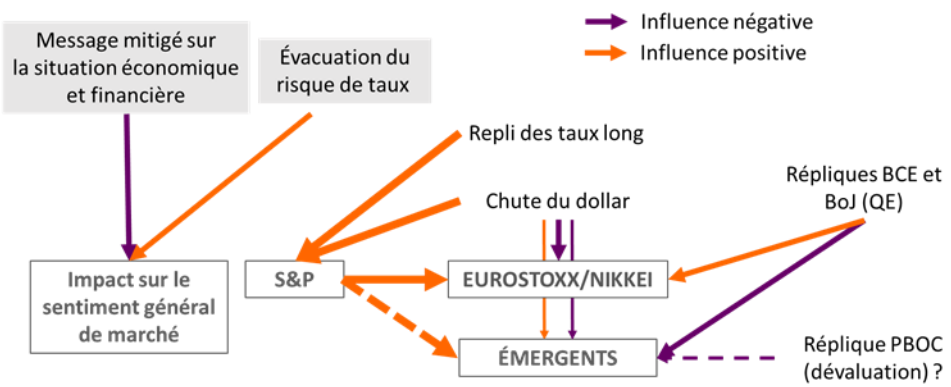
Comment les choses pourraient-elles s'articuler après l'annonce de la décision de la Fed jeudi soir ? Trois scénarios sont envisageables dans le contexte en présence.

Scénario 1 : la Fed privilégie le statu quo, gardant le niveau de ses taux directeurs inchangé, entre zéro et un quart de point. C'est le scénario, à notre avis, le plus probable, susceptible d'offrir quelques semaines d'accalmie sur les marchés financiers ; nous estimons sa probabilité entre 60 % et 65 %.

Scénario 2 : la Fed relève le niveau de ses taux directeurs de 25 points de base tout en conservant un discours suffisamment prudent pour convaincre qu'il s'agira de la seule hausse de cette année : le jeu est périlleux pour les marchés financiers internationaux, mais l'hypothèse semble néanmoins assortie d'une probabilité encore significative, de l'ordre de 20 % à 25 %.

Scénario 3 : la Fed relève le niveau de ses taux d'un quart de point et apparaît suffisamment sereine pour poursuivre la hausse en décembre. Les anticipations sont prises de court ; le dollar s'envole ainsi que les taux longs ; le S&P entrevoit la fin du cycle en cours. L'envolée du dollar va à l'encontre d'une extension du QE de la BCE et les marchés mondiaux emboitent le pas à la correction américaine. La probabilité de ce dernier cas de figure est vraisemblablement inférieure à 20 %.

Scénario 1 - statu quo



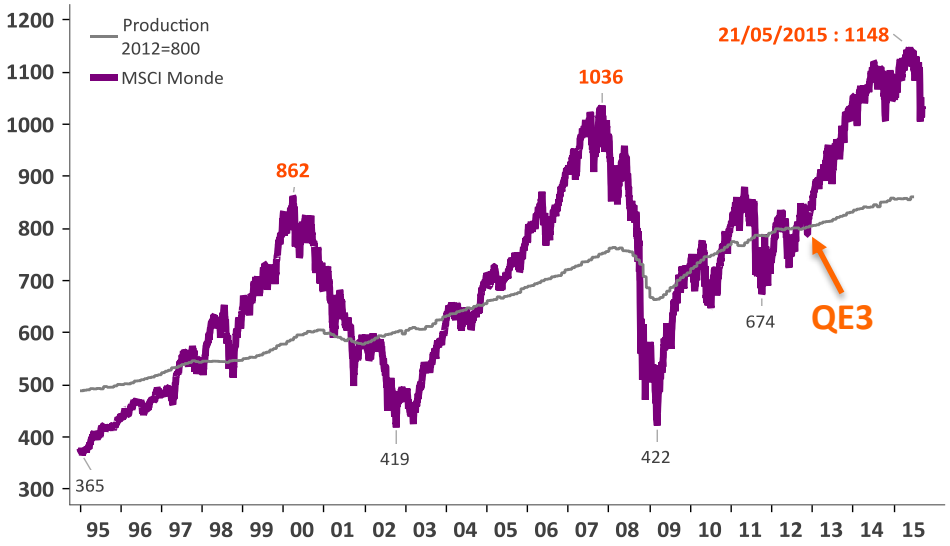
60 % à 65 % de chances que la Fed privilégie le statu quo

Malgré les développements plutôt encourageants enregistrés sur le front de l'activité américaine ces dernières semaines nous conservons comme scénario central l'absence de hausse de ses taux directeurs, ceci pour deux raisons principales :

1- Le bas niveau persistant de l'inflation et l'absence de signes précurseurs d'inflation à venir.
2- Le caractère éminemment imprévisible ou, selon, par trop prévisible, de la situation financière internationale.

De fait, l'appréciation portée sur les marges de manœuvre de la politique monétaire américaine ne serait sans doute pas la même si le risque financier n'était pas ce qu'il est aujourd'hui, c'est-à-dire des plus importants, aux États-Unis, comme dans le reste du monde. Si la Fed ne s'est pas exprimée clairement sur sa lecture des évolutions de marché de ces dernières années, elle ne peut ignorer le risque que pourrait faire peser son action sur ce qui ressemble déjà de plus en plus manifestement au début d'une correction d'envergure sur les marchés financiers internationaux (voir à ce sujet *Game Over* du mois de juin).

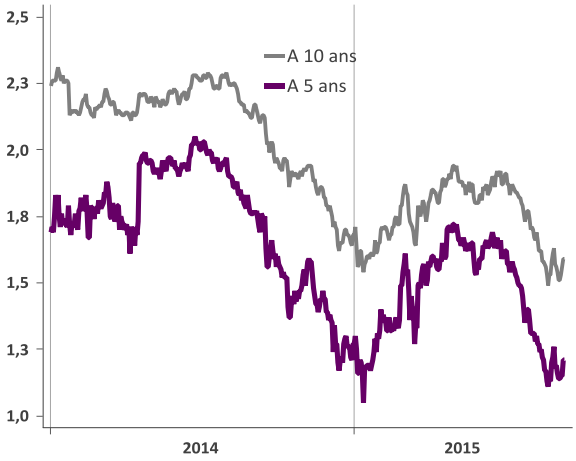
MSCI Monde et production industrielle



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Dès lors, la balance des risques, entre l'option de laisser ses taux inchangés et celle de les relever, est largement déséquilibrée. Si cycliquement, en effet, les conditions, bien que discutables selon nous, peuvent être perçues comme suffisantes pour autoriser l'amorce d'une normalisation du niveau des taux d'intérêt, l'absence d'inflation et le bas niveau persistant des anticipations sur l'inflation future, offrent à la Fed un temps qu'elle serait bien inspirée de mettre à profit dans le contexte présent d'extrême instabilité financière.

Point mort d'inflation des obligations indexées



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

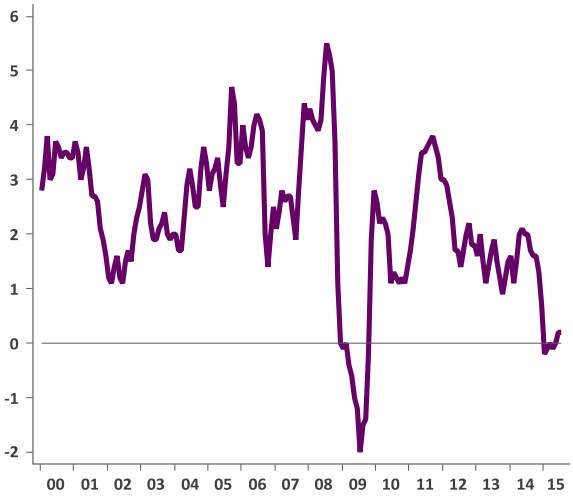
Perspectives d'inflation des ménages américains à 1 an (Fed de NY)

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Inflation, le critère manquant

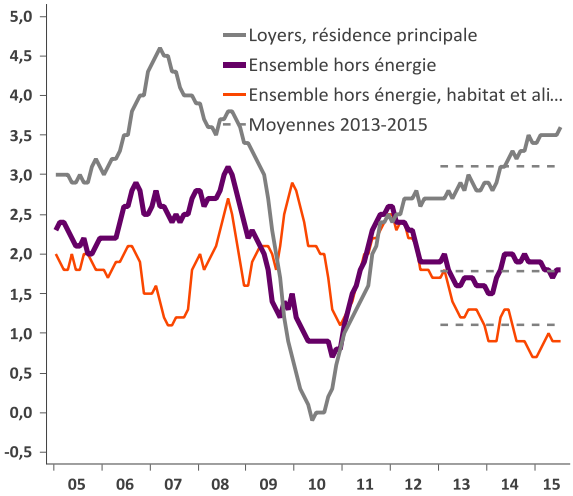
L'inflation américaine se caractérise par deux tendances principales ces derniers mois : le bas niveau des prix énergétiques, à l'origine du maintien du taux d'inflation aux environs de zéro et l'accélération de la hausse des loyers qui évoluent aujourd'hui sur une tendance annuelle de 3,6 %. Hors énergie, habitat et alimentation, le taux d'inflation n'excédait cependant pas 0,9 % en juillet, un niveau légèrement plus faible que celui atteint en moyenne depuis le début de l'année 2013.

Inflation annuelle aux Etats-Unis



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Principaux indices de prix, GA en %



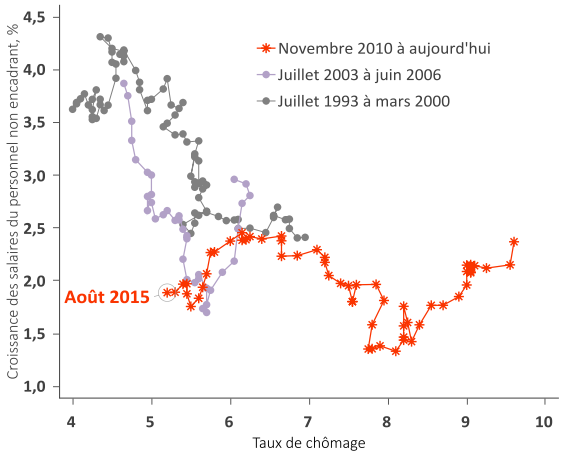
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Autrement dit, l'inflation est absente, à l'exception du seul secteur du logement. Or, ce dernier phénomène à peu à voir avec le degré de sollicitation des ressources en travail et capital qui, à l'accoutumée, préside aux décisions de la Fed. Résultat de la bulle immobilière apparue ces dernières années sur l'immobilier neuf, l'inflation des loyers a, en outre, des effets plutôt dépressifs sur la consommation. En l'absence de hausse des salaires, une proportion croissante des revenus des

ménages est, en effet, absorbée par le renchérissement du coût de l'habitat locatif dont l'importance s'est nettement accrue depuis la crise de 2008.

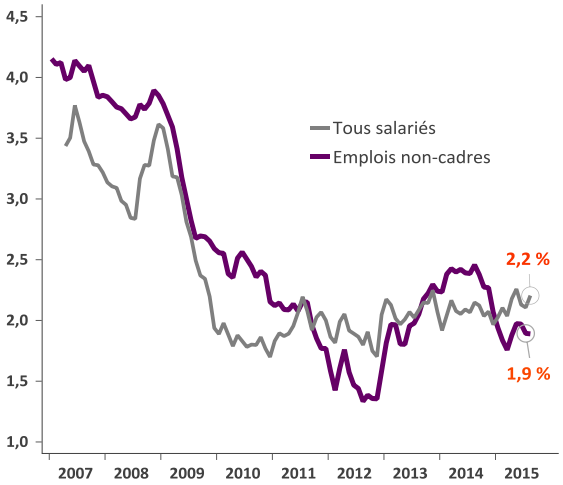
L'évolution des salaires ne donne pas davantage d'eau au moulin des « hawks » du board de la Fed. La dislocation de la courbe de Phillips que Janet Yellen a souvent mise en avant comme le signe d'une normalisation incomplète du marché du travail, est toujours bel et bien en place. Avec un taux de chômage de 5,1 %, la croissance des salaires est aujourd'hui assez largement inférieure à ce qu'elle aurait été dans le passé. De fait, sans savoir avec certitude quelle place donner à la chute du taux de participation dans l'appréciation du risque de tensions salariales à venir, il est vraisemblable que la réserve d'actifs sortis du marché de l'emploi ces dernières années continue à peser sur la croissance des salaires.

Courbe de Phillips durant les trois derniers cycles de baisse du taux de chômage



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

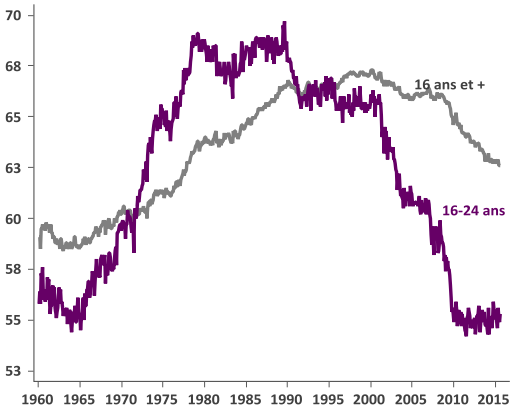
Croissance annuelle des salaires horaires



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

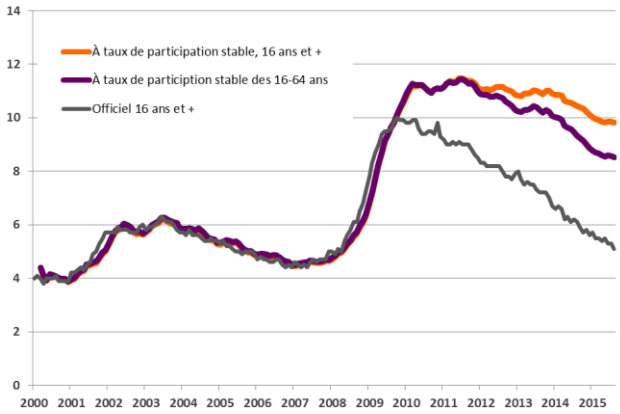
Ainsi, en réintégrant aux statistiques de demandeurs d'emplois la population des 16-64 ans sortie de la vie active depuis 2009, le taux de chômage ne serait pas de 5,1 % mais de 8,5 % aujourd'hui (plus de 10 % pour l'ensemble de la population active des plus de 16 ans), un niveau beaucoup plus cohérent avec la croissance effective du salaire horaire, notamment pour les emplois les moins qualifiés.

Taux de participation de la population en âge de travailler aux Etats-Unis



Sources: RichesFlores Research, Macrobond

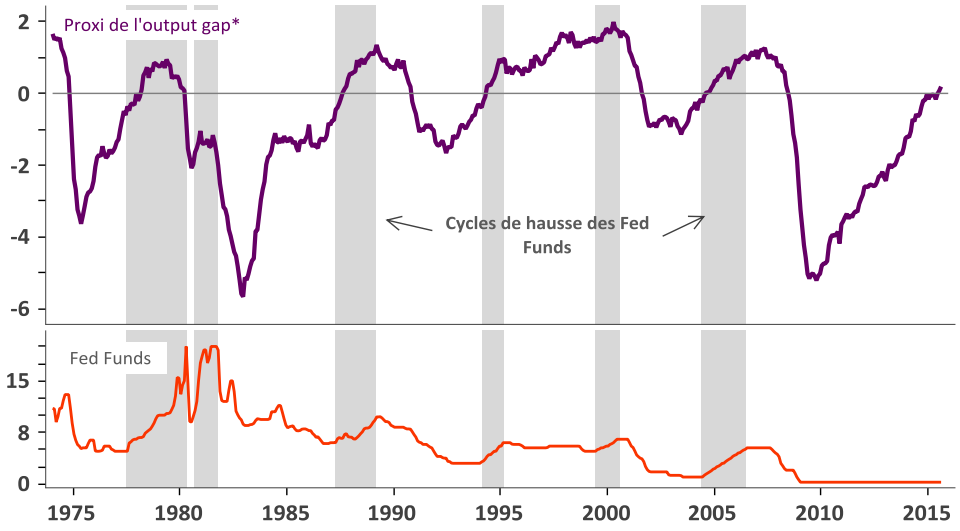
Taux de chômage à taux de participation inchangé depuis 2009



Sources : données officielles et calculs RF Research

Dans une telle situation, l'importance donnée au bas niveau de taux de chômage dans la fonction de réaction de la Fed peut légitimement être amoindrie, tout particulièrement si, par ailleurs, le degré de sollicitation des ressources productives (approché par l'output gap) n'est pas explicitement excessif, comme c'est aujourd'hui le cas.

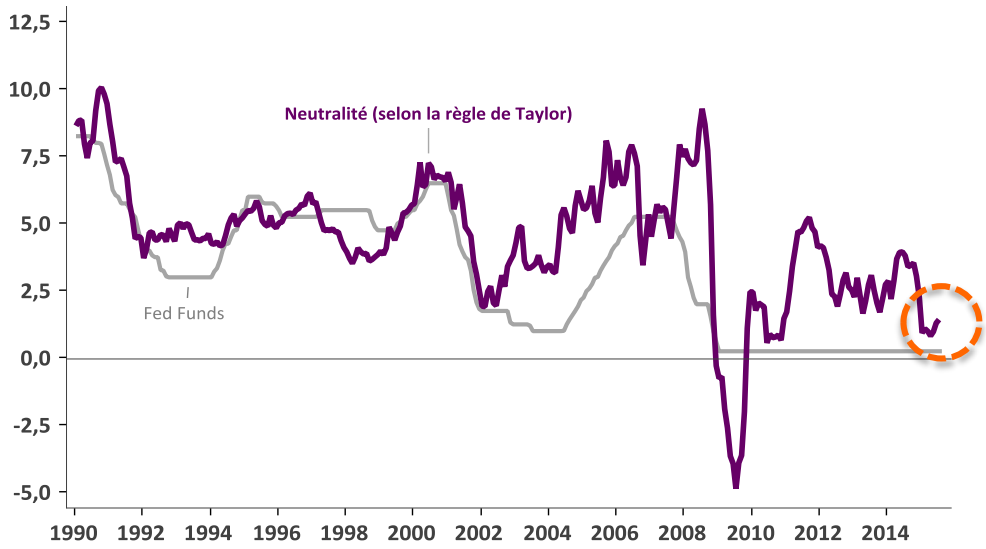
Output gap et Fed Funds



Sources: RichesFlores Research, Macrobond
*écarts pondérés du taux d'utilisation des capacités et du taux de chômage à leur tendance de LT

Cette situation est d'ailleurs assez fidèlement résumée par la règle de Taylor selon laquelle, comme signalé il y a quelques mois déjà, les taux d'intérêt directeurs appropriés à la situation présente seraient proches de leur plus bas niveau depuis trois ans…

Taux des Fed Funds et règle de Taylor



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

35 % à 40 % de risques que la Fed fasse un faux pas

Ce qui précède pourrait suffire à lever les doutes sur l'issue du prochain FOMC si Janet Yellen ne s'était avancée comme elle l'a fait en début d'été en faveur d'un relèvement des taux directeurs, allant jusqu'à préciser deux relèvements probables d'ici la fin de l'année. L'assurance d'un certain nombre de membres du conseil sur la bonne santé de l'économie américaine et la volonté de reconstituer des marges d'action monétaire avant l'arrivée à terme du cycle en présence ne permettent pas d'évacuer, en effet, le risque d'un faux pas jeudi prochain.

On peut espérer que, dans un tel cas de figure, la Fed opte pour une action en douceur, assortie de moult précautions dans sa communication. Le scénario d'une hausse de 25 points de base, encadrée d'un communiqué visant à mettre à l'écart une seconde hausse d'ici la fin de l'année, est donc probablement assorti d'une probabilité non négligeable.

La probabilité que la Fed campe sur ses positions du mois de juillet (deux hausses cette année) semble nettement plus faible, en revanche, compte tenu de la tournure des développements économiques et financiers de ces dernières semaines et de l'altération de la visibilité qui en résulte sur les perspectives américaines.

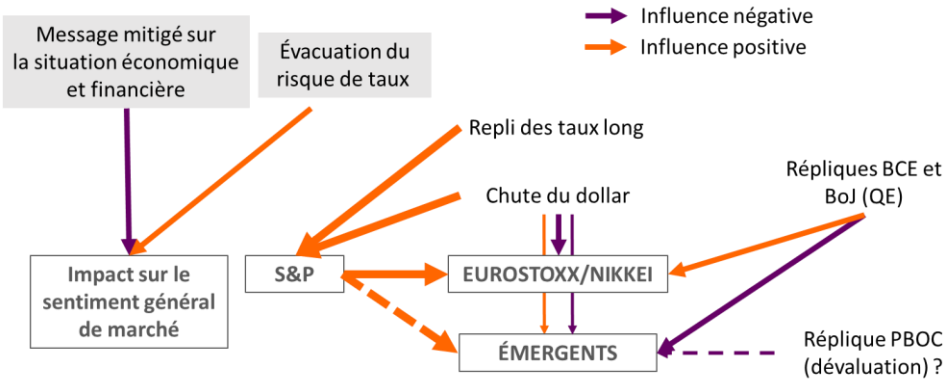
De l'issue du FOMC au risque financier international

La décision que prendra la Fed et le discours qui accompagnera son communiqué lors de la conférence de presse de Madame Yellen, jeudi, auront des échos vraisemblablement très importants sur les marchés, tout au moins à brève échéance. Si notre scénario d'un statu quo, au contraire des deux autres, permet d'envisager une possible accalmie des marchés, il est pour autant peu vraisemblable que l'un ou l'autre de ces trois scénarios parvienne à mettre un terme aux turbulences financières internationales très longtemps. Ainsi :

- Un statu quo s'accompagnera forcément d'un message mitigé, voire préoccupé, sur la situation économique et financière internationale, peu compatible avec un retour de l'appétit pour le risque, malgré l'évacuation de la menace d'une remontée des taux directeurs.
- Par ses effets dépressifs sur le dollar, l'inaction de la Fed risque, par ailleurs, de pénaliser les marchés européens et japonais… à concurrence, toutefois, d'anticipations croissantes sur les répliques respectives de la BCE et de la BoJ en matière de politique quantitative…
- La baisse du dollar devrait avoir des effets différentiés sur le monde émergent, en fonction de leur statut : plutôt bienvenue pour ce qui est des exportateurs de matières premières, que la baisse des prix soumet à d'intenses pressions de changes, une dépréciation du dollar serait assez malvenue, en revanche, s'agissant des exportateurs asiatiques de produits manufacturés, souvent en proie à une déflation latente. On peut, considérer, à ce titre qu'un statu quo de

la Fed accroîtrait sans doute significativement le risque d'une nouvelle dévaluation du yuan chinois, sous une forme ou sous une autre.

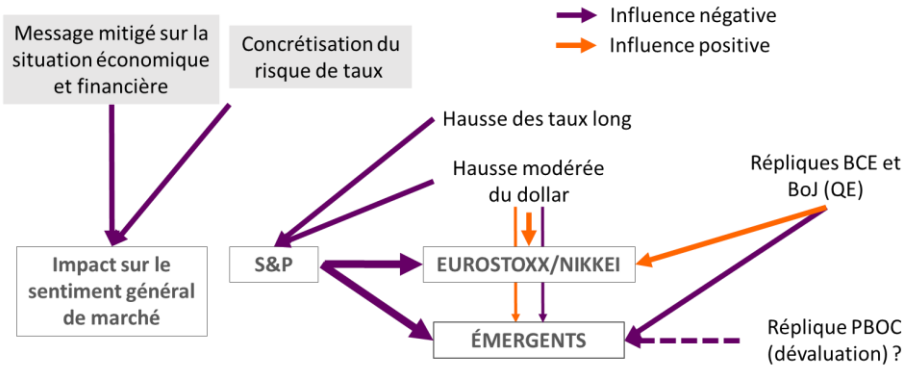
Scénario 1 - statu quo



Au total, l'accalmie que suggère, en première lecture, le scénario d'un statu quo de la Fed, pourrait bien ne pas durer et ne bénéficier que temporairement aux marchés américains eux-mêmes.

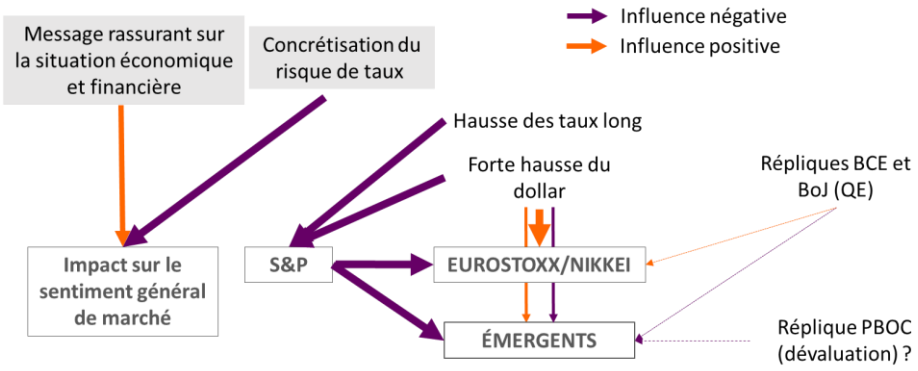
- Le deuxième scénario, n'est guère plus enthousiasmant, cumulant le risque d'alimenter l'inquiétude sur la situation économique réelle, tout en concrétisant un passage à l'acte. Il s'agit sans doute du scénario le plus néfaste pour les marchés financiers et le plus à même d'attiser les tensions en cascade sur les devises.

Scénario 2 – 25pb mais mise à l'écart d'une deuxième hausse



- En comparaison, la plus grande confiance de la Fed qu'implique le troisième scénario aurait, peut-être, l'avantage de pouvoir rassurer, un temps, les marchés. Ce scénario a toutefois largement perdu en crédibilité ces dernières semaines et provoquerait une brutale remise à niveau des anticipations de taux accompagnée d'une nette remontée du dollar. Difficile de voir dans ces évolutions une quelconque issue favorable pour les marchés américains et, par voie de conséquence, pour les marchés mondiaux, en dépit de l'envolée du dollar.

Scénario 3 – 25pb en septembre et probablement en décembre



Le diagnostic quel qu'il soit est à risque, imposant une seule conclusion : la Fed est selon toute vraisemblance dans un corner dont elle ne sortira probablement pas indemne… Mais il s'agit là d'un autre épisode.

Véronique Riches-Flores
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 (MESR), RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche) pour les années 2013,2014 et 2015.
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*