ODDO BHF

Economie

Focus US
N° 2022 – 46

Pourquoi le marché ne croit-il pas la Fed ?

Jeudi 15 Décembre 2022

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

https://www.oddosecurities.com

Dans son nouveau scénario révélé hier, le FOMC projette que le taux des fonds fédéraux sera à 5.10% à la fin 2023, soit 75pdb plus haut qu'aujourd'hui. Les contrats futures le placent à 4.37%, c'est-à-dire juste au milieu de la fourchette actuelle de 4.25%-4.50%. Un an est une éternité sur les marchés, il peut se passer bien des choses dans l'intervalle. A la fin de 2021, ni la Fed, ni les marchés, ni personne n'avaient en vue le resserrement historique qui vient de se produire (+425pdb). Quoi qu'il en soit, le message des uns ne parvient pas aux oreilles des autres, ou n'est pas compris, ou n'est pas jugé crédible. Les marchés semblent convaincus que la bataille contre l'inflation est gagnée. La Fed non.

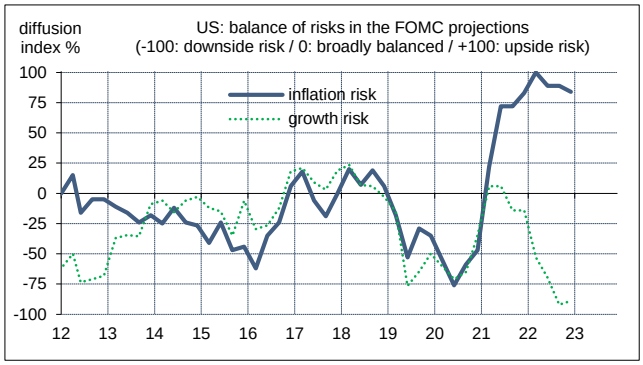
Le focus de la semaine

Lors de sa dernière réunion de 2022, le FOMC n'a pas dévié du script que tout le monde avait en tête. A l'unanimité, le FOMC a relevé ses taux de 50pdb, freinant la marche après quatre hausses de 75pdb. Le communiqué est un copié-collé du précédent dans lequel la banque centrale insistait sur le resserrement cumulatif réalisé en 2022. C'est de loin le plus fort depuis l'ère Volcker. Lors de la conférence de presse, Jerome Powell ne s'est pas hasardé à dire si le FOMC ralentirait encore le pas à la prochaine réunion du 2 février.

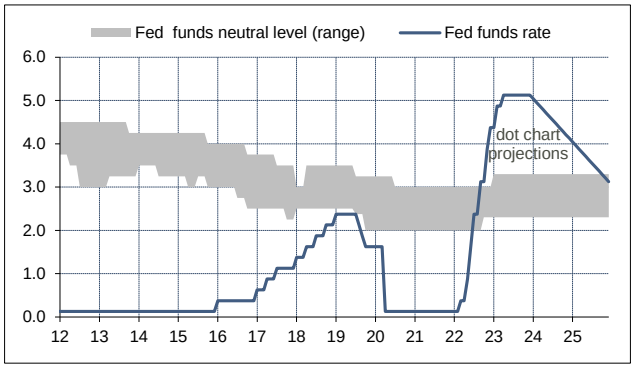
A cette réunion de fin de trimestre, les membres du FOMC ont actualisé leurs projections économiques. Comparé à septembre, la croissance du PIB réel est révisée en baisse ; le FOMC n'attend plus une accélération l'an prochain mais un rythme d'activité inchangé un peu au-dessus du zéro (0.5%). Cela s'apparente à un scénario de *soft landing* plutôt que de récession. L'inflation est supposée ralentir, mais en partant de plus haut, passant de 5.6% (indice PCE) à la fin 2022 à 3.1% à la fin 2023. De l'aveu même des membres du FOMC, ces projections sont plus incertaines que jamais sur les vingt dernières années. Les chiffres sont donc à prendre avec un certain recul, mais il incontestable que la quasi-totalité du FOMC voit la balance des risques pointer vers le bas concernant la croissance de l'activité et de l'emploi et vers le haut pour l'inflation (graphe de gauche).

La trajectoire médiane des taux directeurs a été rehaussée une fois de plus, le pic de 2023 passant de 4.6% à 5.1%, avant de revenir vers une zone de neutralité à la fin 2025 (graphe de droite). En septembre, aucun des 19 membres du FOMC n'envisageait des taux supérieurs à 5% l'an prochain ; ils sont maintenant 17. Même si les deux derniers chiffres d'inflation ont été plus faibles qu'attendu (voir p.2), la banque centrale n'est pas convaincue que la bataille soit gagnée. L'inflation des prix de services et celle des salaires plafonnent au mieux. Pour la millième fois ou peu s'en faut, Jerome Powell a donc exclu de considérer des baisses de taux dès 2023. Une sévère récession changerait sans doute la donne. Est-ce ce scénario que le marché a en tête pour refuser si obstinément d'entendre la Fed ?

Fed : balance des risques sur l'inflation et la croissance



Fed : taux directeur et zone de neutralité



Sources : Fed, ODDO BHF Securities

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.
Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 02/05/2024 07:00:49 .

Economie

- En **novembre**, pour le deuxième mois de suite, le rapport sur le CPI est ressorti au-dessous des attentes. Les prix à la consommation n'ont progressé que de 0.1% sur le mois, aidé en particulier par un repli des prix de l'énergie (-1.6% m/m). Sur un an, le taux d'inflation s'établit à 7.1%, deux points sous son pic. L'indice sous-jacent augmente de 0.2% m/m, le gain le plus faible depuis 15 mois, et sa progression annuelle ressort à 6.0%, soit 0.7 point sous son pic de septembre. En somme, ce rapport est un nouveau pas dans la bonne direction mais la distance à la cible reste grande. De leur côté, les prix à la production ont augmenté de 0.3% m/m, soit 7.4% sur un an.
- Selon les catégories de prix, les évolutions récentes sont assez disparates (tableau). Le freinage le plus marqué concerne les prix de l'énergie, par suite de la baisse des cours du brut et de l'utilisation intensive du Strategic Petroleum Reserve (-140 millions de baril depuis juin). Sur les premiers jours de **décembre**, les prix de l'essence ont accentué leur repli, ce qui continuera de peser sur l'inflation. Les prix des biens manufacturés reflètent la normalisation des chaînes de production et d'échange observée ces derniers mois. Il y a moins de pénuries de composants ou de retards de livraisons qu'en 2021 et par suite les tensions de prix se calment rapidement. Le cas le plus extrême est le marché des voitures d'occasion, où les prix sont désormais en baisse de 3.3% sur un an, après avoir touché un pic à +45% en juin 2021. Les prix des services de logements continuent de croître à un rythme accéléré, donnant une image trompeuse (ou disons plutôt décalée) des conditions du marché du logement. Il faudra de nombreux mois avant que les loyers reflètent en totalité le retournement du secteur résidentiel. Leur progression actuelle ne fait donc que décrire le boom immobilier de l'an dernier. Les prix des autres services progressent à un rythme qui se stabilise, mais qui reste trop élevé.

US - CPI inflation		CPI	Core CPI	Energy	Food	Core goods	Shelter	Other Services
weight		100%	78%	8%	14%	21%	33%	24%
- Nov. 2022	y-o-y%	7.1	6.0	13.0	10.3	3.7	7.1	6.5
- Oct. 2022	y-o-y%	7.7	6.3	17.6	10.6	5.1	6.9	6.6
- Sept 2022	y-o-y%	8.2	6.7	19.9	10.8	6.7	6.6	6.7
- June 2022	y-o-y%	9.1	5.9	41.5	10.0	7.1	5.6	5.3
- March 2022	y-o-y%	8.5	6.4	32.2	8.5	11.7	5.0	4.3
- change vs Oct	%-point	-0.6	-0.3	-4.6	-0.2	-1.4	0.2	-0.1
- change vs Sept	%-point	-1.1	-0.7	-6.9	-0.4	-3.0	0.5	-0.2
- change vs June	%-point	-1.9	0.1	-28.5	0.3	-3.4	1.5	1.2
- change vs March	%-point	-1.4	-0.5	-19.1	1.9	-8.0	2.1	2.2

- La confiance des ménages se reprend un peu, sans doute en réaction à la forte baisse des prix de l'essence. L'indice de l'Université du Michigan est remonté de 2.3 pts à 59.1 en **décembre**, mais c'est un niveau historiquement assez bas. Les anticipations d'inflation à un an se calment à 4.6% (-0.3 pts), leur plus bas depuis septembre 2021. A cinq ans, elles sont stables à 3%. Une autre enquête menée par la Fed de New York va dans le même sens, avec un repli des anticipations d'inflation à un an (-0.7 pts à 5.2%) et une relative stabilité des anticipations à trois ans (-0.1 pts à 3%).

Politique monétaire et budgétaire

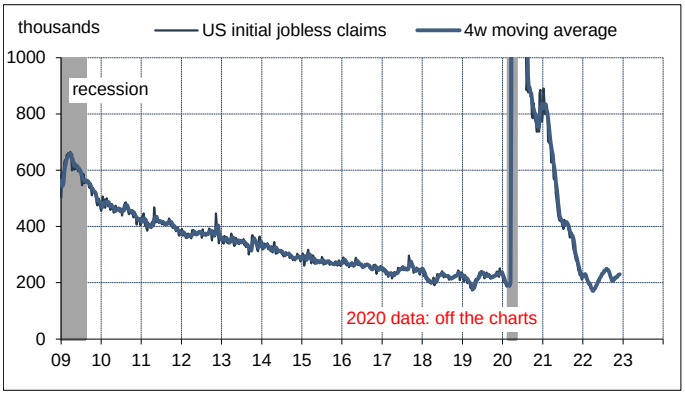
- Le **14 décembre**, pour la septième réunion de suite, le FOMC a relevé la fourchette de taux directeurs de 50 pdb à 4.25%-4.50% (voir *Focus* en p.1).

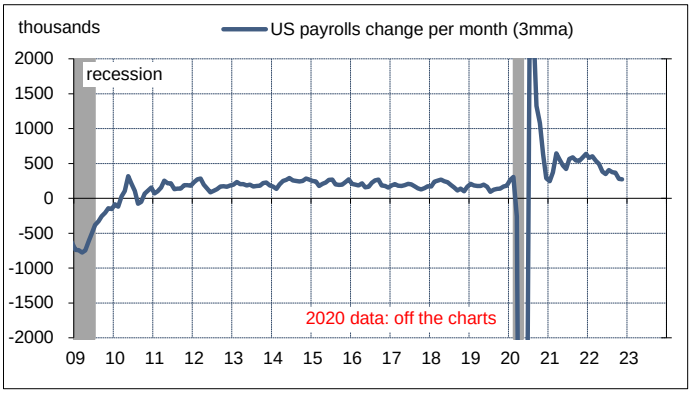
A suivre la semaine prochaine

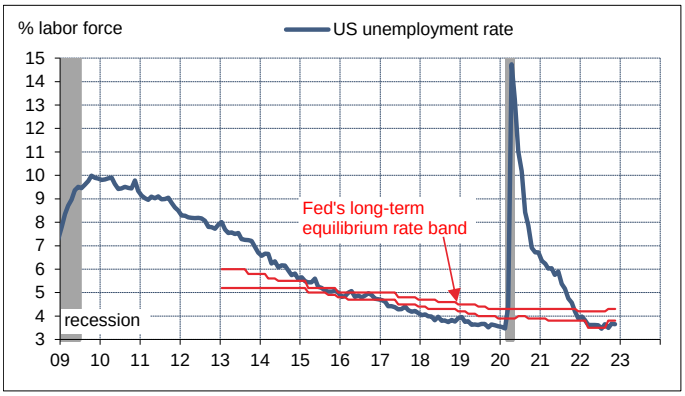
- C'est le dernier numéro du *Focus-US* pour 2022, année où la question dominante aura été l'inflation et ses implications pour la politique monétaire. Quand l'année a débuté, l'inflation du CPI venait d'atteindre 7% sur un an. Le consensus pensait que c'était presque le pic et qu'il y aurait une décrue rapide vers 2.8% d'ici décembre. En fait, le pic fut atteint plus tard (juin), à un plus haut niveau (9.1%) et le repli a pour l'instant été modéré (voir *supra*). Le 3 janvier 2022, les *futures* sur fonds fédéraux "prédisaient" que la Fed monterait ses taux directeurs de 75pdb en 2022. En fait la hausse des taux a été six fois plus forte (425pdb).
- Il y aura peu de statistiques de premier plan d'ici la fin de l'année, hormis le rapport sur le revenu et les dépenses des ménages contenant l'estimation de l'inflation au sens de l'indice PCE (**23 décembre**). La première semaine de 2023 sera bien fournie : ISM-manufacturier (**4 janvier**), postes vacants (le **4**), créations d'emplois et taux de salaire horaire (le **6**), ISM-services (le **6**). Les minutes de la réunion du FOMC seront publiées le **4 janvier**.

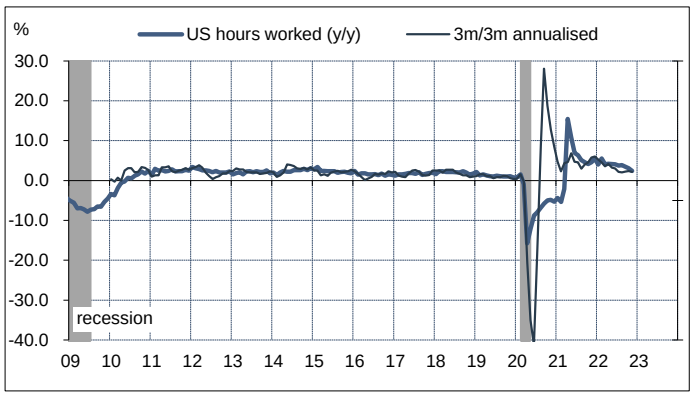
Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 02/05/2024 07:00:49 .

Annexe 1 - Marché du travail

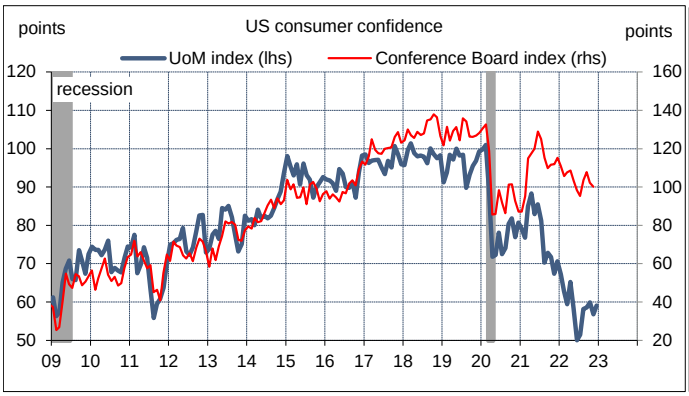


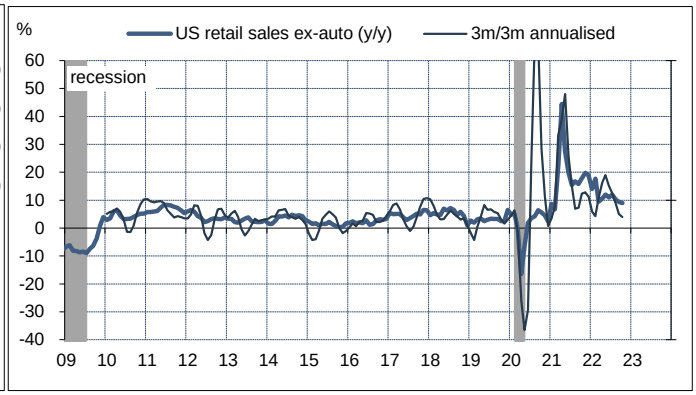


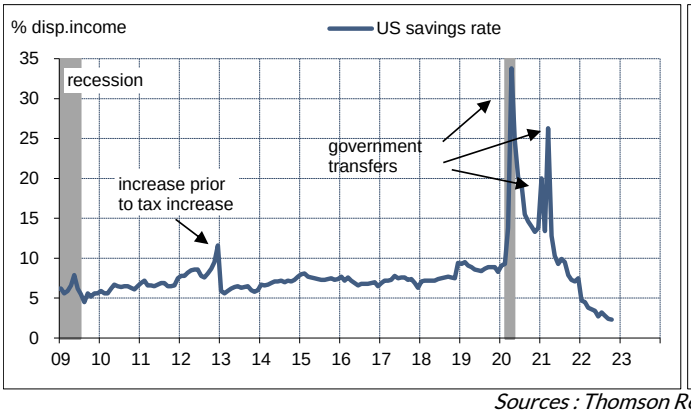


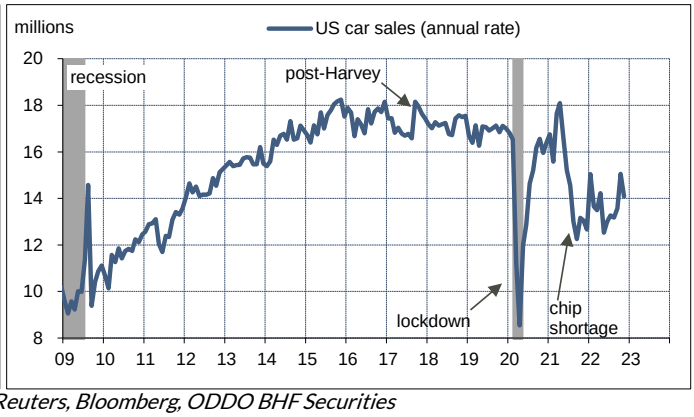


Annexe 2 - Consommateur





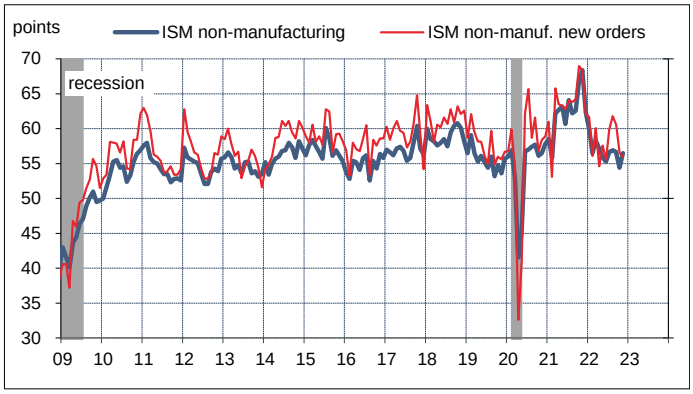


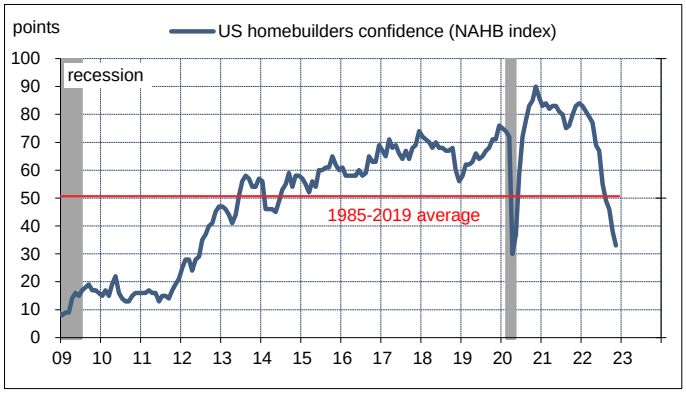


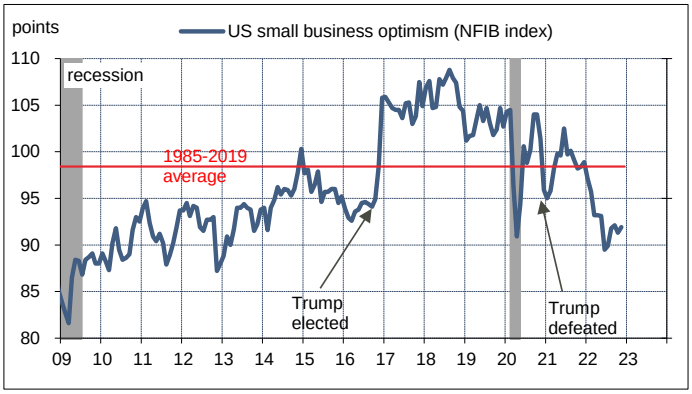
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 02/05/2024 07:00:49 .

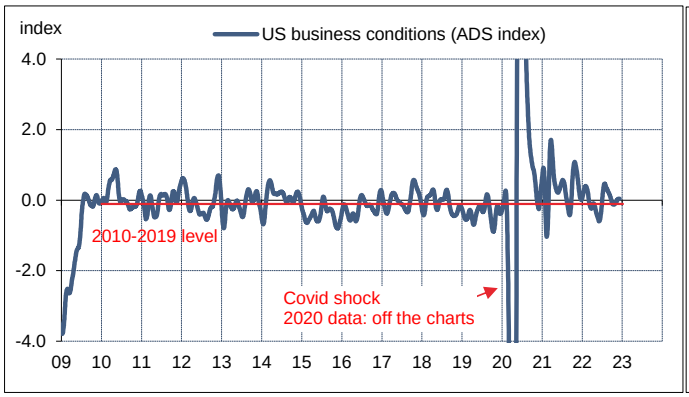
Annexe 3 - Climat des affaires

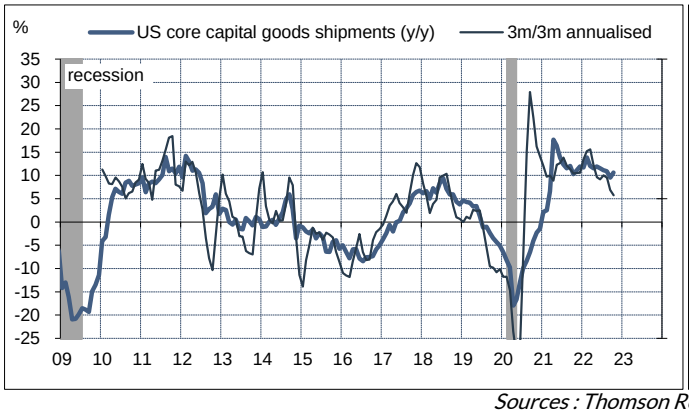


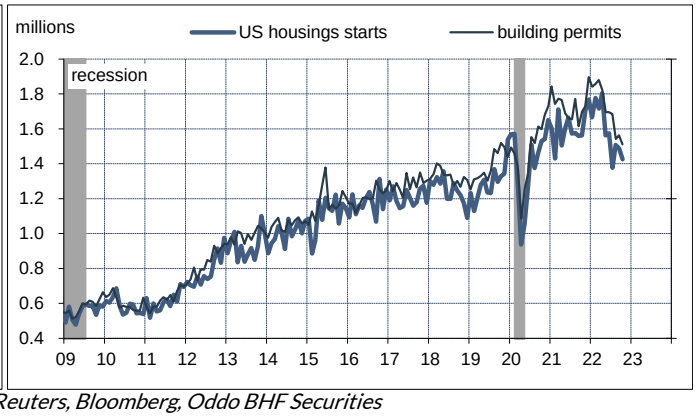




Annexe 4 - Conditions d'activité



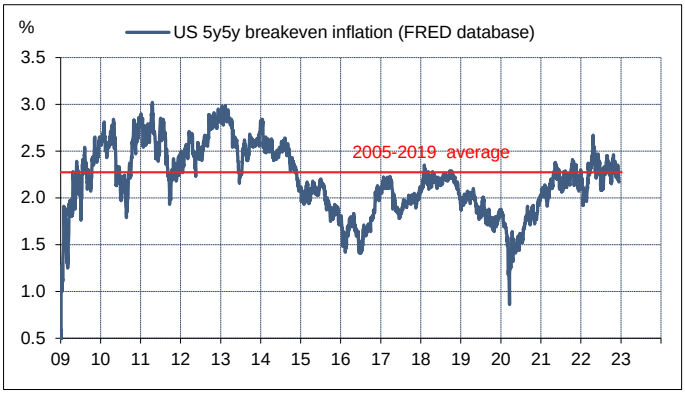


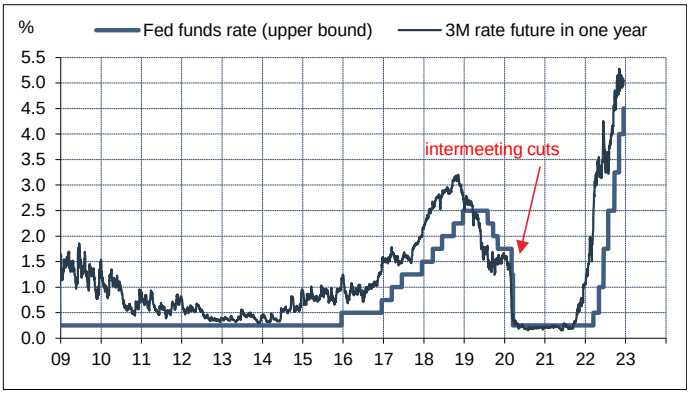


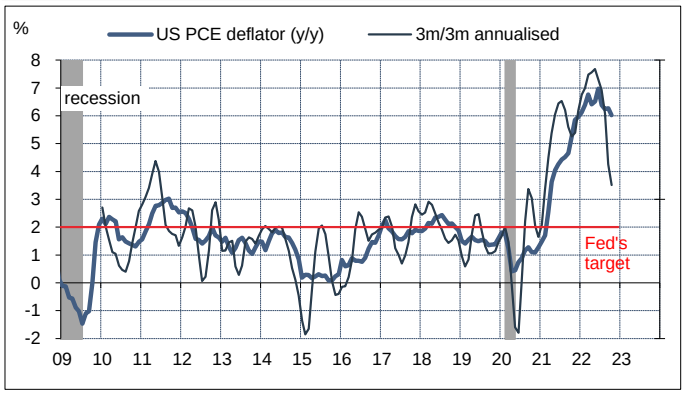
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities

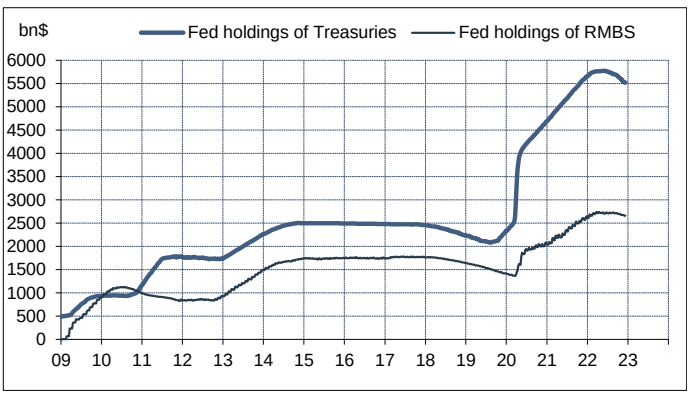
Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 02/05/2024 07:00:49 .

Annexe 5 - Inflation et politique monétaire

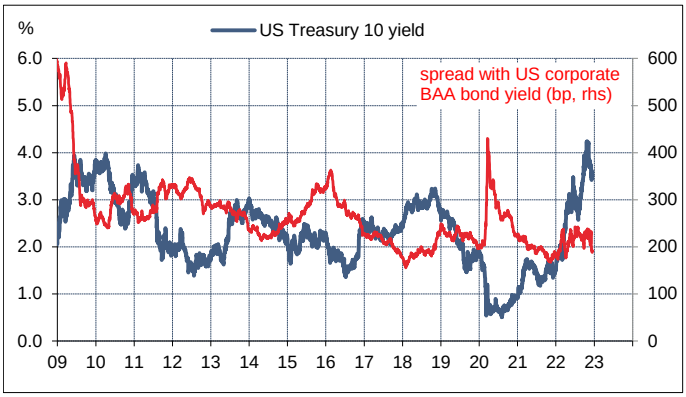


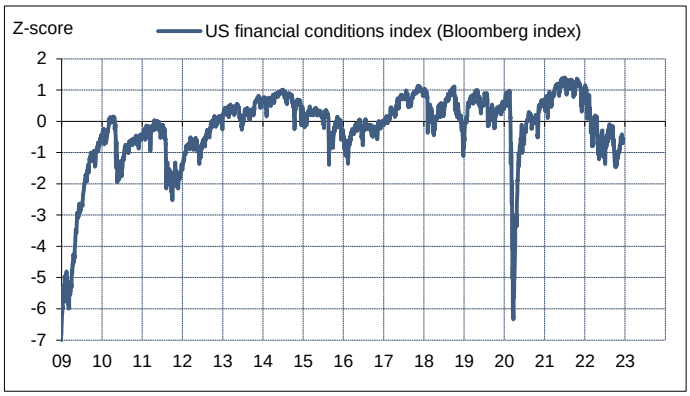


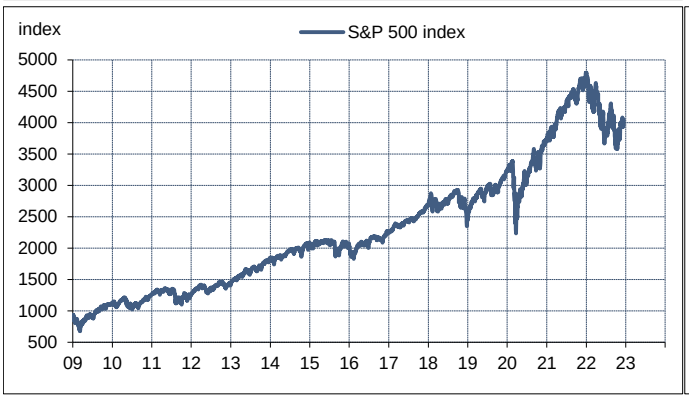


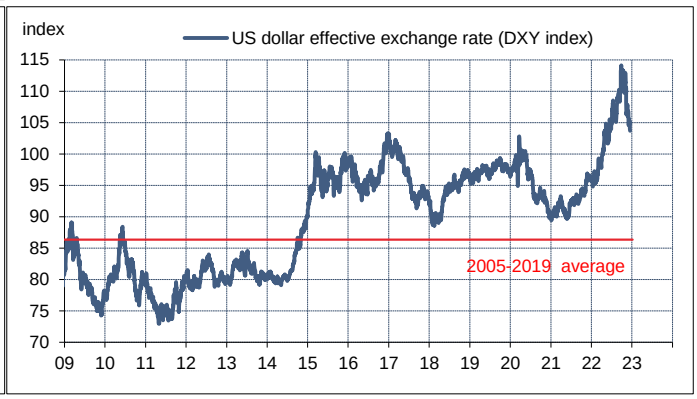


Annexe 6 - Marchés financiers









Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 02/05/2024 07:00:49 .

Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référez aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlementations des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Louis paul ROGER, Président (louis-paul.roger@oddo-bhf.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 646-286-2137.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le de Oddo BHF.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 02/05/2024 07:00:49 .