Erreur de casting de Jérôme Powell ?

La réaction des marchés aux propos du président de la FED, J. Powell, devant le Congrès américain montrent une certaine hésitation quant aux effets de l'assouplissement monétaire vers lequel le président de la FED s'apprête apparemment à aller. Si le ton, plutôt préoccupé, de son président a regonflé les anticipations de baisse des taux directeurs dès la fin du mois, faisant de facto se replier les taux à deux ans et le dollar, tel n'a pas été le cas des échéances le plus longues dont les rendements se sont, au contraire, tendus y compris, par contagion, en Europe. Ces réponses opposées entre les taux courts et les taux longs suggèrent deux interprétations possibles des marchés :

- une grande confiance dans l'efficacité des baisses de taux à venir en matière de croissance future, que justifierait une certaine repentification de la courbe des taux ;
- une erreur de casting du président de la FED, potentiellement inflationniste.

Les conséquences en matière d'évolution des taux longs seraient assurément sensiblement différentes selon les cas. En réalité nous n'adhérons à aucune de ces visions…

J. Powell persiste et signe

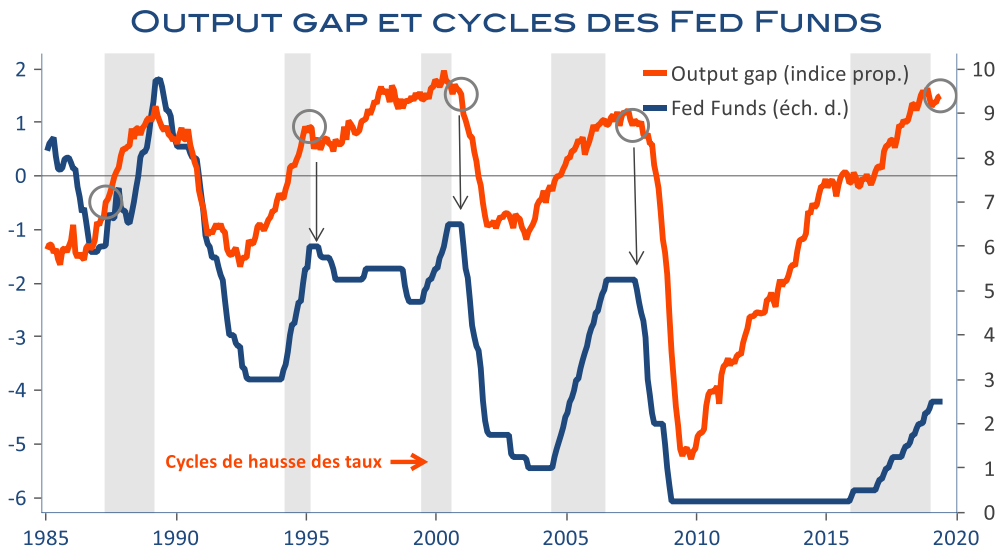
C'est bien ainsi que l'on comprend les propos du président de la FED devant le Congrès qui a devancé la publication des minutes du dernier FOMC par ces mots au sujet de cette réunion : «de *nombreux participants considéraient que les arguments en faveur d'une politique monétaire un peu plus accommodante s'étaient renforcés. Depuis lors, d'après les nouvelles données et d'autres faits nouveaux, il semble que les incertitudes entourant les tensions commerciales et les inquiétudes quant à la vigueur de l'économie mondiale continuent de peser sur les perspectives économiques des États-Unis. Les pressions inflationnistes restent modérées* ». Le message est on ne peut plus clair. Si les marchés ont vu dans les bons chiffres de l'emploi du mois de juin un cas de retour en arrière du président de la FED, telle n'est pas la lecture du président de la FED, ni probablement celle du board, dont on peut légitimement penser qu'il a été consulté avant cette déclaration d'intentions devant le Congrès.

La FED s'apprête donc à abaisser le niveau de ses taux

J. Powell aurait en l'occurrence eu le loisir de se retrancher derrière ces données du marché de l'emploi pour diluer les attentes de baisses des taux,, en particulier pour se donner du temps. Ne l'ayant pas fait, il reste peu d'ambiguïté : J. Powell s'apprête à baisser les taux des Fed Funds à la fin de ce mois.

Le président de la FED risque-t-il une erreur ? Tel n'est pas notre diagnostic. Tout juste peut-on considérer que cet assouplissement monétaire soit relativement précoce compte-tenu de la phase plutôt haute de la conjoncture dans laquelle se trouve l'économie américaine aujourd'hui. Mais à ce titre, la légère remontée du taux de

chômage du mois de juin a pu jouer dans la balance en faveur d'un assouplissement monétaire, compte-tenu notamment des déceptions en matière d'inflation. A en juger par notre indicateur d'output gap, construit à partir de l'écart pondéré du taux de chômage et du taux d'utilisation des capacités de production à leur moyenne de long terme, la décision de la FED n'est pas outre mesure décalée. Notre indicateur semble avoir plus de chance de refluer davantage en juin que l'inverse avec la remontée du taux de chômage. En abaissant sa garde la FED serait finalement très proche de sa fonction de réaction habituelle, en dépit de l'absence de craintes d'une récession imminente.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

En outre, nous l'avons développé à maintes reprises, les indicateurs avancés de la conjoncture américaine ne sont pas particulièrement reluisants depuis le début de l'année, période à partir de laquelle la baisse des profits des sociétés non-financières suggère une vraisemblable détérioration additionnelle à venir.

Pour toutes ces raisons, nous ne voyons pas d'anomalie formelle à l'assouplissement monétaire annoncé malgré le faible espoir que ce dernier occasionne quant à ses effets sur la conjoncture. À ce titre la réaction des marchés consécutive aux propos de J. Powell semble assez inappropriée et, donc, probablement passagère.

Repentification de la courbe des taux : trop tôt

Il est difficile, en effet, d'imaginer qu'à ce stade du cycle et, sans « purge » conjoncturelle, généralement occasionnée par les phénomènes récessifs, la baisse des taux à venir soit suffisante pour redonner de l'élan à un cycle vieux de onze années. Dans un tel cas de figure, de deux choses l'une :

- soit la croissance continue sur la pente descendante de ces derniers mois et il faudra des baisses de taux plus importantes que celles anticipées par les marchés, et davantage, pour un y mettre un terme ; auquel cas, les taux longs devraient refluer davantage avant de trouver leur point bas.
- Soit la croissance se ressaisit sans tarder, peu probable, et la FED ne baissera pas autant que prévu ses taux directeurs dans les délais envisagés, ce qui, compte-tenu de la sensibilité des marchés boursiers aux anticipations de baisse des taux, aurait

probablement pour conséquence de créer une onde de choc financière qui remettrait, sans tarder, au goût du jour les anticipations de baisses de taux.

C'est en réalité surtout du risque politique que semble pouvoir émaner aujourd'hui le risque d'une envolée mal maitrisée des taux longs, à savoir principalement d'un risque lié au financement extérieur des Etats-Unis. Présent depuis des années, ce risque est à l'évidence aiguisé par le contexte de tensions internationales en présence. Est-il exacerbé par la perspective d'un dollar affaibli du fait de l'orientation de la politique monétaire ? Sans doute. De là à expliquer la réaction à la hausse des taux longs au discours de J. Powell, il y a un pas que trop peu d'éléments permettent de franchir, tout au moins, à ce stade.

L'un dans l'autre, la probabilité que la hausse des taux longs consécutive au discours du président de la FED soit un épiphénomène semble assez forte.

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*