



## Mais où est donc le plancher du taux de chômage américain ?

La semaine dernière a surtout été marquée par la poursuite du rallye du dollar. L'euro est repassé sous la barre des 1,20. Il y a probablement dans **l'appréciation du billet vert** une part de facteurs techniques. D'une part, les opérateurs qui avaient spéculé à la baisse du dollar ont été pris à contrepied et certains ont coupé leurs positions. D'autre part, le grand mouvement haussier de l'euro dollar entre novembre 2017 et février 2018 nécessitait une correction, avec le recul à 1,19, cette correction a atteint le seuil de 61,8% de la hausse (le fameux nombre d'or de Fibonacci).

La hausse du dollar n'a guère pesé sur les actions américaines. La volatilité mesurée par **l'indice VIX a même reculé** pour passer – enfin – sous la barre des 15% en fin de semaine, soit un des niveaux les plus bas depuis le début de l'année. En revanche, **les marchés émergents ont souffert** de la hausse du dollar et les indices MSCI émergents sont retombés juste en dessous de leur niveau de fin 2017. On observe en particulier que certains pays n'arrivent pas à suivre l'appréciation du billet vert, ils subissent le double risque du protectionnisme américain et de la hausse du cours du pétrole. **Ainsi**, depuis dix jours, **le peso argentin se déprécie** très rapidement malgré le coût d'emprunt considérable, jusqu'à 50% l'an sur un mois, qui pèse en ce moment sur les ventes à découvert de cette devise.

Comme souvent, **les actions européennes bénéficient de la hausse du dollar**, même si l'ampleur du mouvement depuis deux semaines a pu décevoir certains investisseurs. Les marchés boursiers européens ne souffrent pas trop **des chiffres d'activité qui demeurent médiocres**. La croissance de la zone euro s'est ralentie au premier trimestre à +0,4% t/t après cinq trimestres consécutifs de progression à 0,6% et 0,7%. Le plus préoccupant en fait ce sont les nombreux indices mensuels qui pointent tous vers un second trimestre similaire au T1, voire encore plus médiocre.

**Aux Etats-Unis**, le taux d'inflation, mesuré par le déflateur de la consommation, a progressé en mars, comme attendu, pour atteindre 2,0%. L'écart avec le rythme de hausse de l'IPC (Indice des Prix à la Consommation) inhabituellement large en 2017, tend à se réduire. Selon la version hors énergie et alimentation du déflateur, celle suivie par la Fed, **l'inflation est passée de 1,6% à 1,9%**. Ce chiffre est voisin de l'objectif de 2,0%, mais cela n'inquiète pas la Fed outre mesure, au contraire ! Dans le compte-rendu du FOMC **l'introduction remarquée de l'adjectif "symétrique"**, qui s'applique à l'objectif d'inflation, suggère que la Fed peut s'accommoder d'une période d'inflation un peu supérieure à 2%, surtout après une longue période d'inflation en deçà de son objectif. Le simple dépassement de l'objectif d'inflation ne devrait pas entraîner un violent durcissement de la politique monétaire de la Fed, qui serait de nature à induire une récession.

Plus que les prix de détail, c'est du côté des salaires et des coûts salariaux qu'il faut tourner nos regards. Certes, les gains de productivité sont restés assez médiocres au T1, +0,7% sur le trimestre, en rythme annualisé, après +0,3% au T4. Pourtant, **la hausse des coûts salariaux par unité produite est inférieure aux anticipations** des économistes avec un rythme de progression

de 2,7% au T1 (contre 3,1% attendus en rythme trimestriel annualisé) après une hausse révisée de +2,5% à +2,1% au T4.

Aux Etats-Unis toujours, **les créations d'emplois** d'avril (164 000 postes) sont un peu en-deçà des attentes, mais l'écart est totalement effacé par la révision en hausse du chiffre de mars. En outre, la nouvelle et forte hausse pour le secteur manufacturier, +24 000 en avril, est de bon augure. La baisse, même légère, du taux de participation, de 62,9% à 62,8%, explique une partie du **recul du taux de chômage de 4,1% en mars à 3,9% en avril** pour le taux officiel (et de 8,0% à 7,8% pour le taux U6 qui inclut les personnes sous-employées). En dépit de la tension croissante sur le marché de l'emploi **on n'observe aucune accélération des salaires** : la variation mensuelle du salaire horaire moyen est de +0,149%, un peu inférieure aux anticipations (+0,2%), et l'augmentation de mars a été revue à 0,22% au lieu de 0,3%. De ce fait, le glissement annuel se replie de 2,7% en mars à 2,56% en avril, alors qu'il était attendu stable.

Ainsi il n'y a toujours **aucun signe de dérapage inflationniste** avéré, ce qui allège la pression sur les taux, à court comme à long terme. Cette sagesse salariale, alors que le taux de chômage crève le plancher des 4%, soulève une question : **où est passé le NAWRU ?** (*Non-Accelerating Wages Rate of Unemployment* c'est-à-dire le taux de chômage en-deçà duquel les salaires accélèrent fortement, aussi appelé NAIRU, celui qui déclenche la spirale inflationniste). Cela fait un an que le chômage est en-deçà de 4,5% sans que les salaires n'atteignent jamais une hausse annuelle de 3%. Il y a fort à parier qu'il existe bien un taux de chômage qui déclencherait un rebond des salaires, mais il doit être inférieur à l'estimation de 4,6% longtemps admise par la Fed. D'ailleurs, les manifestants qui réclament dans de nombreux Etats américains **la généralisation du salaire minimum brut à 15\$ de l'heure** (le double du minimum fédéral actuel) montrent que l'on se rapproche de ce taux de chômage incompressible.

La semaine dernière nous, nous inquiétons dans ces colonnes de **l'atonie de l'expansion en zone euro**. Cette préoccupation reste de mise, mais ne s'aggrave pas.

**Les taux d'inflation de la zone euro ont baissé** de 1,3% en mars à 1,2% en avril pour l'ensemble et, surtout, de 1,0% à 0,7% hors énergie et alimentation. Néanmoins **ce recul est transitoire** et ne doit pas être sur-interprété. Au vu de la hausse récente des prix du pétrole, alors qu'ils baissaient à la même période de l'an dernier, il faut attendre une contribution significative à l'accélération de **l'inflation, qui pourrait facilement passer de 1,2% à 1,5% en mai**, voire davantage. De même, l'indice harmonisé sous-jacent enregistre des distorsions calendaires (une date de Pâques tardive l'an dernier et précoce cette année), cela devrait entraîner une remontée de l'inflation sous-jacente vers 0,9% ou 1,0% dès mai, en ligne avec le rythme de hausse qui prévaut depuis 2 ans. La prochaine réunion de la BCE étant fixée au 14 juin, Draghi pourra faire l'impasse sur le chiffre trompeur d'avril et commenter les données plus fiables de mai.