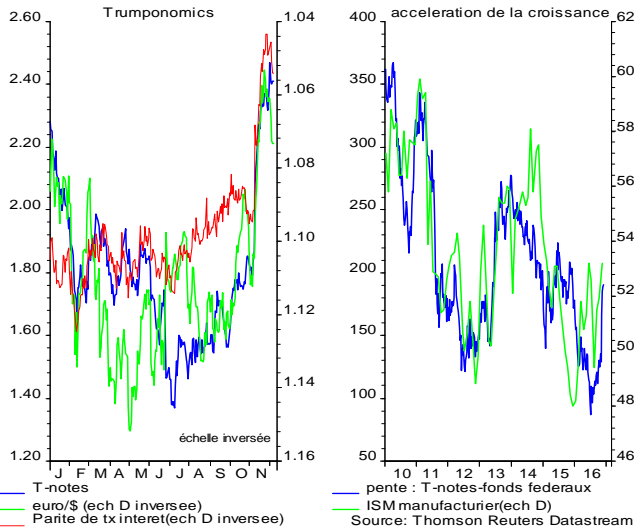


Vers un cycle de resserrement monétaire aux Etats-Unis

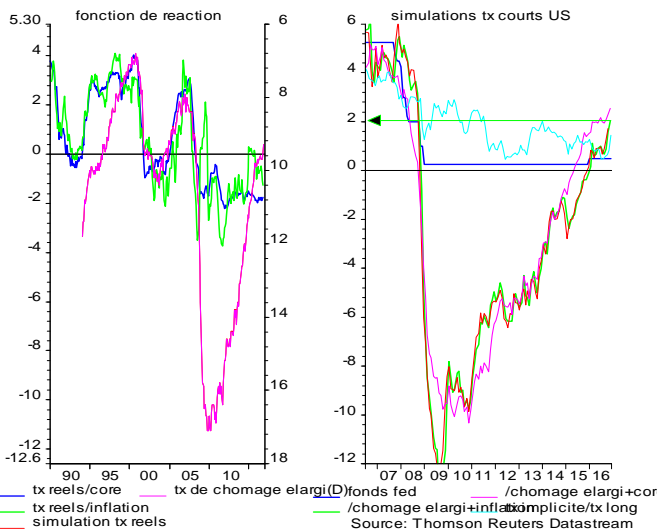
Le 14 décembre, la Fed devrait remonter son taux directeur à ¾ de point. Contrairement à l'an dernier où la hausse fut sans lendemain, ce devrait être le début d'une série. Les conditions, inflation (1,7 vs 0,1 %), chômage (sous-employés, 9,3 vs 9,9 %) et perspectives de croissance (ISM, 53,2 vs 48,4) ont profondément changé. Entre la remontée de l'inflation et la baisse du taux de chômage, notre propre simulation des fonds fédéraux est ainsi passée de 0 à 2 % avec une nette accélération depuis septembre. La perspective de l'élection présidentielle du 8 novembre suffit à expliquer que la Fed ait laissé passer les 2 derniers tours, d'autant que la faible indexation de l'économie peut aussi justifier que la Fed soit « behind » la précédente courbe. Mais « Phillips » et Trump sont des inconnues.

• Treasuries et fonction de réaction de la Fed plaident pour plusieurs hausses de taux

REMONTÉE DES TAUX LONGS AMERICAINS 7/12/16



FONCTION DE REACTION DE LA FED DE 1998-2008 7/12/16



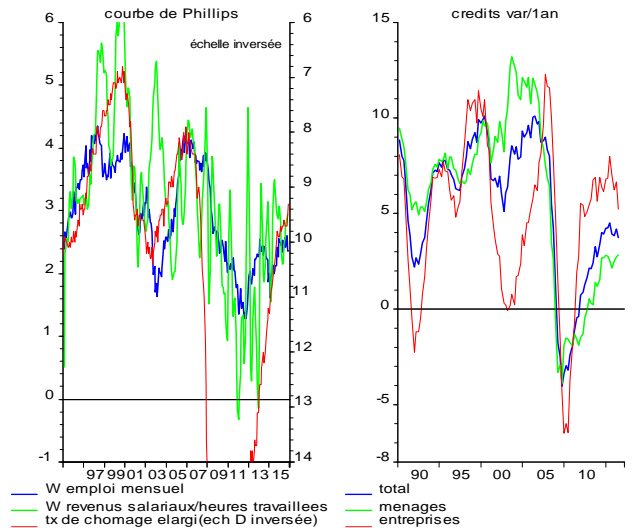
La violente remontée des taux longs qui a salué l'élection de Trump et ses projets budgétaires mais qui a accompagné aussi l'accélération de la croissance -la pente de la courbe des taux est étroitement corrélée à l'ISM manufacturier- signale que les Treasuries parient sur au moins 3 relèvements de 0,25 pt. A 2,41 % et compte tenu d'une prime de liquidité historique de 100 pts de base, les T-notes tablent sur 90 pts de hausse par rapport au ½ pt actuel. La fonction de réaction de la Fed en vigueur de 1998 à 2008, qui corréle inversement les taux réels au taux de chômage élargi, plaident aussi pour une série de relèvements en estimant les fonds fédéraux à 2 % aujourd'hui et 2,55 % à terme. Deux remarques : pendant toute la période où les taux auraient dû être négatifs, la Fed a pratiqué un assouplissement quantitatif et l'a suspendu à l'automne 2014 quand l'objectif de taux redevenait positif ; de même que la Fed a eu un comportement plus sévère avant 1998, elle pourrait se montrer plus souple depuis 2008.

• La désindexation de l'économie rend la Fed plus patiente

La Fed a deux bonnes raisons de prendre ses distances avec sa

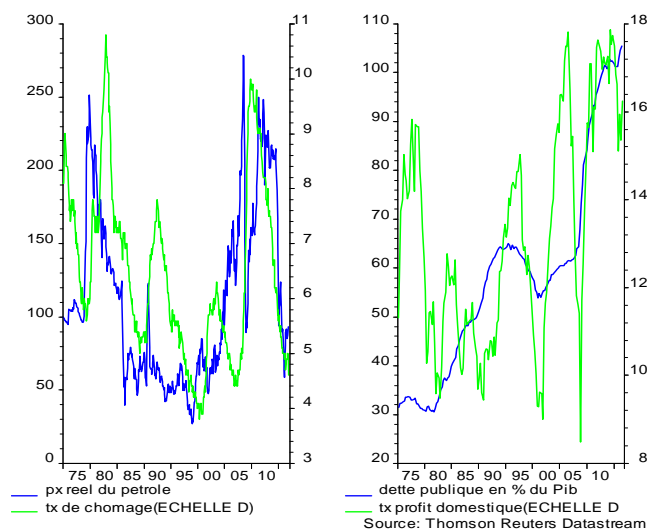
fonction de réaction passée. Bien que le service de la dette des ménages soit à un plancher historique et le taux de défaillance sur crédits en fort recul, les Américains n'ont plus la même appétence pour le crédit... surtout immobilier : la croissance des prêts est divisée par 4 ! L'éclatement de la bulle immobilière a eu raison de l'effet richesse. Il y a aussi des doutes sur la permanence de la courbe de Phillips, doutes qui seront levés en 2017 avec la disparition des gains de pouvoir d'achat liés au contre-choc pétrolier et la baisse des sous-employés comptabilisés dans le taux de chômage élargi. Ils peuvent expliquer la défaillance de la courbe de Phillips jusqu'ici, confirmée par la résistance du taux de profit. A moins que la structure des emplois ait changé.

CE QUE LA FED REGARDE TRADITIONNELLEMENT 6/12/16



• Mais Trump pourrait l'inquiéter

TRUMP : ON N'EST PAS EN 1981 7/12/16



Trump constitue l'autre inconnue de 2017. Si Trump rappelle Reagan, les périodes divergent profondément. Le second choc pétrolier avait laminé l'économie et les profits tandis que la dette publique était maîtrisée, légitimant alors une politique d'offre expansionniste. C'est incongru aujourd'hui : l'Etat n'en a pas les moyens et ni l'économie (au voisinage du plein emploi), ni les entreprises (taux de profit élevé) n'en ont besoin ! FC