



Estimations laborieuses sur l'emploi américain

Les marchés ont été généralement calmes au cours de la semaine dernière. Le principal mouvement observé est **une hausse des marchés obligataires y compris en France et dans les pays périphériques**, notamment sur la journée du lundi 3. Cette bonne tenue est d'autant plus surprenante que, d'une part, l'incertitude politique n'a pas diminué en France, au contraire, et, d'autre part, la publication des minutes du FOMC aurait dû conduire à une pontification de la courbe des taux américaine. Le marché n'a pas ignoré cette dernière information, en témoigne l'appréciation du dollar.

Les minutes du FOMC nous ont révélé que **la Fed envisageait de commencer**, peut-être dès la fin de l'année, **à diminuer l'encours de son bilan**, (stabilisé à 4,5 trillions de dollars depuis 2 ans et demi). Ne nous méprenons pas, il ne s'agit certainement pas pour la Fed de vendre massivement les titres souverains achetés lors des opérations successives de *Quantitative Easing*. Il nous semble probable que la voie choisie par la Fed soit celle du **non-réinvestissement d'une partie des titres venant à maturité**. Un arrêt complet des achats serait sans doute trop brutal pour le marché et trop rigide pour la Fed. Elle devrait opter pour l'approche moins contraignante d'un réinvestissement partiel, ce qui lui permettrait en outre de choisir les maturités encore acquises selon les conditions de marché ou la politique monétaire poursuivie.

L'équation est plus compliquée avec les obligations foncières. En effet la plupart des titres "*mortgages*" en portefeuille a une maturité résiduelle supérieure à 10 ans, et presque rien n'est remboursable avant 5 ans. Là une réduction de l'encours pourrait passer par des ventes ou des échanges, certainement modérés et ciblés.

Point d'orgue des nouvelles macro de la semaine, **les créations d'emplois aux Etats-Unis ont déçu** avec seulement 98 000 emplois supplémentaires en mars (le marché en attendait 180 000) après 219 000 en février (un chiffre lui-même révisé en baisse de 16 000). Le nombre de postes créés est issu d'une enquête auprès des employeurs, dans le même temps, d'après le sondage auprès des ménages, ce sont 470 000 personnes de plus qui ont un emploi (et ce ne seraient que des femmes selon cette enquête !). Il est possible que cette déception ne soit **qu'un aléa statistique qui sera rapidement corrigé**. On attend souvent des statistiques plus qu'elles ne peuvent donner. Les autres données économiques dont nous disposons; qu'il s'agisse du solide rapport ADP de mercredi ou du faible nombre d'inscriptions au chômage annoncé jeudi, indiquent un marché du travail solide.

L'évolution du taux de chômage, calculé à partir du sondage auprès des ménages, conforte l'idée d'un aléa statistique. Le taux de chômage ressort en baisse de 2 dixièmes à 4,5% (profitant d'un **recul estimé du nombre de chômeurs de 326 000**). Le taux de participation, c'est-à-dire la proportion des plus de 16 ans qui travaillent ou souhaitent le faire, est stable en mars à 63,0%, dans sa fourchette triennale (62,5% à 63%). Le taux de chômage de mars est donc déjà **en-dessous**

du taux de chômage naturel estimé par les membres du FOMC (4,7%). La définition large confirme et même amplifie la décrue, puisque le taux U6 (le chômage y compris le sous-emploi) passe de 9,2% en février à 8,9% en mars. C'est le plus faible niveau pour cet indicateur depuis la fin de l'année 2007. Même si l'emploi déçoit, la Fed a largement **de quoi justifier la poursuite de la normalisation de sa politique monétaire**.

Cette baisse du taux de chômage **ne crée pas de tensions inflationnistes**, le salaire horaire moyen progresse de 0,2% en mars, comme attendu et avec une durée moyenne inchangée, après une hausse revue de 0,2% à 0,3% en février, un écart essentiellement dû à l'arrondi (la hausse de février était de 7 cents et celle de mars de 5 cents). Sur un an le salaire horaire s'est accru de 2,7%, après 2,8% en février (non révisé) une hausse modérée et surtout une tendance stable depuis l'été dernier. Cela accrédite l'idée que le taux de chômage correspondant au plein emploi ne serait toujours pas atteint.

Dans ce contexte économique favorable, Donald Trump a adopté une attitude conciliante à l'égard de son visiteur le président chinois Xi. Des discussions apaisées ont abouti à **un communiqué final évitant l'écueil protectionniste** et émaillé de propos lénifiants. Le temps des discours de campagne semble révolu. Il faut dire aussi que le président américain faisait preuve, dans le même temps, de fermeté dans le conflit syrien et en politique intérieure avec la nomination en force du juge Neil Gorsuch à la Cour Suprême.

Hormis la problématique du marché du travail américain, trois marchés ont, pour des raisons très diverses été animés ces derniers jours :

En Europe, la banque centrale a décidé de **laisser flotter la couronne tchèque**, comme nombre d'observateurs l'attendait. La devise s'est réévaluée de 1,6%, ce qui est le mouvement le plus fort depuis la dévaluation, bien plus ample, de début novembre 2013.

En Asie, la banque centrale indienne a maintenu son taux directeur inchangé à 6,25%, mais elle a réduit de moitié la fourchette de fluctuation, provoquant une hausse des taux de marché (qui étaient voisins du taux planché) et donc **une appréciation de la roupie indienne**, de plus de 1% contre un dollar lui-même fort, au détriment de la bourse.

Le cours du pétrole a progressé au fur et à mesure que la probabilité augmentait, aux yeux du marché, de voir l'OPEP parvenir à prolonger son accord de restriction de la production sur le second semestre de cette année. Par ailleurs, le bon niveau d'activité mondiale conduit à revoir en hausse les prévisions de demande. **La totalité de la baisse du pétrole de la mi-mars est maintenant effacée**. Les taux d'inflation qui ont reculé en mars en zone euro (les indices britanniques et américains seront publiés cette semaine), pourraient ainsi remonter légèrement en avril.