



Etats-Unis

Riche, profond, sérieux

- La Fed a laissé inchangée sa politique monétaire, tout en annonçant une très probable hausse d'ici la fin de l'année. Les membres du FOMC ont aussi revu à la baisse leurs projections de taux : le cycle actuel de resserrement sera plus graduel et de moindre ampleur.
- En résumé, la Fed délivre un *statu quo* monétaire avec un biais *hawkish* et des nuances *dovish*. Moins compliquée qu'à première vue, cette communication a conduit les marchés financiers à saluer l'annonce d'un durcissement de la politique monétaire...

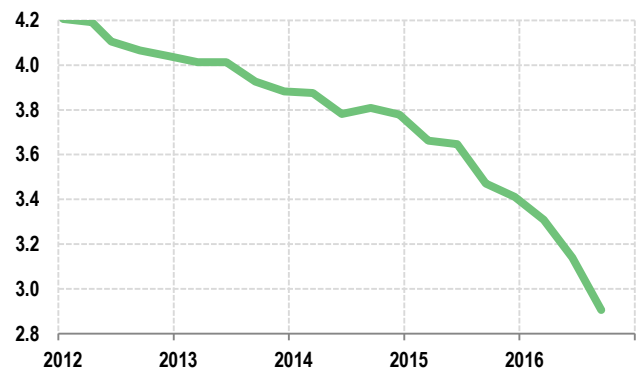
Cette semaine, le FOMC a annoncé un ajustement subtil de la politique monétaire, dévoilant un chef d'œuvre de politique monétaire : un *statu quo* avec un biais *hawkish* nuancé d'éléments *dovish*. La Fed s'engage ainsi quasiment à relever ses taux d'ici à la fin de l'année, jugeant que les risques qui pèsent sur les perspectives à court terme sont globalement équilibrés. Le durcissement du ton est par ailleurs souligné par les votes dissidents de trois présidents de Fed régionales. Pour deux d'entre eux, Esther George (Kansas City) et Eric Rosengren (Boston), la volonté de remonter les taux dès le mois de septembre répond aux craintes que font peser, selon eux, la faiblesse des taux sur la stabilité financière. Esther George a déjà derrière elle une longue histoire de vote dissident *hawkish* : tout au long de 2013, avant que la Fed ne finisse par annoncer le ralentissement de QE3, et à nouveau depuis mars de cette année (et à l'exception notable de la réunion de juin). Pour Eric Rosengren, c'est une première : généralement vu comme un centriste avec un léger biais *dovish*, soit plus ou moins ce qu'on s'accorde à penser être le profil de Janet Yellen, il s'inquiète depuis plusieurs mois du marché de l'immobilier commercial. Quant à la troisième dissidente, Loretta Mester (Cleveland), elle énumérait, en juillet dernier, les habituels arguments en faveur d'une hausse de taux pas trop tardive : trop attendre pourrait rendre nécessaire un resserrement plus violent, conserver des taux bas réduit les marges de soutien monétaire au cours du prochain épisode récessif, pour finir avec les risques sur la stabilité financière. Loretta Mester s'exprimera le 7 octobre, et peut-être en saurons-nous plus sur les raisons de son vote.

La décision de la Fed comportent aussi plusieurs éléments « *dovish* », plus particulièrement quand il s'agit des perspectives de moyen-long terme. Les projections économiques, avec un horizon étendu à 2019, sont revues en baisse. L'actuel rythme de croissance modérée (2%) serait maintenu, et si ceci permettrait de conserver un taux de chômage proche de son niveau d'équilibre, il faudrait attendre 2018 pour voir la Fed respecter son objectif d'inflation. Même les plus optimistes ne voient pas l'inflation dépasser plus que marginalement l'objectif de 2% de la Fed, à 2,1% en 2019.

Les projections de taux sont également à la baisse avec un cycle de resserrement moins ample et plus long : les taux finiraient leur course sous leur niveau d'équilibre (2,9%) à long terme à 2,6% en

A long terme, nous sommes tous "dovish"

— Projection médiane du taux des fonds fédéraux à long terme



Graphique 1

Source: FOMC

2019, alors qu'au début de 2012, la Fed pensait les amener à 4,2%. La révision du taux d'équilibre à long terme est d'ailleurs elle-même très importante, et bien plus que celle ayant pesé sur les perspectives de croissance. La croissance de long terme s'est vue, ces dernières années, révisée en baisse de 70 points de pourcentage. Pour les taux à long terme, cette révision est de 130 pp.

Les membres du FOMC ont déclaré à de nombreuses reprises que le taux d'intérêt naturel avait été réduit ces dernières années, ajoutant généralement qu'il pourrait être actuellement très proche de zéro. Au cours de la conférence de presse donnée à l'issue de la réunion du FOMC, Janet Yellen a de nouveau tenu de tels propos, ajoutant que « *le taux des fonds fédéraux n'est actuellement que marginalement inférieur au taux naturel, et la politique monétaire américaine n'est que **modestement** accommodante* ». Ceci vient en appui des projections de taux, les fameux « dots » : la Fed réaffirme que la normalisation de la politique monétaire sera très graduelle. De fait, le gradualisme sera même plus marqué qu'auparavant envisagé. Après les 25 points de base d'ici la fin de 2016 (plus probablement en décembre qu'en octobre-novembre), le FOMC envisage des hausses de taux de 50 pb en 2017 et de 75 pb en 2018 et 2019, soit 225 pb en trois ans. En septembre 2015, comme un an auparavant, ils pensaient relever les taux de 325 pb en trois ans.

L'annonce d'un durcissement moins rapide, moins ample, conduisant les taux à un niveau plus faible est un message de très grande souplesse. Janet Yellen en a ajouté un autre, déclarant que « *le FOMC n'entendait pas conduire l'économie en surchauffe, ni l'inflation **significativement** au-dessus de l'objectif de 2%* »...

La stratégie adoptée par la Fed (signaler une hausse de taux à venir, tout en soulignant une politique plus souple que prévu par la suite) a été saluée par les marchés financiers : hausse des marchés actions, baisse des rendements obligataire et stabilité du dollar. Si la Fed avait choisi de remonter ses taux dès mercredi, l'histoire serait bien différente.