



## La Fed laisse ses taux inchangés...mais le timing se précise

**L'absence de pression inflationniste en est la raison principale. Les risques internationaux sont secondaires. La confiance dans la croissance est renforcée en 2015. L'emploi reste une clé.**

### Points clés

- La Réserve fédérale laisse ses taux inchangés
- Pas de modification de politique monétaire
- L'incertitude subsiste
- Les risques internationaux sont évoqués mais restent secondaires dans l'analyse
- La conjoncture américaine n'est finalement que peu influencée par la croissance chinoise
- La force du dollar pourrait être préoccupante contre l'euro et le yen
- Les facteurs clés pour la décision de la Fed sont fondamentaux et domestiques
- L'emploi et l'inflation sont les variables à suivre
- Le NAIRU est difficile à estimer, mais la baisse du chômage en-dessous de 5% s'en approche
- Le nadir de l'inflation est proche
- Le marché de l'emploi justifiera la normalisation
- Le FOMC déterminé à agir avant la fin de l'année

### L'incertitude subsiste : la Réserve fédérale américaine laisse ses taux inchangés

Lors du dernier meeting du FOMC, les membres du conseil en charge de la définition de la politique monétaire américaine ont décidé de maintenir les taux d'intérêts directeurs en vigueur inchangés.

Par la bouche de sa présidente Janet Yellen, la Réserve fédérale indiquait donc qu'elle laissait inchangé à 0%-0.25% son objectif de taux directeurs.

Depuis le début de l'année, la communauté financière se préparait à une normalisation de la politique monétaire de l'institution américaine qui ne s'est donc toujours pas concrétisée en septembre. Elle a donc une fois de plus été reportée à une date ultérieure inconnue, laissant planer

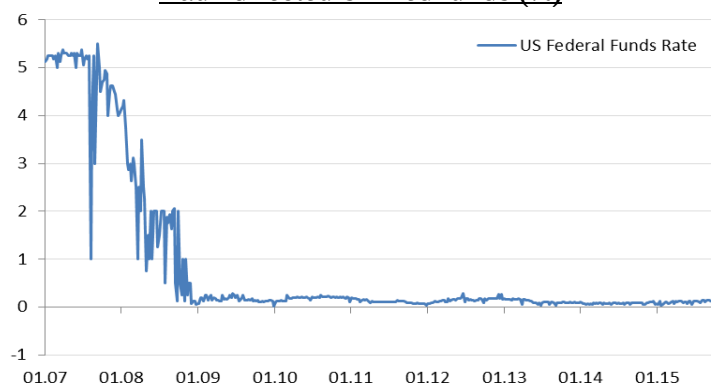
encore l'incertitude, que d'aucuns auraient sans doute aimé voir levée à l'occasion de ce rendez-vous de la rentrée. Elle subsistera ainsi certainement quelques mois de plus, même si Janet Yellen relevait dans ses commentaires qu'il ne fallait exclure aucune option, y compris celle de modifier dès le mois d'octobre le niveau des taux d'intérêt.

Sur le plan pratique, il faut tout de même souligner que la prochaine réunion du FOMC est fixée au 28 octobre, ce qui ne laisse que très peu de temps pour une modification substantielle de l'un ou l'autre des paramètres suivis par la Réserve fédérale, justifiant la normalisation de sa politique monétaire.

**Il est en effet peu probable de voir des changements notables, tant sur le front de l'inflation que sur celui de l'emploi, au cours des trois prochaines semaines.**

Il y a donc fort à parier que même dans l'éventualité d'une amélioration surprise des facteurs de risque internationaux, tels qu'un rebond technique du marché actions chinois ou de meilleurs signes de croissance en Chine par exemple, la Réserve fédérale manquera très probablement d'arguments fondamentaux pour changer sa politique de taux en octobre.

**Taux directeurs – Fed funds (%)**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

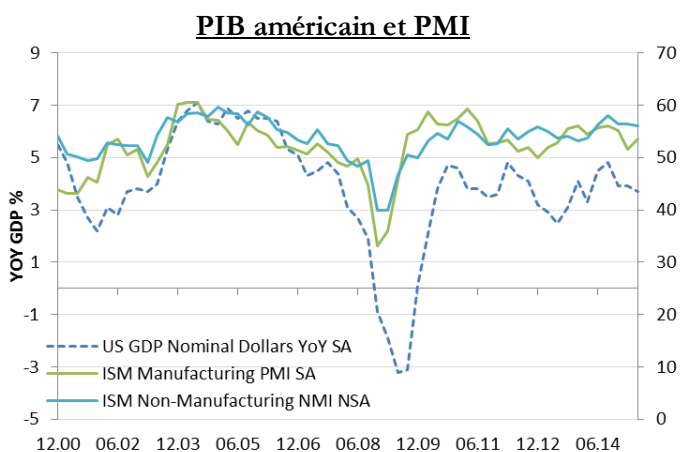
Dès lors, en l'absence d'une réunion avant le 16 décembre, les chances d'assister à un changement de politique monétaire en 2015 semblent plus minces. L'incertitude subsistera encore quelques semaines, à moins que cette dernière décision ne renforce tout simplement l'hypothèse que la normalisation de la politique monétaire n'interviendra pas en 2015 en l'absence de pressions inflationnistes tout simplement. Cela dit, du point de vue macro-économique en tout cas, la Réserve fédérale reste persuadée que la conjoncture américaine suit le chemin de progression attendu, ce qui justifierait une hausse des taux en décembre certainement.

### Le point de vue du FOMC

Dans son appréciation de la situation économique, la présidente de la Réserve fédérale a en effet relevé que le FOMC ne modifiait pas son analyse globale des facteurs qui déterminent un développement favorable de la conjoncture aux Etats-Unis. Elle concluait d'ailleurs ses commentaires en rappelant que les perspectives pour 2015 étaient même relevées de +1.9% à +2.1% de croissance du PIB.

La dernière révision des chiffres de croissance du 2<sup>ème</sup> trimestre publiée cette semaine (de +3.7% à +3.9%) est venue à point pour confirmer cette analyse positive.

Les indicateurs avancés et notamment les derniers chiffres du PMI manufacturier, légèrement plus élevés que les attentes (53) pointent aussi vers un renforcement toujours progressif de l'activité.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les inquiétudes provoquées par les turbulences du marché chinois et les risques de faiblesse conjoncturelle en Chine, évoqués par Janet Yellen comme l'une des raisons additionnelles justifiant la décision de statu quo sur les taux, sont-elles justifiées dans ce contexte ?

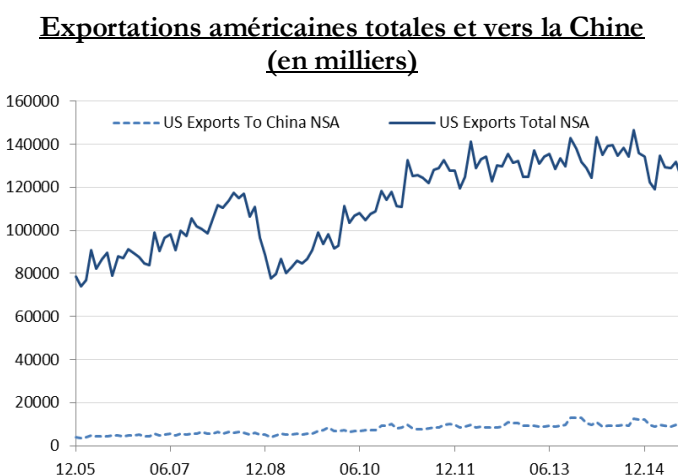
### Dans quelle mesure ces risques sont-ils d'ailleurs fondés en ce qui concerne l'économie chinoise elle-même tout d'abord, et par anticipation ensuite pour l'économie américaine ?

Si la conjoncture chinoise peine toujours à montrer de manière décisive une relance de ses exportations et de sa consommation intérieure, nous ne pensons pas que cette relative faiblesse soit suffisante pour réviser significativement les perspectives globales de croissance du PIB chinois. Le déclin du taux de croissance observé depuis plusieurs années est certes bien réel et devrait se poursuivre dans les prochaines années sans surprise. La baisse du yuan de -2.8% ces dernières semaines, après une appréciation de +26% contre le dollar entre 2005 et 2015 ne nous semble pas devoir être considérée comme une mesure de panique et d'urgence des autorités chinoises face à une situation critique sur le plan conjoncturel.

Par ailleurs, même dans cette éventualité, il ne nous apparaît pas évident qu'un tassement conjoncturel en Chine soit de nature à modifier les facteurs clés soutenant actuellement la croissance aux Etats-Unis.

Celle-ci est pour l'instant essentiellement soutenue par la consommation domestique, le secteur des services et l'immobilier. Ainsi, une éventuelle chute de la demande chinoise et des importations en provenance des Etats-Unis ne devrait pas affecter la production et les exportations américaines de manière déterminante.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution des exportations américaines totales et celles en direction de la Chine. En juillet, les exportations vers la Chine se montaient à 9.5 Mrds de dollars, pour des exportations totales de 124 Mrds de dollars.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les exportations américaines en hausse depuis le début de la crise ont profité de la correction des cours du dollar contre la plupart des devises, mais la part des exportations

en direction de la Chine reste particulièrement faible en proportion et représente moins de 8% du total.

**Dans un tel contexte, une baisse de l'activité en Chine n'a selon nous que peu de chance de provoquer un impact significatif sur la dynamique en cours aux Etats-Unis.**

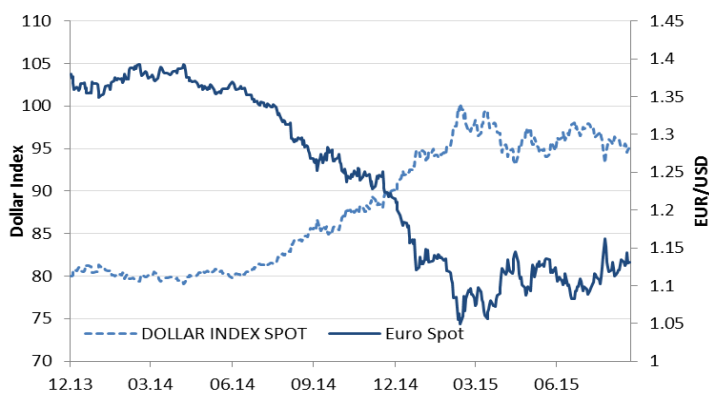
Ce facteur a pourtant influencé les marchés financiers pendant l'été en provoquant de nouvelles prises de bénéfices sur la plupart des bourses et reste une source de préoccupations. La présidente de la Réserve fédérale ne pouvait pas éviter de mentionner ce facteur comme l'un des éléments considérés dans le processus d'évaluation des risques de la Fed. Mais celui-ci ne doit pas être surestimé. Nous ne pensons pas que la banque centrale américaine ait surestimé ce facteur, ni que sa mention dans ses commentaires ne représente un changement de son rôle en tant que banque centrale.

**Elle a de fait aussi rappelé qu'elle ne modifierait sa politique monétaire que si les facteurs fondamentaux le justifiaient. Sur ce point, les deux facteurs clés restent l'emploi et l'inflation, même si le dollar peut être une source de préoccupation.**

### La hausse du dollar mérite une pause

La progression du dollar de 2014 s'est finalement interrompue en 2015 après une revalorisation importante de près de +25%, justifiée par le différentiel de croissance en faveur des Etats-Unis, ainsi que par la perspective d'accroissement des différentiels de taux d'intérêt. La Réserve fédérale est naturellement consciente des risques d'appréciation trop rapide du dollar, mais ces risques nous paraissent pourtant plus importants pour les exportations américaines en Europe et au Japon que pour celles destinées à la Chine.

#### Dollar index et euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Malgré des fondamentaux économiques solides en faveur du dollar, nous estimons que l'essentiel de

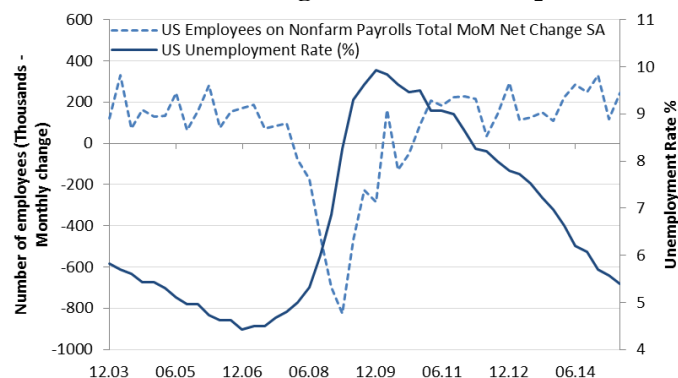
l'ajustement attendu s'est déjà matérialisé. Nous attendons une période plus longue de stabilisation avant qu'un nouveau mouvement d'appréciation n'intervienne. Le taux de change devrait ainsi se stabiliser au cours des prochains mois, reléguant au second plan l'importance de ce facteur dans la conduite de la politique monétaire en fin d'année et sur une éventuelle modification des taux d'intérêt.

### Le facteur fondamental reste le marché de l'emploi

Au-delà des questionnements annexes sur lesquels les investisseurs se sont focalisés un temps, l'emploi et l'inflation restent au premier plan des facteurs fondamentaux suivis par la Réserve fédérale. Le couple « emploi-inflation » nous semble clairement être pour la Fed l'équivalent du couple rendement-risque pour les investisseurs. La problématique actuelle de la Réserve fédérale est effectivement de maximiser le niveau de l'emploi en maintenant une inflation à un niveau inférieur à 2%.

Si l'emploi était le seul facteur à considérer, il y a fort à parier que les membres du FOMC auraient déjà voté à l'unanimité pour une normalisation de la politique monétaire. Car depuis 2009, le taux de chômage a chuté de 50% et retrouvé le niveau pré-crise proche de 5%, une indication que la croissance de l'économie était suffisante pour recréer des emplois à un rythme moyen de 200'000 nouveaux emplois depuis 2011, niveau similaire à celui correspondant au cycle précédent.

#### Taux de chômage et création d'emploi

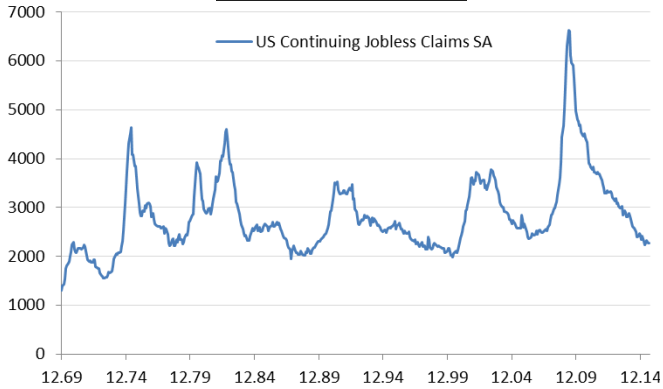


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cette baisse du taux de chômage a d'ailleurs suivi un rythme plus rapide que celui anticipé par les prévisions de la Banque centrale. Rappelons-nous que cette dernière estimait initialement pouvoir modifier sa politique de taux lorsque le taux de chômage passerait en-dessous de 6%. Aujourd'hui, elle estime même que ce taux pourrait atteindre 5% au 31 décembre et prend ainsi en compte l'amélioration plus rapide du marché de l'emploi qu'elle ne l'estimait initialement. Son appréciation de l'évaluation

de ce facteur clé est donc plus positive aujourd'hui qu'il y a quelques mois. Si elle ne tenait donc qu'à cette valeur, la politique monétaire serait sans doute en phase de normalisation. D'autant que les demandes globales d'emploi ont aussi glissé à des niveaux historiquement bas depuis les années 70.

### Demands d'emploi



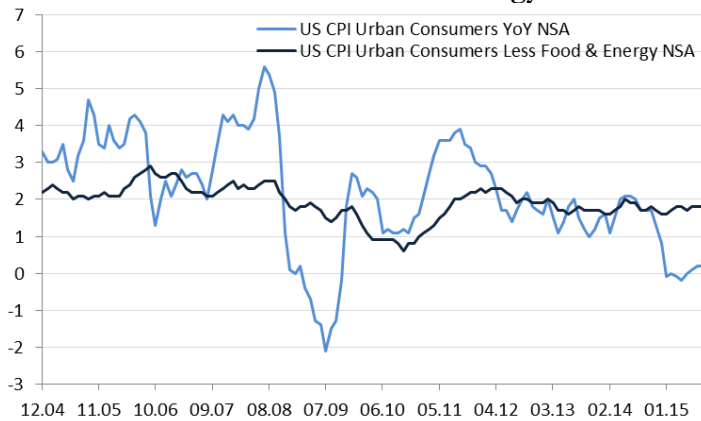
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Sommes-nous alors sur le point de toucher le niveau de chômage proche du plein emploi ? Le NAIRU est-il enfin en vue ?**

### **Le nadir de l'inflation s'approche**

Il est bien entendu toujours plus difficile d'estimer le niveau du NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate Unemployment) dans un monde globalisé, mais le taux de chômage pourrait désormais glisser dessous 5% et

### Inflation CPI et Ex food Energy



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

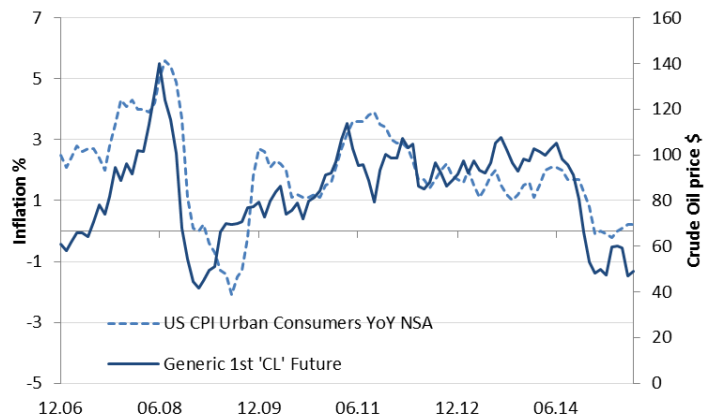
finalement s'approcher du point de friction générateur de tensions sur le marché de l'emploi.

**C'est selon nous en raison de l'absence de pressions salariales dans ce marché que la Fed est restée en position d'attente en septembre.**

D'autant plus que les anticipations inflationnistes de 2015 ont été perturbées par les développements inattendus sur le front des matières premières et des cours de l'énergie en particulier. La rechute des cours du brut du 2<sup>ème</sup> trimestre a en effet abaissé le niveau de l'inflation globale, repoussant de facto l'opportunité d'action de normalisation de la Fed.

Le graphique ci-dessous rappelle la relation étroite entre les cours du pétrole et l'évolution de l'indice des prix (CPI). Une remontée des cours du brut durable aura donc un effet de relance sur cet indice. Les effets conjoints d'une remontée des cours du brut et du rapprochement régulier du NAIRU au cours des prochains mois devraient créer les conditions attendues par la Fed pour sa normalisation.

### Inflation et cours du pétrole



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Conclusion**

**L'incertitude est relative, car la croissance semble s'intensifier et la Fed souhaite démontrer sa confiance par un geste de normalisation qui interviendra probablement en décembre.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.*

**BBGI Group**  
Rue Sigismond Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch