



Etats-Unis

Pas cette fois

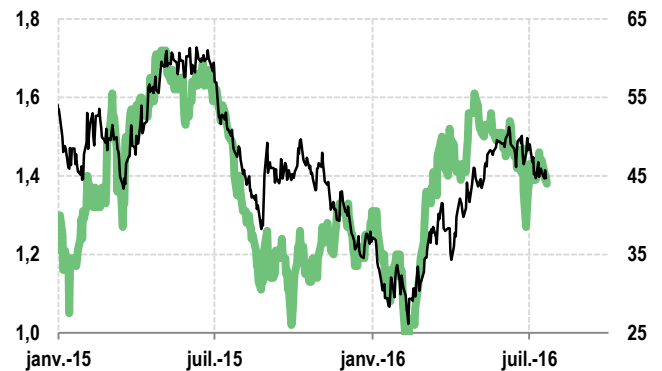
- La Fed devrait de nouveau laisser inchangée sa politique monétaire. Après quelques jours de fortes turbulences, les marchés financiers se sont stabilisés conduisant à une détente des conditions monétaires et financières américaines.
- Les perspectives d'inflation sont poussées à la baisse par le coup de frein sur la progression des prix du pétrole, mais de façon marginale.
- Une fois de plus, l'évolution de la conjoncture américaine – et ainsi du diagnostic qu'en fait la Fed – est étroitement liée à celle de l'emploi.

La réunion du FOMC de juin s'était terminée par un *statu quo*, notamment car ses membres jugeaient prudent d'attendre les résultats du référendum britannique. Un mois après le vote, il est trop tôt pour apprécier pleinement les conséquences de la décision du Royaume-Uni. Dans un premier temps, les marchés financiers ont vivement réagi, mais la situation se normalise. Après une appréciation, peu marquée en termes effectifs, le dollar s'est stabilisé (en termes effectifs, le dollar s'est apprécié d'environ 1,5% depuis le vote britannique, mais reste inférieur de près de 2% à son niveau de début d'année) ; les marchés actions, qui ont flanché au lendemain du vote, se sont repris (l'indice S&P500 est d'environ 3% supérieur à son niveau pré-Brexit) ; les taux d'intérêt sont plus faibles qu'avant le 23 juin (d'environ 20 points de base pour les Treasuries à 10 ans, les taux hypothécaires, et le *spread* des obligations privées notées BAA). Au final, les conditions monétaires et financières se sont détendues, ce qui devrait permettre un soutien net, bien que limité, à l'activité américaine. En revanche, les prix du pétrole ont arrêté leur correction à la hausse, pour se stabiliser environ USD 6,5 sous leur point haut de début juin (USD 51,2/baril pour le West Texas Intermediate au 8 juin, tombé à USD 44,7 le 21 juillet). Cette dernière évolution éloigne ainsi quelque peu l'horizon du retour de l'inflation américaine à sa cible, comme le montre le léger repli des anticipations d'inflation à cinq ans.

Le « Brexit » laisse donc, au moins pour l'instant, les Etats-Unis indemnes. Si les incertitudes en amont du référendum avaient été la seule explication au *statu quo* de juin, une hausse en juillet serait assurée. Mais tel n'était pas le cas. Le mois dernier, la Fed redoutait très certainement le potentiel de déstabilisation des marchés financiers mondiaux d'un vote en faveur de la sortie de l'UE, de la même façon que les annonces officielles chinoises au cours de l'été 2015 avaient conduit à la panique. Ce risque n'est certes pas encore levé – il faut ainsi toujours aborder le mois d'août avec prudence, la faiblesse de la liquidité pouvant accentuer l'ampleur des ajustements – mais semble limité. La transition rapide, et apparemment sereine, du pouvoir au Royaume-Uni est ainsi très encourageante, comme la stabilisation de la valeur externe de la livre.

Rebond stoppé

— Anticipations d'inflation (5-year TIPS vs T-Bond, %)
— West Texas Intermediate (USD/baril)



Graphique

Source : Macrobond

L'évolution du marché du travail inquiétait certainement bien plus la Fed. Lors de leur précédente réunion, les membres du FOMC disposaient, comme dernière donnée, du rapport emploi pour le mois de mai, lorsque les créations de postes étaient estimées à seulement 38k. Depuis cette performance a été revue en baisse (à 11k), mais la correction en juin a aussi été impressionnante, avec 287k nouveaux emplois. Lissées sur trois mois, les performances continuent d'illustrer un ralentissement tendanciel (147k en juin contre plus de 200k jusqu'en mars). En elle-même, cette évolution n'a rien d'alarmant, puisqu'un tel rythme, soutenu dans la durée, permet de stabiliser le taux de chômage. En revanche, d'autres indicateurs du marché du travail sont moins rassurants, comme le taux d'activité des 25-54 ans, qui, après six mois de progression continue, a reperdu 0,2 point de pourcentage, ou la fin de l'accélération des salaires. Si on ne peut parler de détérioration, il semble bien que l'amélioration des conditions globales de l'emploi marque une pause.

Cette pause pourrait n'être que temporaire, conséquence du ralentissement conjoncturel du début d'année. Si tel est le cas, les dernières données d'activité disponibles sont plutôt encourageantes, avec une progression en juin, de 0,5% pour la production manufacturière, de 0,6% pour les ventes de détail et de 4,8% pour les mises en chantier. Notre indicateur composite d'activité, M&N – somme pondérée des données d'enquêtes de l'ISM – a ainsi très fortement rebondi récemment, pour s'inscrire à 56 en juin, au plus haut depuis l'automne dernier.

La Fed cherche très probablement à s'éloigner autant et aussi vite que possible, des taux zéro. Mais la persistance d'un risque attaché à un resserrement prématuré la conduit également à la prudence. Si, d'ici septembre, les bonnes nouvelles conjoncturelles se confirment en s'accompagnant d'une nouvelle réduction des capacités excédentaires, une fenêtre de tir pourrait s'ouvrir...