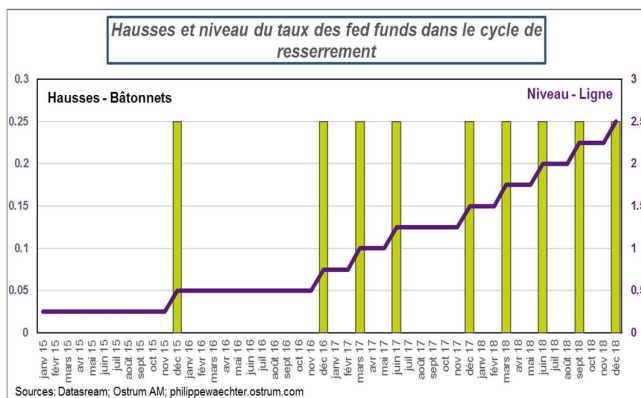


## L'arrêt de la normalisation de la Federal Reserve Ma chronique hebdo

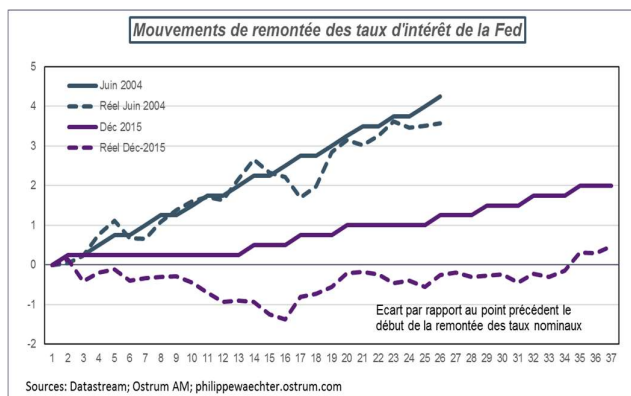
La Federal Reserve américaine a décidé l'arrêt de la normalisation de sa politique monétaire lors de sa réunion des 29 et 30 janvier 2019.

Le mouvement de hausse des taux d'intérêt avait démarré en décembre 2015 de façon lente avant de s'accélérer un an plus tard. Les neuf hausses de taux ont fait passer le taux de référence de la banque centrale américaine de 0.25% (haut de fourchette) à 2.5% en décembre 2018.

Lors de la conférence de presse, le président de la Fed, à la première question des journalistes, a indiqué que le taux des fed funds était, désormais, dans la zone de neutralité. Il n'y avait plus de biais accommodant et pas de biais restrictif. La confiance que Powell a dans la robustesse de l'économie US suggère que l'arrêt de la normalisation ne peut être perçu comme une pause.



Le mouvement de hausse a été long et peu vigoureux si on le compare, par exemple, au durcissement précédent de la Fed à partir de 2004. La comparaison montre aussi que le taux d'intérêt réel sur les fed funds était à l'époque bien plus élevé que ce qu'il est aujourd'hui. Il est actuellement marginalement au-dessus du niveau observé au début du processus de normalisation, en décembre 2015, contrairement à ce qui a pu être observé après 2004. La contrainte sur l'économie était alors plus marquée. Ce n'est pas franchement le cas dans la situation conjoncturelle actuelle.



La comparaison du niveau actuel du taux d'intérêt réel avec les épisodes antérieurs de resserrement montre que la situation actuelle n'a rien de comparable avec ses épisodes.

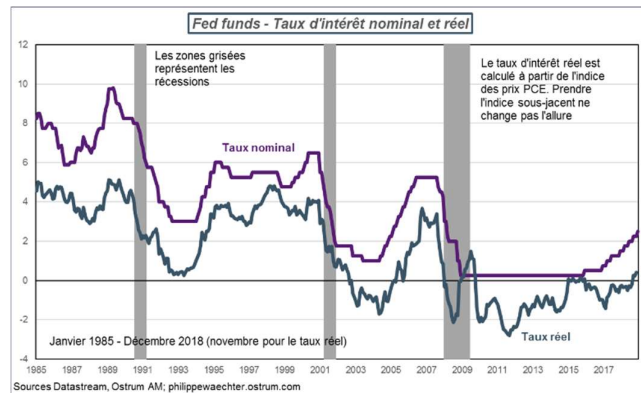
Le taux d'intérêt réel en novembre 2018 était de l'ordre de 0.4% (le taux d'inflation de décembre n'est pas encore disponible sur l'indice PCE). Il est bien plus faible qu'en 2006, qu'en 1999 ou qu'en 1990. Cela signale-t-il la fragilité de l'économie US qui ne serait pas susceptible de supporter un taux réel supérieur à 1%? Ce serait très inquiétant et peu cohérent avec le propos de Jerome Powell indiquant que l'économie US allait bien.

On comprend mal, d'ailleurs, cet arrêt de la normalisation américaine au regard de cette même économie. Le taux de chômage est quasiment au plus bas, il est donc nécessaire à la banque centrale d'être contraignante. Par ailleurs, les prévisions de la Fed pour 2019 et 2020 sont au-dessus de la croissance potentielle US. Ce constat est aussi le consensus des économistes pour 2019 au moins. Dans ces conditions, la politique monétaire doit être plus contraignante pour éviter que la croissance ne soit à terme génératrice de déséquilibres à corriger. C'était d'ailleurs le signal envoyé Powell en 2018. A l'époque il indiquait que la politique budgétaire, trop volontariste pour une économie au plein emploi, devait être compensée par une stratégie monétaire plus restrictive afin de rééquilibrer le policy mix. Lors de sa conférence de presse du mercredi 30 janvier, le président de la Fed n'a pas évoqué cette question, elle a été évacuée alors que l'analyse reste identique. La seule possibilité d'interprétation économique de l'arrêt de la normalisation est soit l'attente d'une dégradation marquée

des prévisions lorsqu'elle sera mises à jour en mars. Cela ne serait pourtant pas cohérent avec les propos de Powell. L'autre possibilité est que la Fed finalement fait le nécessaire pour prolonger le cycle économique à tout prix. L'arrêt du mouvement de hausse des taux cherche ainsi à réduire le niveau des taux hypothécaires et soulager le marché immobilier. Le risque est que, l'économie étant globalement encore vigoureuse, un tel mouvement ne se traduise par des déséquilibres qui seront par la suite difficile à résorber. La Fed prendrait ainsi le contrepied de ce qui a été dit tout au long de 2018. C'est une attitude curieuse.

Le fondement économique de l'arrêt manque de clarté car toutes les interprétations sont possibles. La Fed laisse les investisseurs dans le flou. C'est peut-être le retour d'une politique moins lisible pour les investisseurs afin de pouvoir les surprendre. Les approches de ce type étaient courantes dans la littérature théorique de la politique monétaire il y a bien longtemps. Cela veut dire que le "forward guidance" n'a plus la même valeur que dans un passé récent. En d'autres termes, la logique de la politique monétaire a changé. D'une politique très lisible et réductrice du risque on passerait à un politique où l'interprétation des mouvements de la Fed par les investisseurs sera importante. Cela reste à confirmer mais cela apparaît comme un changement radical de doctrine.

Sur le troisième graphe on observe une cohérence assez marquée entre le durcissement de la politique monétaire et la possibilité d'une récession. Les trois récessions recensées sur le graphe sont toutes précédées par une politique monétaire plus restrictive. Est-ce le cas encore aujourd'hui ? Cette question rejoint le point précédent sur la relation entre le taux de la Fed, la politique monétaire et l'activité. Ce n'est pas l'attente de la Fed.



On pourrait alors rapprocher la situation actuelle de la phase de normalisation de la politique monétaire de 1994. A l'époque, la Fed avait commencé à durcir sa stratégie (un 4 février d'ailleurs) pour lutter contre un éventuel retour de l'inflation, retrouver des marges de manœuvre et rendre la politique monétaire plus compatible avec le cycle économique. On observe cependant, que ce recalage n'a rien à voir avec celui observé actuellement puisque le taux d'intérêt réel était voisin de 4%.

La recherche de fondements économiques à la décision de la Fed ne sont pas conclusifs. La Fed reste optimiste sur le cycle américain mais adoucit le ton. C'est une configuration nouvelle aux USA mais dont la rationalité reste à découvrir sauf à penser que la Fed dispose d'informations qui ne sont pas disponibles pour le public ou qu'elle cherche à prolonger le cycle quoiqu'il arrive.

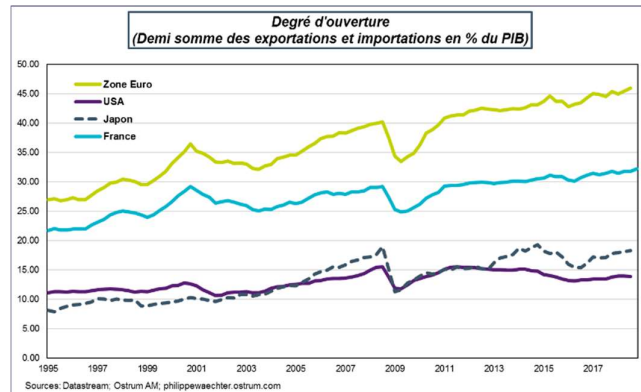
Les données sur l'ISM ou encore l'emploi au mois de janvier ne suggèrent pas la nécessité d'un arrêt rapide du processus de normalisation de la politique monétaire.

La lecture du communiqué et l'écoute de la conférence de presse montrent cependant un élément nouveau. Si la Fed n'explique pas l'arrêt de la normalisation par des critères internes c'est parce que l'environnement international est suffisamment préoccupant pour engendrer des risques susceptibles de pénaliser l'économie US. Cet argument n'avait jamais été utilisé à ce stade.

On se souvient, qu'en 2016, Janet Yellen avait reporté une hausse de taux en raison de tensions et d'interrogations sur la Chine. Mais il ne s'agissait alors que d'un report. La décision du 30 janvier 2019 est un arrêt de la normalisation. C'est une mesure beaucoup plus radicale et un argument très étrange car le degré d'ouverture de l'économie US est très réduit.

Le graphe ci-contre montre le degré d'ouverture de quelques économies.

L'économie US est une grande économie fermée. Son degré d'ouverture n'est pas significativement différent de celui observé il y a 20 ans. Invoquer et évoquer les fluctuations du reste du monde comme facteur explicatif du changement de politique monétaire est clairement excessif. La Fed s'est concentrée depuis toujours sur les problématiques internes pour déterminer sa stratégie et au regard du degré d'ouverture elle n'a pas spontanément à changer de cadre d'analyse.



On voit sur le graphe que la question ne peut être posée de la même façon en zone Euro ou sous l'influence de l'Allemagne notamment le degré d'ouverture est très important. La sensibilité aux situations du reste du monde est plus importante.

Dès lors l'argument des incertitudes à l'extérieur des Etats-Unis n'est pas totalement convaincant non plus même si ces inquiétudes sont réelles pour tous, américains ou non. Personne ne nie l'éventuel impact du Brexit, du ralentissement chinois ou des tensions commerciales sino-américaines mais l'impact macroéconomique sur les USA apparaît limité compte tenu du degré d'ouverture de l'économie US

La Fed arrête ainsi la normalisation de sa politique monétaire pour des raisons qui paraissent peu justifiées au regard de la fonction de réaction habituelle de la banque centrale. L'optimisme de la Fed sur la situation économique est en contraste avec l'arrêt de la remontée des taux alors que le taux réel est encore bien inférieur à 1% (le taux réel va remonter avec la baisse de l'inflation mais pas dans les proportions qui rendraient ce taux comparable aux épisodes précédents). Les justifications ne sont pas internes mais purement externes. C'est étrange dans une grande économie fermée.

L'exégèse du mouvement de la Fed privilégie souvent la dynamique négative des marchés financiers (boursiers principalement). Par le passé, cette explication a fonctionné lorsque la banque centrale intervient après une rupture. Elle doit rapidement rassurer les investisseurs. Ce fût le cas à diverses reprises à commencer par octobre 1987. La Fed n'hésitera pas à le refaire dans le futur.

Dans le cas présent, elle aurait regardé les marchés chuter en décembre avant de s'en inquiéter au moment où le marché US fait sa meilleure performance en 30 ans pour un mois de janvier. Cela paraît être une explication excessive même si Powell est apparu de plus en plus dovish ces dernières semaines.

Il ne faudrait pas que pour des raisons conjoncturelles, la banque centrale ait à remonter son taux d'intérêt de référence pour une autre raison que l'inflation. Powell a clairement évoqué l'impact de la baisse du pétrole sur l'inflation et la marge de manœuvre que cela dégagait pour les autorités monétaires. Il indiquait aussi que la banque centrale ne remonterait son taux qu'en cas d'accélération de l'inflation, en raison du prix du pétrole notamment, ce qui paraît peu probable cette année.

L'impact d'une remontée des taux serait terrible pour la crédibilité de la Fed. Elle ne peut se permettre que d'abaisser son taux de référence pour rester crédible. Sa seule possibilité de remonter son taux tout en conservant sa crédibilité serait une envolée du prix du pétrole.

Cette perspective va se traduire par un dollar dont les possibilités d'appréciation ont été évacuées. Cela est plutôt une bonne nouvelle pour les pays émergents, notamment ceux endettés en dollar.

Cela se traduira aussi par un repli encore à venir des taux d'intérêt de long terme. La crainte d'un choc négatif dans l'avenir, c'est ce que dit la Fed, va donner un avantage toujours plus marqué aux actifs peu risqués comme les obligations d'Etat. Le taux 10 ans aux USA, en Allemagne, au Japon mais aussi en France vont continuer de subir des pressions à la baisse. Ce phénomène va être facilité par la gestion du bilan de la banque centrale

qui ne sera plus en pilotage automatique mais qui sera utilisée par la Fed comme instrument de sa politique monétaire.

## Mentions légales

Ostrum Asset Management – 43, avenue Pierre Mendès-France – CS 41432 – 75648 Paris cedex 13 France –  
Tél. : +33 1 78 40 80 00

Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990

Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF II ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.