

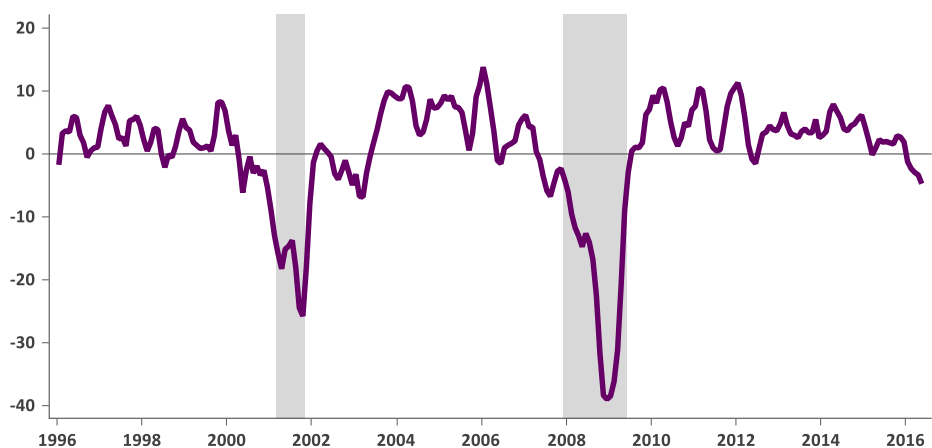
La Fed, trop dovish pour rassurer

Plus « dovish » qu'anticipé par le consensus, le communiqué de la Fed et le propos de Janet Yellen lors de sa conférence de presse sont clairs : la tournure de la conjoncture américaine déçoit et suscite un regain de prudence. En conséquence de quoi la Fed révisé à la baisse son scénario de croissance et décale *sine die* son intention de relever le niveau de ses taux directeurs. Le ton du communiqué, comme celui de la Présidente de la Fed, sont nettement moins réconfortants sur les perspectives américaines que ne le suggéraient les derniers communiqués, voire même les propos de Janet Yellen du 6 juin, trois jours après le rapport sur l'Emploi.

La dégradation du marché de l'emploi, un facteur rédhibitoire

Le verdict est sans appel, la Fed a été échaudée par les mauvais chiffres de l'emploi du mois de mai et, plus généralement, par la dégradation de bon nombre d'indicateurs en provenance du marché du travail. Le fait d'ouvrir son communiqué sur ce point, n'est pas fortuit et tranche avec les commentaires de ces derniers mois qui, tous, soulignaient l'amélioration des conditions du marché du travail en dépit de conditions économiques plus aléatoires.

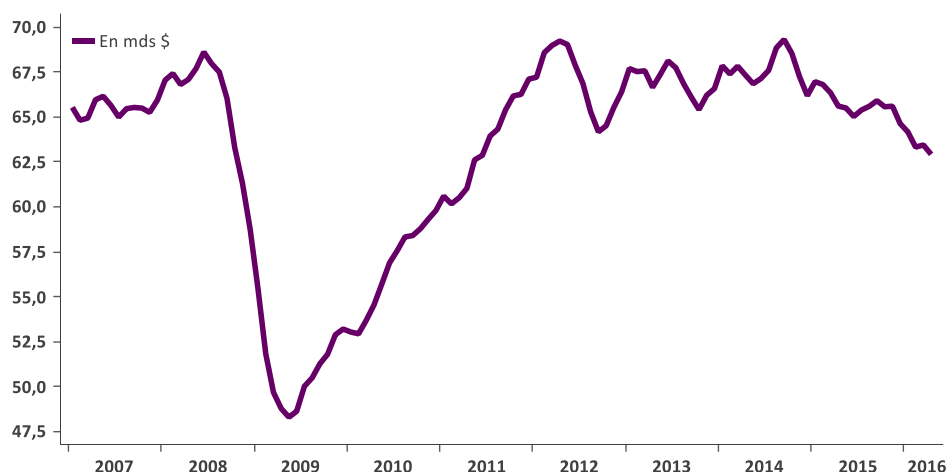
Indicateur LMCI du marché de l'emploi*



Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Labour Market Condition Index, indice synthétique de 19 indicateurs privilégiés par la FED

L'énumération de Janet Yellen sur les facteurs de déception relatifs à la situation actuelle vient compléter le tableau, avec une insistance particulière sur la détérioration des tendances de l'investissement en dehors du secteur de l'énergie. Le constat d'une amélioration récente sur le front de la consommation et par ailleurs mis au second plan, Janet Yellen insistant davantage sur la frilosité des consommateurs malgré les gains de pouvoir d'achat occasionnés par la chute de leur facture énergétique.

Commandes de biens durables hors défense et aviation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ces déceptions s'expriment dans une révision à la baisse des projections de croissance de deux dixièmes pour cette année, de 2,2 % prévus en mars à 2 %, le scénario pour les années 2017 et 2018 restant inchangé à 2 %. Les estimations de taux d'intérêt subissent, par ailleurs, un net ajustement. Inchangées pour la fin de cette année, à 0,9 % comme prévu en mars, la prévision à horizon fin 2017 est abaissée à 1,6 % contre 1,9% en mars. Par ailleurs, six des dix-neuf participants n'envisagent plus qu'une hausse d'un quart de point des Fed Funds cette année -à comparer à un seul en mars- quand ils ne sont que deux à considérer la nécessité de remonter les taux de plus de 75 point de base cette année, au lieu de sept en mars. Le fait que Janet Yellen n'évoque plus de hausse de taux d'intérêt pour cette année est, à ce titre, remarquable.

L'inflation qui semblait être un sujet de préoccupation depuis le début de l'année, semble avoir disparu du radar de la Fed malgré la révision de deux dixièmes des prévisions pour la fin de cette année, à 1,4 % au lieu de 1,2 % (PCE). La Fed s'inquiète en l'occurrence du reflux des anticipations d'inflation, interprétant ces dernières comme un signal de risque baissier.

Enfin, les commentaires sur le retournement subit de l'appétit pour le risque observé sur les marchés financiers internationaux est mentionné comme une source de préoccupation, de même que la Présidente de la Fed a évoqué les incertitudes sur les conséquences d'un éventuel Brexit comme ayant été un facteur d'influence sur la décision du FOMC. On notera néanmoins que Janet Yellen n'a pas outre mesure mis en avant ce dernier argument.

Au total, la communication le FOMC de ce mois-ci nous semble clairement mettre à l'écart toute perspective de hausse des taux à horizon prévisible et, tout particulièrement, toute probabilité de hausse en juillet.

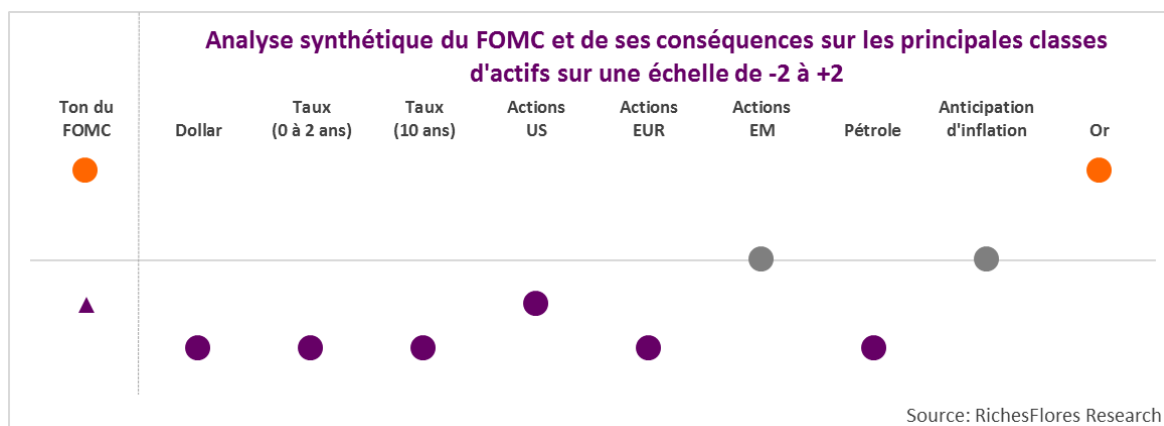
Source de soutien ou d'inquiétude pour les marchés ?

Il s'agit d'une posture plus accommodante que généralement anticipé qui, parmi les scénarios que nous avons envisagés avant le FOMC, n'occupait pas la première place mais la seconde, bien qu'assorti d'une probabilité assez proche du scénario privilégié. Ci-dessous notre description de la situation où nous sommes à présent qui figurait dans notre *preview* de mercredi matin :

« La Fed apparaît définitivement plus accommodante, conduisant in fine les marchés à écarter quasiment toute possibilité d'une hausse des taux avant la fin de l'année. Son discours sur les perspectives de croissance américaine -et mondiales- est entaché d'une inquiétude non dissimulée, tandis que le regain de volatilité des marchés financiers internationaux apparaît clairement comme un sujet d'inquiétude. Tout en conservant le scénario d'une possible remontée de ses taux directeurs dans le futur, la référence à cette année est diluée ou retirée ».

La probabilité de ce dernier scénario nous semble significative, peu éloignée de celle assortie au scénario ci-dessus privilégié. Ce changement de posture serait à nos yeux le plus approprié mais pourrait être empêché par un certain nombre de membres encore réticents à délivrer un tel message pour l'instant (voir à ce sujet « [En attendant la Fed](#) »).

Notre perception des conséquences de ce changement de posture sur les marchés financiers n'a donc pas lieu d'être très différente de ce que nous avons envisagé : un Impact significativement négatif sur les taux futurs et le dollar, conditionnant une réaction négative des marchés européens et japonais. L'effet taux de change pourrait protéger les pays émergents, sous réserve toutefois que le marché américain donne plus d'importance à la « bonne nouvelle » d'une dissipation du risque de hausse des taux qu'au discours sur la situation économique américaine. Nous sommes moins assurés de cette conclusion après avoir écouté la Présidente de la Fed.



Véronique Riches-Flores

contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com