

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Septembre 2017

Les marchés sous-estiment la capacité  
de la **Fed** à remonter ses taux

RESEARCH  
STRATEGY  
& ANALYSIS

# Les marchés sous-estiment la capacité de la **Fed** à remonter ses taux



VALENTINE AINOZ,  
Stratégie et Recherche  
Économique



BASTIEN DRUT,  
Stratégie et Recherche  
Économique

Achévé de rédiger le 19/09/2017

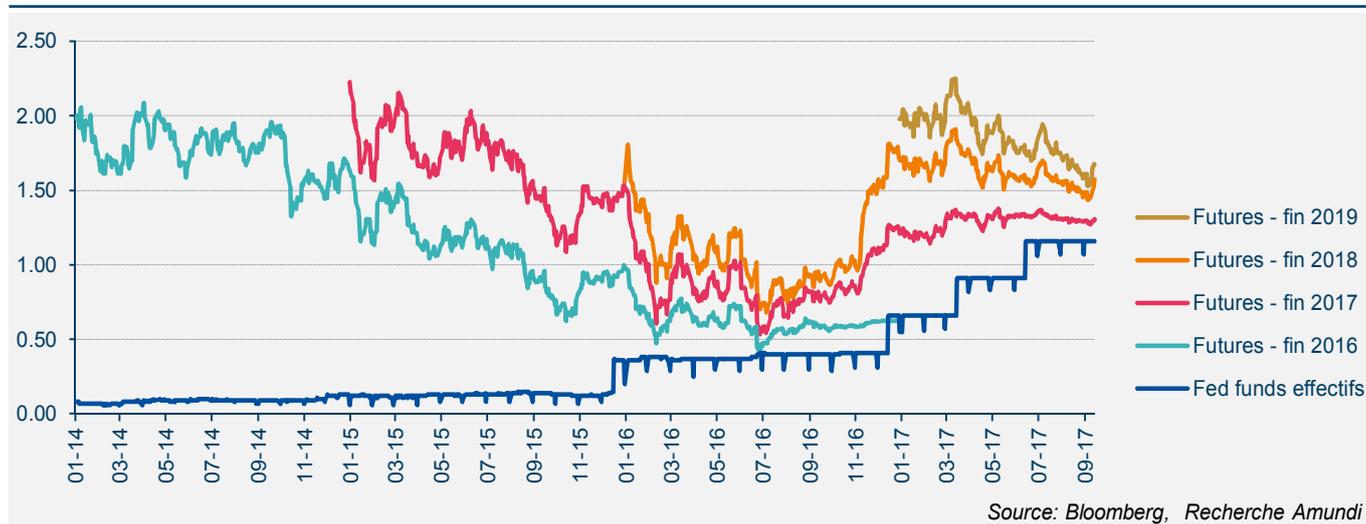
## L'essentiel

Les marchés restent prudents sur la capacité de la Fed à remonter ses taux directeurs sur les prochains trimestres : en effet, une majorité d'investisseurs attendent, au mieux, une seule hausse de taux d'ici la fin 2018. Nous pensons que cette vision est excessivement pessimiste.

### Pourquoi autant de scepticisme ?

- **L'affaiblissement inattendu de l'inflation (inflation totale mais aussi inflation sous-jacente) sur le premier semestre.** Le core CPI s'est stabilisé depuis mai à 1.7 % après avoir atteint 2.3 % en janvier dernier. Cependant, certains éléments de la décélération de l'inflation sont des facteurs uniques (« one-off ») qui disparaîtront du calcul de l'inflation prochainement. La dépréciation du dollar depuis le début d'année devrait jouer favorablement en ce qui concerne l'inflation importée. Le rebond de l'inflation lors du mois d'août est une indication allant dans ce sens. En ce qui concerne l'inflation sous-jacente, l'un des principaux éléments à suivre pour 2018 sera le comportement des loyers, principal contributeur à l'inflation sous-jacente, en légère décélération depuis quelques mois.
- **Les déceptions des marchés par rapport aux attentes suscitées par l'élection de Donald Trump.** Les prévisions de croissance américaine du consensus pour 2017 et 2018 ont légèrement été révisées à la baisse alors que les prévisions de croissance mondiale ont été revues en hausse en parallèle.

### 1/ Fed funds : anticipations de marché



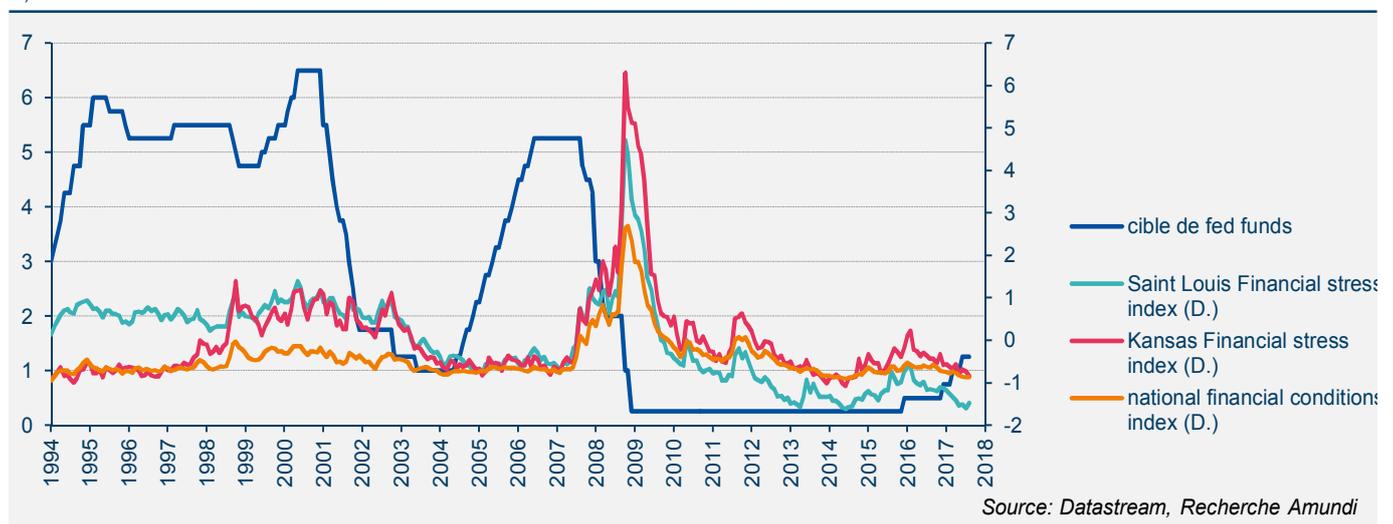
## Pourquoi la Fed devrait poursuivre son relèvement de taux directeurs

- **Le mandat dual de la Fed est proche d'être satisfait :** le taux de chômage est en deçà du niveau de chômage de long terme estimé par les membres du FOMC et l'inflation n'est que légèrement en dessous de la cible de 2 % de la Fed. Par ailleurs, les autres indicateurs d'excès d'offre sur le marché du travail s'améliorent, eux aussi.
- **Les indicateurs d'activité se sont améliorés.** Le chiffre de croissance du 2<sup>e</sup> trimestre a été plutôt bon, à 3 % en trimestre sur trimestre annualisé. Les indicateurs de surprise économique, qui étaient extrêmement négatifs au mois de juin, se sont fortement améliorés depuis. En août, l'ISM manufacturier est sorti au plus haut depuis 2011.
- **La politique monétaire reste accommodante.** Avec un taux naturel (taux court réel d'équilibre) estimé à peu près à 0 %, la fourchette de *fed funds* actuelle (1,00-1,25 %) peut être considérée comme accommodante.
- **La question de la stabilité financière est au cœur des débats au sein du FOMC.**
  - Les minutes du FOMC de juillet soulignent qu'un environnement de taux bas et de pente de la courbe relativement plate, s'il est prolongé, peut nourrir des incitations à prendre du risque et à s'endetter.
  - Les valorisations se sont tendues pour certains types d'actifs. Les membres du FOMC ont alerté sur le fait que la hausse des marchés d'actions résulte d'une anticipation d'une baisse de la fiscalité et de davantage de mesures de soutien budgétaire, ce qui pourrait ne pas se matérialiser. Certains membres se sont également inquiétés du niveau historiquement faible de la volatilité implicite sur les marchés d'actions. La Fed s'est dite également préoccupée par la valorisation de l'immobilier d'entreprise.
- **Les conditions financières se sont assouplies depuis le début du cycle de resserrement de *fed funds*** (décembre 2015). Au cours des cycles de resserrement de *fed funds* précédents, les conditions financières se sont soit stabilisées soit resserrées. Certains indicateurs comme l'indice de stress financier de la Fed de Saint-Louis est proche de son plus bas niveau historique. William Dudley, le président de la Fed de New York, a indiqué le 7 septembre que « *si les conditions financières s'assouplissent alors même que nous réduisons l'accommodation monétaire, cela peut avoir des implications pour les ajustements de politique à venir. Toutes choses égales par ailleurs, un assouplissement des conditions financières peut justifier un relèvement de taux directeurs plus précipité* ».

“La politique monétaire reste accommodante.”

Lors du FOMC du 20 septembre, la Fed devrait annoncer le début de son opération de dégonflement de bilan : elle cessera de réinvestir 6 Mds \$ de titres du Trésor et 4 Mds

## 2/Cible de fed funds vs indicateurs de conditions financières

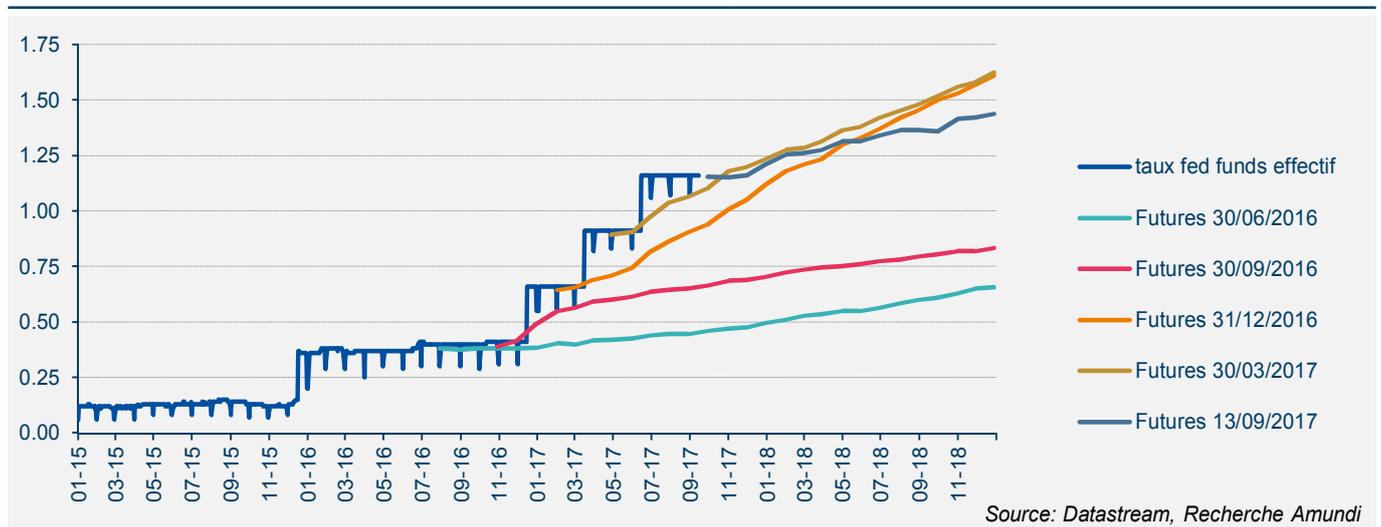


\$ de MBS arrivant à maturité chaque mois dans un premier temps (ces montants augmenteront progressivement chaque trimestre ensuite). Cette procédure sera très graduelle et ne devrait pas avoir d'impact significatif sur les taux longs dans un premier temps. L'un des éléments à suivre lors de ce FOMC sera l'évolution des « dots », surtout pour 2017 (indiquer trois hausses de fed funds pour 2017 renforcerait significativement les anticipations de hausse de taux en décembre).

**En conclusion, nous pensons que les marchés sont trop pessimistes par rapport à la capacité de la Fed à remonter ses taux d'ici à la fin 2018 et que les taux réels sont en conséquence trop bas. Rappelons qu'après avoir resserré beaucoup moins ses taux directeurs que ce qu'anticipaient les marchés, la Fed a sur l'année qui vient de s'écouler fait bien plus que ce qui était anticipé il y a un an.**

“L'un des éléments à suivre lors de ce FOMC sera l'évolution des « dots ».”

### 3/Taux effectif de fed funds vs évolution des anticipations de marché



---

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

Septembre 2017 | Thematic paper

---

### Avertissement

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 1086262605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437574452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images - jcarillet

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise sur le site:  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT