



La Fed : moins haut, plus vite

Les observateurs ont considéré que les annonces de la réserve fédérale sont un durcissement de politique monétaire. D'une part, **le programme de "Quantitative Tightening"** (la réduction des encours de titres au bilan de la Fed) est lancé à compter du 1^{er} octobre. Ce QT est l'inverse du QE et la Fed nous a déjà indiqué qu'il devrait monter en puissance chaque trimestre jusqu'à atteindre son rythme de croisière en 2019. C'était attendu depuis que les modalités du QT ont été présentées au printemps. La surprise, c'est que Janet Yellen a indiqué que **les hausses de taux prévues** pour cette année (+25pb supplémentaires) et l'an prochain (+75pb) restent d'actualité... alors que les marchés avaient cessé d'y croire !

On comprend pourquoi le marché a réagi par une **hausse du dollar et des taux d'intérêt** sur toutes les maturités. Les mouvements auraient même pu être plus violents. Alors que la Fed maintient une pratique de **"forward guidance"**, c'est-à-dire une indication très en amont de ses intentions, la réaction finalement modérée du marché témoigne des doutes quant à la fiabilité de ces projections... sans que l'on puisse savoir si cela relève du scepticisme sur cette "forward guidance" ou bien de l'anticipation d'une modification de la politique monétaire suite au prochain renouvellement partiel des membres de la Fed.

Par ailleurs, on relève **une inflexion de l'analyse économique** au sein de la Fed. Les nouvelles prévisions publiées à l'occasion de la réunion du FOMC font apparaître **une croissance un peu plus forte** pour chacune des trois prochaines années. De même, les anticipations de taux de chômage pour 2018 et 2019 sont à

nouveau un peu réduites, à 4,1% contre 4,2% en et 4,5% en mars. Enfin, les prévisions d'inflation ne sont revues en baisse qu'à la marge, pour cette année et l'an prochain (et ensuite inchangées à 2,0%, c'est-à-dire en ligne avec l'objectif). On peut s'étonner que, **malgré une croissance plus forte et un chômage moins élevé, l'inflation soit encore réduite**. La hausse du dollar ne peut à elle seule justifier cette situation, elle relève certainement d'une analyse implicite sur l'élasticité des salaires au taux de chômage et sur le régime normal d'inflation, même si les niveaux d'équilibre de long terme ne sont pas revu (en juin dernier ce taux de chômage avait été réduit de 4,7%-5,0% à 4,5%-4,8%).

Les révisions de septembre venant compléter un nouveau tableau entrepris en juin, la trajectoire attendue des taux des Fed Funds est ainsi légèrement révisée. Il n'y a pas de changement notable sur 2017 ou 2018, aux yeux des membres du FOMC, l'inflation moindre semble compensée par une croissance plus soutenue. En revanche, **le point médian des Fed Funds à fin 2019 est ramené de 2,9% à 2,7%** et le point médian de long-terme est réduit de 3,0% à 2,8%, alors qu'ils étaient inchangés en juin. Cela est conforme à **une économie dont le régime normal serait un taux de chômage plus faible** et des risques inflationnistes moins prononcés. On devrait en déduire que **le taux d'intérêt d'équilibre de long-terme est sans doute un peu plus faible**, mais il pourrait être atteint plus vite.

Dominique BARBET

Achevé de rédiger le 21/09/17 à 14h00