



MARKET *view*

6 septembre 2024



Prof. Dr. Jan Viebig
Global Co-CIO ODDO BHF

La pression monte sur la Réserve fédérale



“

Nous nous attendons à ce que la convergence vers le taux neutre prenne plus de temps que ne le prévoient actuellement les acteurs du marché. Pour l'instant, nous ne prolongerons pas davantage la durée de nos portefeuilles obligataires.

”



La volatilité des marchés boursiers, la baisse des rendements des bons du Trésor américain et la dégringolade du dollar américain sont autant de signes d'inquiétude sur les marchés des capitaux. La Réserve fédérale américaine (Fed), en particulier, est sous le feu des critiques. En effet, alors que la BCE, la BNS et la Banque d'Angleterre ont déjà baissé leurs taux d'intérêt cette année, la Réserve fédérale a maintenu son taux directeur à un niveau élevé et constant de 5,25 à 5,50% en se référant à la robustesse du marché du travail et à la bonne croissance économique. La forte correction des marchés boursiers au début du mois d'août 2024 a toutefois entraîné une baisse significative des rendements et des anticipations de taux d'intérêt. Mais alors que les marchés boursiers ont largement rattrapé leurs pertes du début du mois d'août, les marchés des taux d'intérêt n'ont pratiquement pas changé et anticipent des baisses agressives des taux directeurs de la Fed. Lors des trois réunions restantes du FOMC, les contrats à terme sur les taux des fonds fédéraux, par exemple, indiquent que le taux directeur devrait être réduit de plus de 100 points de base.

Mais qu'en est-il du marché du travail américain ?

Un excédent d'emplois vacants par rapport aux chômeurs est rare d'un point de vue historique, mais l'on s'inquiète néanmoins de la lente diminution de cet excédent : La croissance de

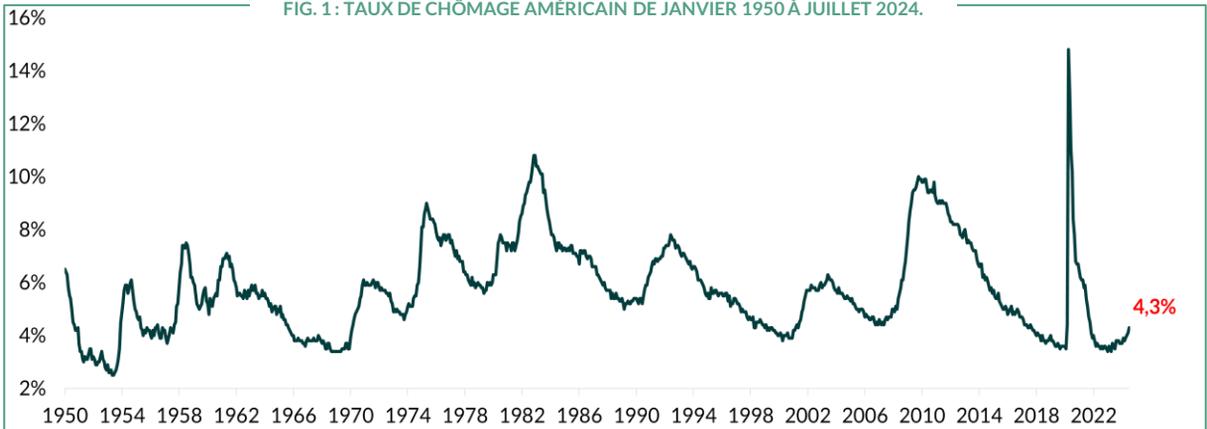
l'emploi s'est ralentie cette année et le nombre de postes vacants a diminué. Dans ce contexte, l'écart entre le nombre d'emplois vacants et le nombre de chômeurs a retrouvé son niveau d'avant la pandémie, avec un excédent d'un million d'emplois vacants.

La hausse du taux de chômage à 4,3% (en données corrigées des variations saisonnières) en juillet a également atteint un « point de déclenchement » selon la règle de Sahm. La règle de Sahm déduit la probabilité de récession de la variation de la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage par rapport à son niveau le plus bas des 12 derniers mois. Si le « seuil de déclenchement » de 0,5 est dépassé, une récession se dessine en théorie. Depuis 1970, la règle de Sahm a prédit de manière fiable une récession selon la définition du National Bureau of Economic Research (NBER), à une exception près en 1976.

Toutefois, le taux de chômage américain actuel reste nettement inférieur à la moyenne à long terme. Les chiffres de l'emploi américains annoncés ont donc été un petit coup de frein par rapport aux « attentes robustes », mais ils ont fait bondir certains économistes. Nous ne pensons pas qu'il faille s'inquiéter sérieusement d'une hausse rapide du taux de chômage, comme cela a été le cas pendant la crise financière ou la récession mondiale de 1982.



FIG. 1: TAUX DE CHÔMAGE AMÉRICAIN DE JANVIER 1950 À JUILLET 2024.



Source: Bloomberg

En effet, comme l'a souligné le président de la Fed Jerome Powell lors du symposium économique de Jackson Hole, la hausse du chômage n'indique pas nécessairement un ralentissement de l'économie. Selon lui, la hausse du chômage n'est pas due à un nombre élevé de licenciements, mais refléterait une augmentation significative de l'offre de main-d'œuvre et un ralentissement du rythme des embauches, qui était auparavant rapide.

L'évolution des salaires nominaux ralentit - mais à 4,7% en juin, elle reste nettement supérieure au taux d'inflation actuel de 2,9%, ce qui alimente l'évolution des prix. L'amélioration des conditions du marché du travail soutient la tendance à la désinflation, mais M. Powell a précisé que la Fed ne cherchait pas et n'appréciait pas un nouveau ralentissement de la situation sur le marché du travail.

Jerome Powell annoncera le 18 septembre la manière dont la Fed gèrera son double mandat, à savoir la stabilité des prix et la stabilité du marché du travail avec un taux d'emploi élevé. Cependant, à Jackson Hole, il est déjà clair pour le président de la Fed que les risques à la hausse pour l'inflation ont diminué et que les risques à la baisse pour l'emploi ont augmenté. Le moment est venu d'ajuster la politique monétaire.

Selon les attentes implicites du marché, il ne faisait déjà plus aucun doute avant Jackson Hole que la Fed allait baisser son taux directeur, mais l'ampleur de la baisse des taux fait l'objet d'un débat médiatique. Actuellement, les marchés estiment que la probabilité d'une baisse importante de 50 points de base à 4,75-5,0% est d'environ 40%. Une baisse de 25 points de base peut être considérée comme certaine. En attendant, les banquiers centraux de la Fed restent discrets sur l'ampleur et le rythme des baisses de taux et se concentrent sur les données entrantes. Toutefois,

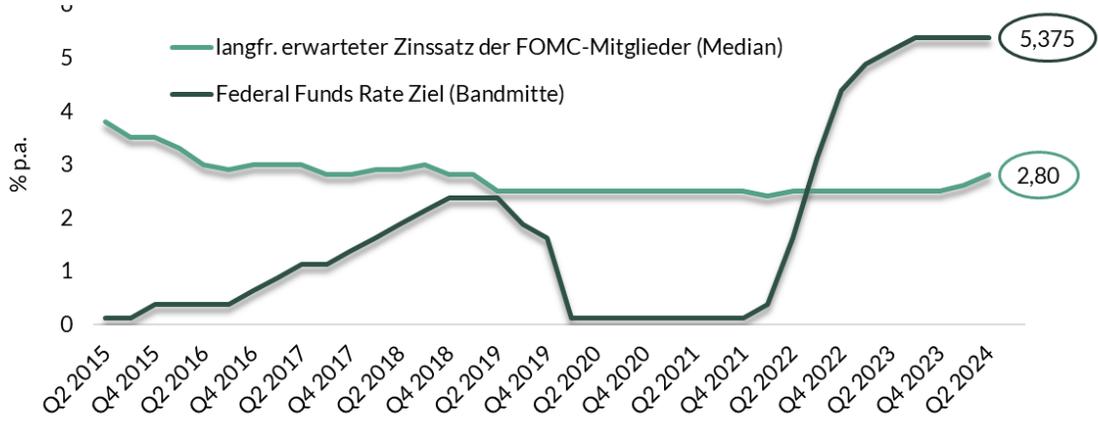
une baisse des taux de 100 points de base d'ici la fin de l'année nécessiterait au moins une double baisse (50 pb). Ces attentes intégrées semblent être davantage le « scénario idéal » des marchés, qui espèrent avoir le vent en poupe, que le reflet d'une politique monétaire réfléchie de la part de la Réserve fédérale.

Les marchés des capitaux semblent très optimistes quant à l'évolution des taux d'intérêt, non seulement à court terme, mais aussi au-delà de 2024 : par rapport aux taux d'intérêt actuels, les acteurs des marchés financiers prévoient environ moins 240 points de base d'ici la fin de 2025, ce qui permettrait à la Fed d'atteindre un niveau de 2,75-3,00% l'année prochaine.

La question de savoir où pourrait se situer le taux d'intérêt « neutre » ou « naturel », conceptuellement proche, dans l'environnement actuel, fait l'objet d'un débat entre les économistes. Le taux d'intérêt neutre est le taux d'intérêt réel (corrige de l'inflation) auquel le potentiel de production est pleinement exploité et la stabilité des prix est assurée. Si une banque centrale dépasse ce taux, elle mène une politique monétaire restrictive, dans laquelle elle tente de freiner la croissance de l'économie et l'inflation. Dans la pratique, il est difficile de déterminer où se situe exactement ce taux neutre. On peut toutefois affirmer avec une certaine certitude que la Fed, la BCE et d'autres banques centrales ont actuellement relevé leurs taux directeurs au-dessus de ce taux afin de surmonter les chocs de prix provoqués par la guerre en Ukraine et de stabiliser à nouveau le niveau des prix. La Réserve fédérale elle-même esquisse son estimation actuelle du taux neutre dans le cadre de ses « dot plots », dans le cadre de ses prévisions de niveau de taux à long terme. Actuellement, 13 des 19 membres du FOMC se positionnent sur un taux directeur à long terme compris entre 2,5% et 3,0%.



FIG. 2 : EVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS AMÉRICAINS ET ANTICIPATIONS DES MEMBRES DU FOMC SUR LE LONG TERME.



Source : Datastream, période : 01.01.2015-30.06.2024 ; niveau de la fourchette 05.09.2024 : 5,25-5,50% ; les attentes des membres du FOMC concernant le niveau des taux directeurs à long terme peuvent être interprétées comme une estimation du taux d'intérêt neutre (en termes nominaux) ; cela correspond à un niveau de taux directeur neutre (réel) de 0,80% si l'inflation est égale à la valeur cible de 2% à long terme.

1) Dérivé de Bloomberg & CME FedWatch, au 05.09.2024

Nous nous attendons à ce que la convergence vers le taux neutre prenne plus de temps que ne le prévoient actuellement les acteurs du marché. Pour l'instant, nous ne prolongerons pas davantage la durée de nos portefeuilles obligataires.

Avertissement

Les entreprises mentionnées constituent des exemples et non des recommandations d'investissement. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Toute référence à des valeurs individuelles a été incluse à des fins d'illustration uniquement. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 France - Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 - Fax : 33(0)1 44 51 85 10 - www.oddo-bhf.com ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € - RCS 652 027 384 Paris - agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444. - www.oddo-bhf.com