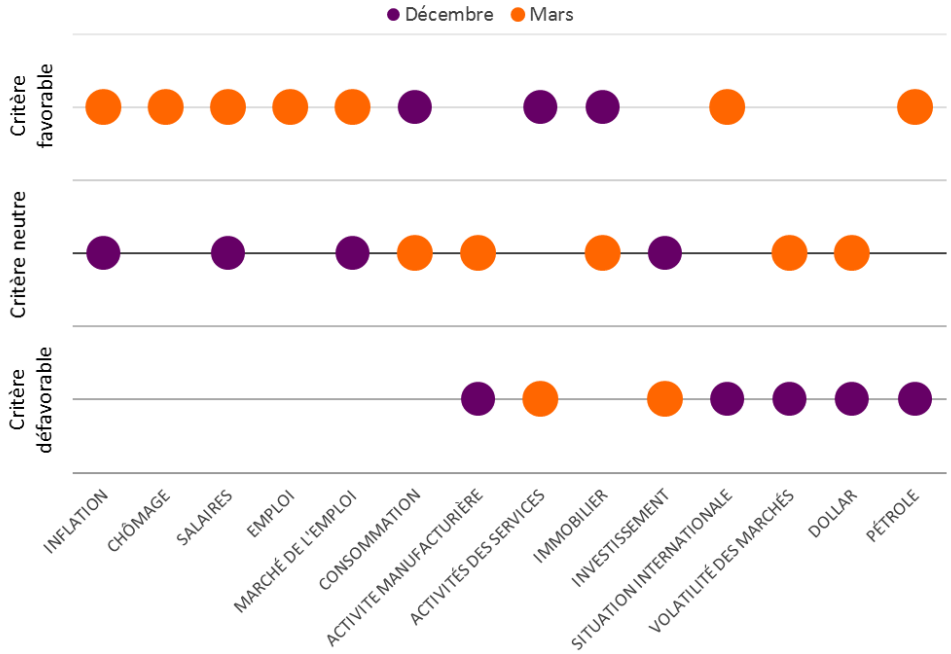
La Fed peut-elle éviter un coup de tonnerre ?

Les données économiques récentes offrent peu d'arguments à la FED pour mettre franchement à l'écart son scénario de hausse des taux d'intérêt du mois de décembre. Des quatorze critères que nous retenons comme les plus susceptibles d'influencer sa décision et son communiqué, sept suggèrent une opportunité accrue de relever le niveau de ses taux d'intérêt, soit deux de plus qu'au mois de décembre ; cinq sont neutres (au lieu de quatre en décembre) et deux seulement sont négatifs (contre cinq en décembre). Le solde net de ces critères ressort ainsi clairement en faveur d'une hausse de ses taux directeurs, à +5 au lieu de 0. Dans de telles conditions, si Janet Yellen peut, sans doute, retenir un passage à l'acte ce mois-ci, sa capacité à prévenir un communiqué relativement intransigeant sur la nécessité de reprendre sans tarder le cycle de hausse des taux pourrait être réduite.

Evolution probable de la perception de la Fed sur l'opportunité de relever ses taux selon différents critères

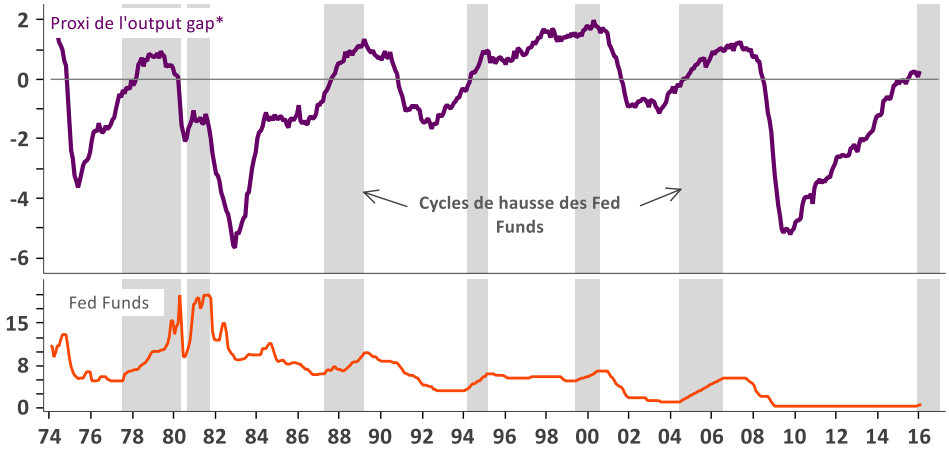


Il y a donc un risque non négligeable de mauvaise surprise pour les marchés, qui excluent quasiment à 100 % la probabilité de hausse des taux ce mois-ci et jouent la carte d'une Fed durablement accommodante, ne chiffrant qu'à 24 % et 51 %, respectivement, la probabilité d'une hausse des taux en avril et juin. Au total, si notre analyse est la bonne, le communiqué de la Fed pourrait résonner comme un coup de tonnerre sur des marchés toujours très fébriles.

La Fed poussée dans ses retranchements

Une banque centrale a toujours un degré de latitude pour ajuster sa fonction de réaction aux différents indicateurs économiques, celui-ci se réduit toutefois inévitablement au fur et à mesure de l'avancée du cycle, même dans les conditions présentes de croissance molle, qui plus est en danger. Car, si l'économie américaine n'évolue pas franchement au-dessus de son potentiel, son stationnement autour de celui-ci depuis la fin de l'année 2014 commence à imprégner sa marque sur un nombre croissant de tendances avérées ou sous-jacentes, de plus en plus difficiles à ignorer pour une banque centrale.

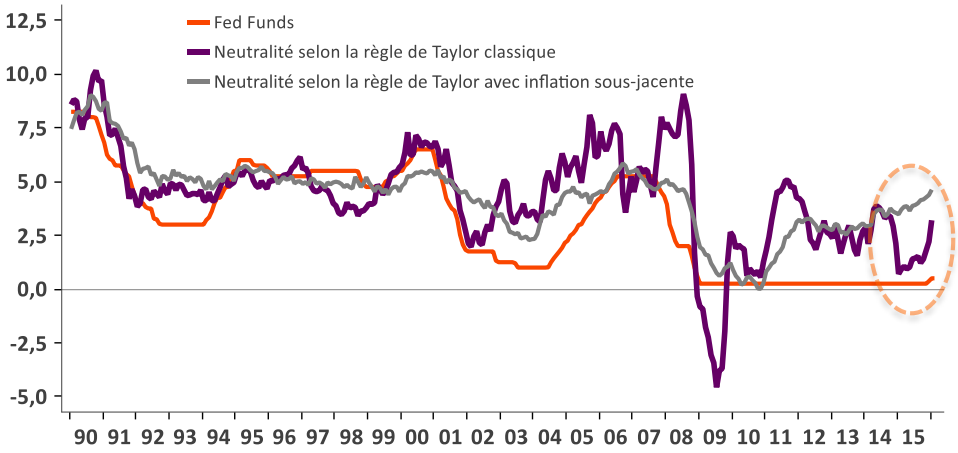
Output gap et Fed Funds



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

La remontée de l'indicateur synthétique du niveau des taux d'intérêt appropriés selon la règle de Taylor, est une expression de ces changements et de la motivation que pourrait avoir la Fed de reprendre la voie de son resserrement monétaire enclenché en décembre, malgré le risque qu'une telle politique peut, à l'évidence, représenter dans la situation présente.

Taux des Fed Funds et règle de Taylor*

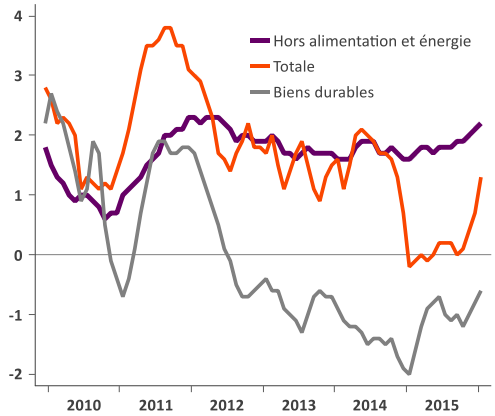


Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* i= taux d'intérêt réel de LT + inflation + 0,5(inflation constatée-2%) + 0,5(output gap)

Deux critères de cette règle de Taylor sont à l'origine de ce changement directionnel depuis la fin de l'automne dernier :

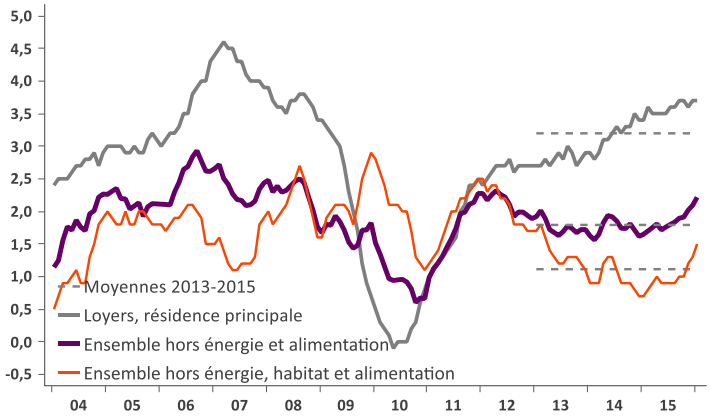
1- **le passage d'une inflation de zéro à 1,3 % entre les mois de septembre et janvier**, quand le mouvement haussier est également sensible pour l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), relatant notamment une accélération généralisée de la hausse des prix dans les services, y compris dorénavant hors habitat.

Inflation américaine, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

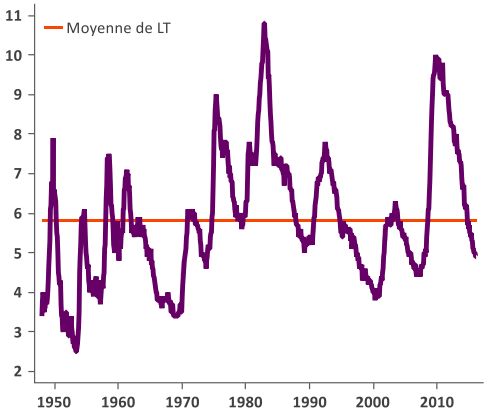
Mesures de l'inflation sous-jacente, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

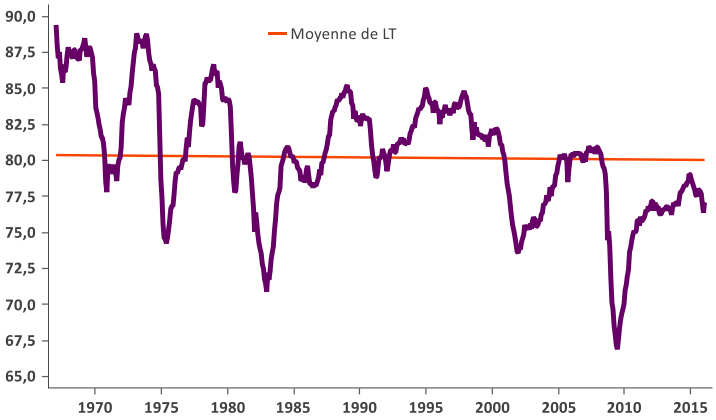
2- **Le déclin persistant du taux de chômage** qui, à 4,9 % de la population active, est aujourd'hui de plus en plus éloigné de sa moyenne de long terme (5,8 %) franchie depuis octobre 2014. Ce mouvement est à l'origine de la fermeture de l'output gap tel que mesuré en page 2, malgré le repli du taux d'utilisation des capacités productives dont l'influence sur la mesure du degré de sollicitation des ressources globales de l'économie est beaucoup plus faible (moins d'un cinquième dans notre estimation).

Taux de chômage américain



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux d'utilisation des capacités productives

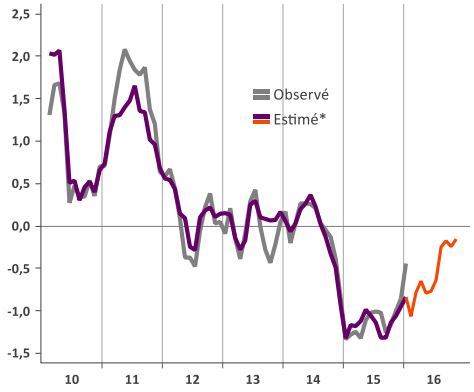


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Outre les messages envoyés par la règle de Taylor, tombée en désuétude ces dernières années, nombre d'indicateurs pourraient être perçus comme, sinon préoccupants, du moins comme des signes indiscutable d'un changement en cours du socle inflationniste. Parmi ceux-ci :

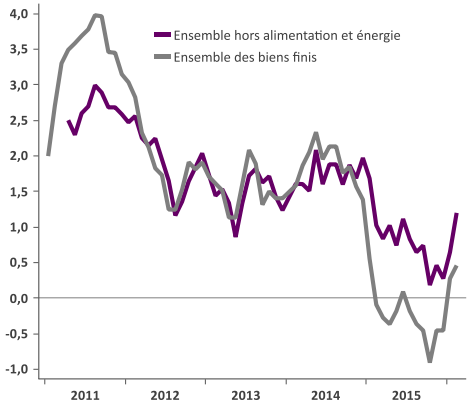
- **La remontée des prix à la production**, confirmée par les données du mois de février publiées aujourd'hui, n'est pas de nature à rassurer les membres de la Fed alors que, par ailleurs, les prix du pétrole donnent des signes de stabilisation susceptibles, par le jeu des effets de base, d'alimenter une accélération des prix dans les prochains mois.

Contribution de l'énergie à l'inflation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* Aux cours du pétrole du 14/03 (39,7$/b) inchangés jusqu'à la fin de l'année

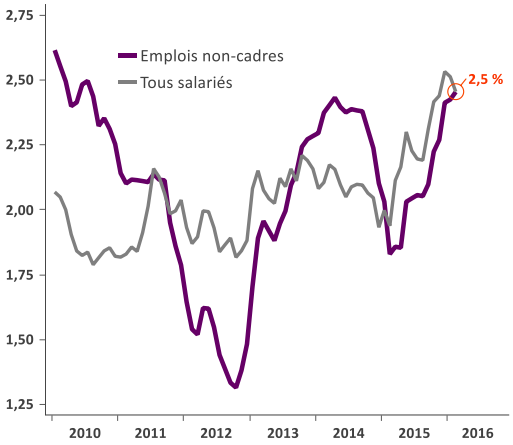
Prix à la production américains, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

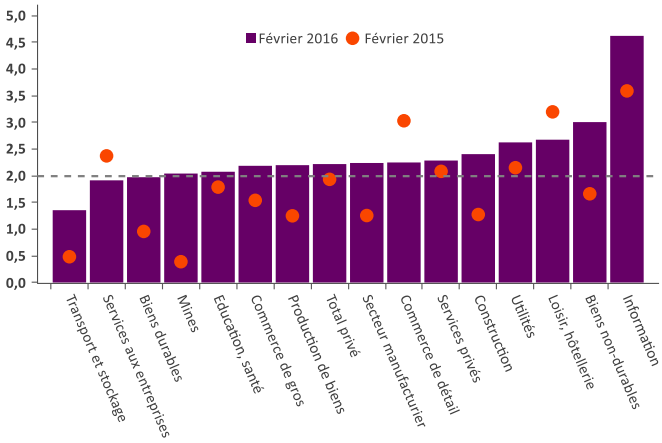
- **Le renchérissement dorénavant quasi-généralisé des salaires** qui, combiné à des gains de productivité déclinants, conditionne des hausses de coûts salariaux unitaires que la Fed a toujours été soucieuse de contenir au cours des cycles passés.

Croissance annuelle des salaires horaires, %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux de croissance annuel du salaire horaire par secteur



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les arguments en faveur d'une hausse des taux se multiplient donc dangereusement. Alors que les éléments qui, depuis le début de l'année, ont incité la Fed à temporiser se font moins prégnants depuis le début du mois – volatilité des marchés, chute des cours du pétrole, hausse du dollar- la tentation de reprendre le chemin d'une hausse de ses taux directeurs risque d'être particulièrement aiguisée.

Une bien mauvaise surprise en préparation

C'est donc vraisemblablement une bien mauvaise surprise que pourrait nous réserver l'issue du FOMC demain soir, sinon dans l'annonce d'une hausse des taux directeurs dès ce mois-ci, hypothèse que seule la faible anticipation des marchés nous retient d'envisager sérieusement, du moins dans le communiqué qu'elle délivrera. Ce dernier pourrait être, en effet, bien plus déterminé que généralement admis en faveur d'une possible remontée des taux dès la prochaine réunion, soit le 27 avril. Or, il y a bien des raisons de penser qu'une telle annonce serait très mal venue.

- En premier lieu parce qu'elle n'est guère anticipée, quand bien même le sujet a commencé à préoccuper ces dernières heures (la probabilité implicite de hausse des taux en juin qui n'était que de 47 % hier est remontée brièvement au-dessus de 50 % aujourd'hui). Il s'agirait donc d'un élément nouveau, à même :

  - De faire décaler les taux longs à la hausse, notamment les taux à deux ans, au prix vraisemblablement d'un aplatissement plus marqué de la courbe des taux de rendements, de mauvais présage pour la conjoncture à venir.
  - D'inquiéter les marchés boursiers, les données économiques récentes ne permettant guère d'imaginer qu'une hausse des taux constitue un accompagnement sans douleur d'une économie suffisamment robuste pour y faire face.
  - De créer un vent de volatilité sur les marchés des changes, le cours du dollar ayant un espace de réappréciation significatif dans le contexte présent de politiques toujours très accommodantes en dehors des États-Unis.
  - De faire refluer le cours du pétrole et, vrasiemblablement, de créer un nouveau vent de panique sur les marchés émergents pour lesquels tous les curseurs repasseraient au rouge : taux, changes, cours des matières premières, risque sur la devise chinoise…

- En second lieu parce qu'une telle orientation sonnerait, à juste titre ou non, l'annonce d'une fin de cycle que de nombreux indicateurs ont d'ores et déjà largement suggéré ces derniers temps.

Reste une question, dès lors, la Fed peut-elle s'en tirer par une pirouette ? À égrener la liste des effets indésirables ci-dessus, la tentation est grande de croire que tel sera *in fine* le cas. Force est, toutefois, de reconnaître que le risque d'un coup de tonnerre est incontestablement très significatif.

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.
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*