

# CECI N'EST PAS UN PIVOT

Novembre 2022

À destination d'investisseurs professionnels

*Comme attendu, la Réserve fédérale américaine a relevé le niveau de son principal taux directeur de 75 points de base pour la quatrième fois consécutive, désormais compris entre 3,75% et 4%, au plus haut depuis la crise de 2008. Si l'institution a pu évoquer la possibilité de futures hausses de taux de moindre ampleur, elle a précisé que cela ne signifiait pas pour autant un tournant dans la conduite de sa politique monétaire, confirmant également que le taux terminal sera plus élevé qu'initialement attendu.*



Par Benoît Peloille  
Stratège-Gérant

## Des espoirs une nouvelle fois déçus.

Au cours des dernières semaines, comme durant l'été et au printemps dernier, les marchés - actions notamment - ont semblé espérer le fameux « pivot », c'est-à-dire la fin du resserrement monétaire, ou tout du moins, une pause.

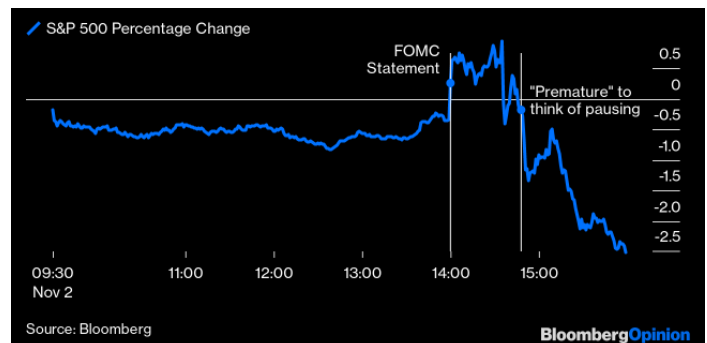
## J. Powell n'a définitivement pas dit ce que le marché voulait entendre

Alors que le communiqué officiel a pu un certain temps entretenir cette idée, la conférence de presse donnée par J. Powell a confirmé que **le taux terminal serait plus élevé que ce qu'attendaient les membres du FOMC initialement et que le resserrement en cours devait même aller plus loin**. Ces déclarations ont douché les espoirs des investisseurs, entraînant un très net recul des actions américaines et une forte tension sur le taux à 10 ans US à 4,1%.

Espoirs...puis nouvelle déception



Le jour où le S&P 500 a « pivoté »



**Trop tôt pour le pivot.** Les espoirs des marchés ne sont pas infondés ; le resserrement déjà effectué par la Fed a commencé à porter ses fruits. L'économie américaine poursuit son freinage avec des indicateurs d'activité qui frôlent la contraction : les premiers signes d'une dégradation à venir du marché du travail apparaissent et les conditions de financement se sont largement resserrées. Néanmoins, l'économie américaine est toujours très résiliente, notamment grâce à l'épargne accumulée. Le marché du travail est toujours tendu en raison des conséquences de la pandémie, entre autres. Les conditions financières se sont également détendues au cours des derniers jours, ce qui est clairement l'inverse de l'objectif recherché par la Fed. **Il semble évident que toute accalmie sur les marchés est actuellement perçue comme contreproductive par les membres du FOMC en détendant prématurément les conditions de financement.** A ce titre, J. Powell a probablement évité de poser les fondements d'un nouveau rallye des actions à l'image de celui de cet été, initié à la suite de ses propos sur la possibilité de revenir à des hausses de taux plus modestes.

L'histoire des pressions inflationnistes et des politiques monétaires restrictives est largement influencée par l'épisode des années 80 et le resserrement massif décidé alors par le président de la Fed, P. Volcker. Aujourd'hui, en dépit d'un choc matières premières comparable, la moindre indexation des salaires et la politique budgétaire restrictive de l'administration américaine, constituent des différences notables. Mais incluant ou non cet épisode, les grandes variables macroéconomiques du mandat de la Fed n'autorisent pas encore le relâchement des conditions monétaires. Si l'activité commence à ralentir suffisamment, seuls les marchés, au travers d'une volatilité déjà importante, en particulier sur les taux, sont en ligne avec un possible pivot. **Nous sommes donc bien dans le cas d'une illusion que le marché espère auto-réalisatrice.**

Pour le moment, le pivot lettre morte

	Derniers resserrements monétaires de la Fed	CPI	Core CPI	ISM Manufacturier	Taux de chômage	Volatilité Marchés actions	Volatilité Marchés Taux
T3 1974	11.00	11.46	9.62	51.30	5.60		
T3 1981	19.00	10.85	11.51	45.80	7.40		
T4 1984	11.00	4.15	4.96	50.60	7.30		
T2 1989	9.75	5.16	4.54	49.60	5.20		104.50
T3 1995	6.00	2.66	2.99	48.60	5.70	11.57	140.40
T2 1997	5.50	2.30	2.53	54.90	5.00	20.84	99.60
T3 2000	6.50	3.47	2.54	50.70	4.00	19.83	99.90
T3 2006	5.25	3.34	2.82	53.00	4.60	13.05	65.50
T1 2019	2.50	1.62	2.09	55.00	3.90	25.42	66.60
T4 2022	3.25	NA	NA	NA	NA	30.10	152.90
Moyenne	7.98	5.00	4.84	51.06	5.41	20.14	104.20
Dernier	3.25	8.22	6.66	50.20	3.70	20.20	106.30
Pivot ?	x	x	x	v	x	v	v

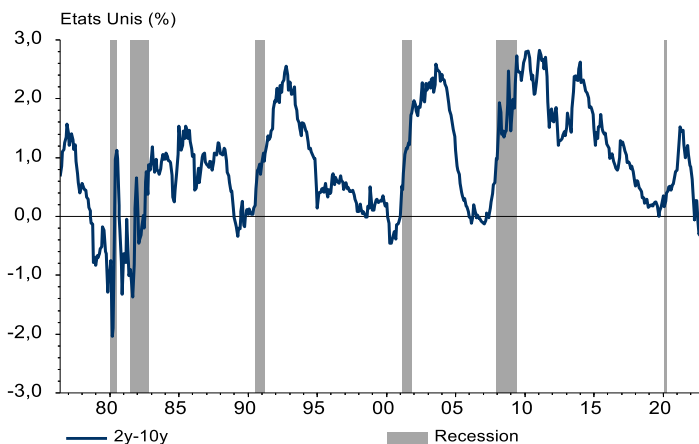
## Alors, l'excès de resserrement monétaire est-il inévitable ?

Une chose semble en tout cas assez stable historiquement : **un resserrement monétaire sans douleur n'existe pas**. A ce jour, un passage en récession paraît inévitable pour l'économie américaine, voire même « recherchée » par la Réserve fédérale. C'est en effet le seul moyen dont elle dispose pour calmer les pressions inflationnistes face à un appareil productif toujours contraint et au choc énergétique, mais aussi en raison d'un marché du travail toujours très tendu.

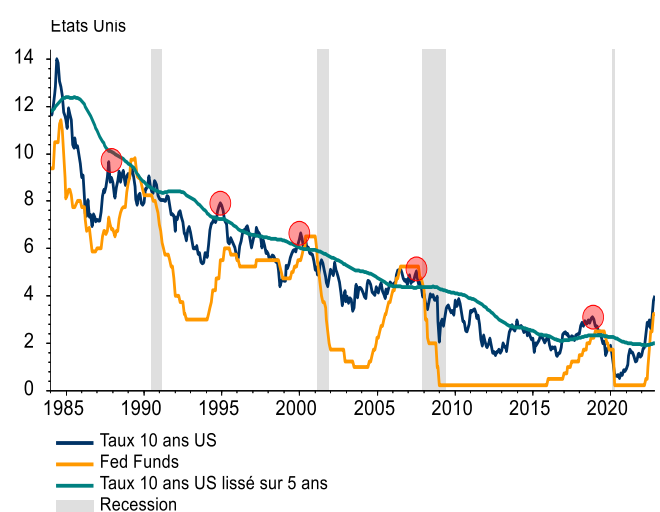
Le chemin déjà parcouru par la Fed a commencé à porter ses fruits au travers des anticipations d'inflation des ménages revenues sur des niveaux proches des moyennes des dernières décennies.

Un historique peu encourageant pour les marchés

### Courbes des taux



### Taux longs et crises financières



Source : Refinitiv Datastream / VEGA IM

Par Benoît Pelolle

Achévé de rédiger le 7 novembre 2022

### AVERTISSEMENTS

Ce document est destiné aux investisseurs professionnels et est produit à titre purement indicatif.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. VEGA Investment Managers ne saurait être tenu responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Ce document ne peut faire l'objet de copies qu'à titre d'information, la copie étant réservée au seul usage privé. Il ne peut pas être utilisé, reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers ou en partie, sans le consentement écrit préalable de VEGA INVESTMENT MANAGERS.

### VEGA Investment Managers

115, rue Montmartre, CS 21818 75080 Paris Cedex 02

Tél. : +33 (0) 1 58 19 61 00 - Fax : +33 (0) 1 58 19 61 99 - [www.vega-im.com](http://www.vega-im.com)

Société anonyme à conseil d'administration au capital de 1 957 688,25 euros - 353 690 514 RCS Paris –

TVA : FR 00 353 690 514 Société de gestion de portefeuille, agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP 04000045 Siège social : 115, rue Montmartre 75002 PARIS