

RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE : QUAND S'ARRÊTERA LE RESSERREMENT MONÉTAIRE ?

Quand la Réserve fédérale américaine cessera-t-elle de relever les taux des Fed funds ? La question est cruciale pour l'activité et la demande de l'économie américaine, mais aussi pour les marchés financiers. Lors de sa récente conférence de presse le président de la Fed Jerome Powell est resté vague sur la fonction de réaction du FOMC. Il a néanmoins indiqué qu'il examinerait les taux réels. Cela soulève la question de savoir quel outil de mesure permettra de comparer les taux nominaux et les taux réels. Une solution réside dans la structure par échéances des anticipations d'inflation, calculée par la Banque de la Réserve fédérale de Cleveland. Malgré sa hausse récente, le rendement réel à un an des bons du Trésor américain reste en dessous du niveau atteint lors des précédents cycles de resserrement monétaire, à l'exception de celui de 2018. Dans un contexte de forte inflation, le cycle actuel n'est donc pas près de prendre fin.

Quand la Réserve fédérale américaine cessera-t-elle de relever les taux des Fed funds ? La question est cruciale tant pour l'activité et la demande de l'économie américaine que pour les marchés financiers. Elle est tout aussi importante pour le reste du monde, compte tenu des répercussions internationales de la politique monétaire américaine.

Lors de sa récente conférence de presse, qui a suivi la réunion de politique monétaire et la nouvelle hausse des taux directeurs de 75 points de base, le président de la Fed Jerome Powell est resté vague sur la fonction de réaction du comité de politique monétaire (FOMC). « Nous tiendrons compte de l'ensemble des analyses et des données relatives à cette question, en nous fondant sur notre évaluation de l'ampleur du resserrement des conditions financières, des effets que ce resserrement a sur l'économie réelle et sur l'inflation, en prenant en considération les décalages... »¹. Il a également indiqué que le FOMC examinerait les taux réels sur l'ensemble de la courbe des rendements obligataires, sans toutefois préciser comment ces taux seraient calculés.

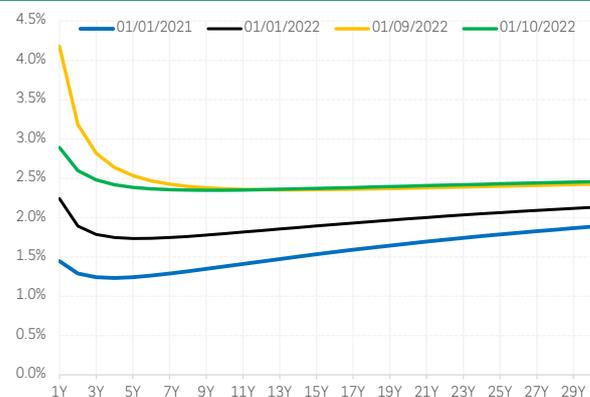
Pour qui investit sur plusieurs années, le niveau actuel d'inflation ne veut pas dire grand-chose. Au moment de prendre sa décision, un investisseur regardera, en effet, la trajectoire d'inflation attendue sur toute la durée de vie de l'obligation qu'il envisage d'acheter.

La comparaison entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'un titre protégé contre l'inflation de même échéance est biaisée du fait de la prime de risque d'inflation. Cette prime compense le risque de variation de l'inflation par rapport au niveau initialement prévu. Une solution possible consiste à utiliser la structure par échéances des anticipations d'inflation, calculée par la Banque de la Réserve fédérale de Cleveland², qui conjugue les données provenant de trois sources différentes : les prévisions du consensus économique *Blue Chips* - inflation à court terme attendue au cours des prochains trimestres -,

1 Source : Réserve fédérale, Transcription de la conférence de presse du président Jerome Powell, 2 novembre 2022.

2 Voir [Inflation Expectations \(clevelandfed.org\)](https://www.clevelandfed.org/inflation-expectations).

STRUCTURE PAR TERME DES ANTICIPATIONS D'INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FED DE CLEVELAND, BNP PARIBAS

les anticipations d'inflation au cours des dix prochaines années, issues de l'enquête des prévisionnistes professionnels (SPF) et les swaps d'inflation couvrant l'ensemble des échéances³.

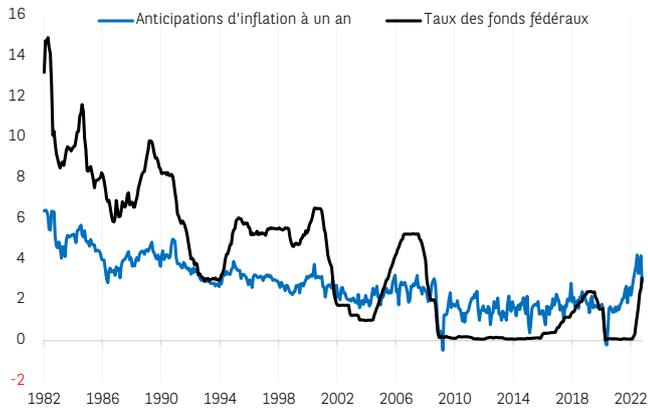
Le graphique 1 montre l'évolution de la structure par échéances depuis le début de 2021. La remontée des anticipations d'inflation a été générale mais, alors qu'en 2021 on observait essentiellement un mouvement de hausse parallèle, cette année, les anticipations à court

3 Pour une explication de la méthodologie économétrique, voir *Inflation Expectations, Real Rates, and Risk Premia: Evidence from Inflation Swaps*, Banque de la Réserve fédérale de Cleveland, document de travail 11-07, mars 2011. Pour une présentation générale, voir Joseph G. Haubrich, *A New Approach to Gauging Inflation Expectations*, Economic Commentary, Banque de la Réserve fédérale de Cleveland, août 2009.

Malgré sa hausse récente, le rendement réel à un an des bons du Trésor américain reste en dessous du niveau atteint lors des précédents cycles de resserrement. La Fed n'a donc pas fini d'agir.



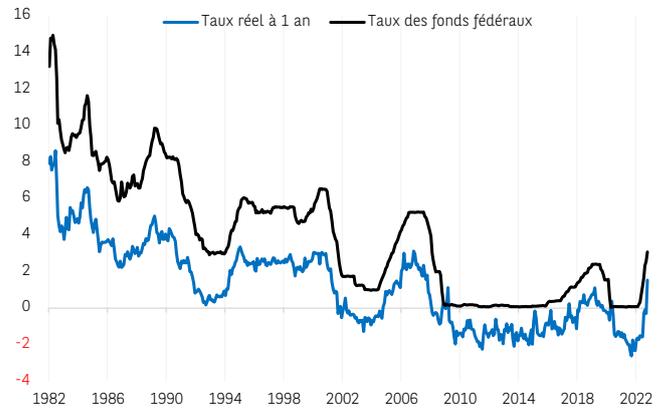
INFLATION ATTENDUE À UN AN ET TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, BNP PARIBAS

RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR À UN AN ET TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 3

SOURCES : FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, BNP PARIBAS

terme ont augmenté bien plus que celles à long terme. Il est important de noter que le resserrement de la politique monétaire a déjà entraîné un repli significatif des anticipations à court terme après le pic atteint en septembre.

Quoi qu'il en soit, d'un point de vue historique, l'inflation attendue à un an se situe toujours dans le haut de la fourchette établie depuis le début des années 1990 (graphique 2). Par conséquent, malgré la hausse significative enregistrée récemment, le rendement réel des *Treasuries* à un an reste inférieur à celui atteint lors des précédents cycles de durcissement monétaire, à l'exception de 2018. Avec un rendement nominal à un an de 4,7 % à présent, le taux final – le pic cyclique du taux des *fed funds* – devrait être supérieur au niveau d'environ 5,0 %, actuellement intégré dans les prix du marché, pour que le rendement réel s'approche des plus hauts cycliques antérieurs.

Cette situation pourrait évoluer sous l'effet de deux facteurs : une baisse rapide des anticipations d'inflation – qui entraînerait une remontée du rendement réel – ou une approche plus patiente de la Réserve fédérale qui ne chercherait plus à pousser les taux réels à la hausse. Autrement dit, il faudrait soit une amélioration sur le front de l'inflation, soit une détérioration sur celui de l'économie, plus particulièrement sur le marché du travail, deux évolutions peu probables à court terme compte tenu de l'inertie de l'inflation et du rythme actuellement soutenu des créations d'emplois aux États-Unis.

William De Vijlder

RENDEMENT RÉEL À UN AN DES BONS DU TRÉSOR ET TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX (HORS CYCLE ACTUEL)

Cycle actuel		
Date	Rendement réel à 1 an	Pic cyclique du taux des fonds fédéraux
Octobre 2022	1,54	3,08
Cycles précédents		
Date	Rendement réel 1 an	Pic cyclique du taux des fonds fédéraux
Janvier 2019	0,78	2,40
Juillet 2007	2,35	5,26
Février 2007	2,41	5,26
Avril 1995	2,80	6,05
Juillet 2000	3,00	6,54
Octobre 1987	3,21	7,29
Mars 1989	5,04	9,85
Août 1984	6,60	11,64
Février 1982	8,30	14,78

TABLEAU 1

SOURCES : FEDERAL RESERVE BANK OF ST LOUIS, BNP PARIBAS