

ÉTATS-UNIS : À PROPOS DU TOURNANT MONÉTAIRE AMÉRICAIN

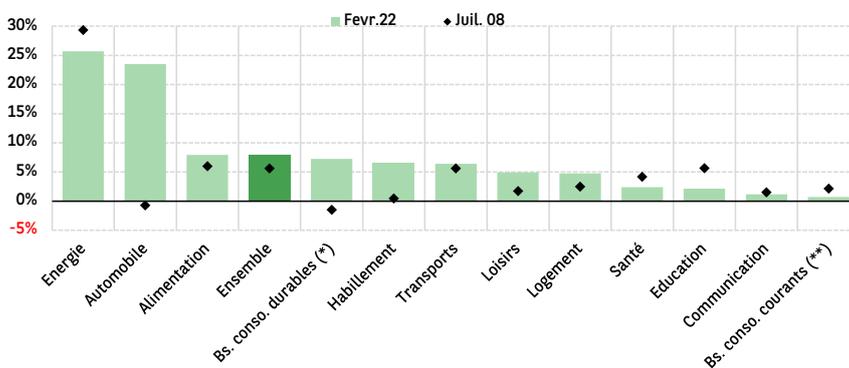
Jean-Luc Proutat

En dépit des ombres que la guerre en Ukraine fait planer sur l'économie mondiale, la Réserve fédérale des États-Unis annonce une normalisation à marche forcée de sa politique monétaire.

L'envolée de l'inflation autant que sa diffusion à de nombreux postes, le retour au plein emploi - et les tensions sur les salaires qui en découlent - sont les principaux arguments mis en avant par l'Institution pour agir.

Alors que le caractère auto-entretenu de la hausse des prix fait encore débat, le coup de frein projeté surprend tout de même par son ampleur. Dans une conjoncture accoutumée au faible coût du crédit, il n'est pas sans risque pour la bonne marche des affaires.

ÉTATS-UNIS, PRIX À LA CONSOMMATION PAR PRINCIPAUX POSTES (GLISSEMENTS ANNUELS)



GRAPHIQUE 1

(*) HORS AUTOMOBILES ** HORS ÉNERGIE, ALIM., HABILL

SOURCES : BLS, CALCULS BNP PARIBAS

Monter les taux en réponse à un choc purement énergétique ou alimentaire est une erreur de politique monétaire qui a déjà été commise, en 2008. A l'époque, la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne (BCE) avaient réagi à l'envolée des prix du pétrole (jusqu'à plus de USD 140 par baril de Brent durant l'été) en renchérissant le loyer de l'argent, alors que la crise des *subprimes* prenait de l'ampleur et assombrissait les perspectives économiques. La suite est connue : après la faillite de la banque d'affaire Lehman Brothers (en septembre), les taux d'intérêt directs furent précipitamment réduits, sitôt après avoir été augmentés. Le 16 mars 2022, en enclenchant un resserrement monétaire en pleine crise énergétique et sur fond de guerre russe en Ukraine, la Réserve fédérale des États-Unis se tromperait-elle à son tour ?

FIN D'UNE PÉRIODE D'ACCOMMODATION MONÉTAIRE EXCEPTIONNELLE

La situation de départ apparaît assez différente. D'abord, l'inflation n'est plus la même : à 7,9% sur un an en février, elle est au plus haut depuis quarante ans et déjà 2,3 points au-dessus du pic de 2008 (5,6% en juillet). Sa diffusion est, ensuite, beaucoup plus large. Loin de reposer uniquement sur la flambée des prix énergétiques et alimentaires¹, elle touche de nombreux postes, comme les loyers ou, davantage encore, les biens durables, au premier rang desquels l'automobile (cf. graphique 1).

¹ La contribution des postes « alimentation » et « énergie » au chiffre d'inflation du mois de février 2022 (7,9% en glissement annuel) est de 36% ; elle se chiffrait à 66% lors du précédent pic de juillet 2008 (5,6% en glissement annuel).

Ici, le renchérissement, exacerbé par la pandémie mondiale de Covid-19, rompt une tendance baissière historique, résultat de deux décennies de mondialisation des chaînes de valeur.

La décision de la Fed intervient, enfin et surtout, à l'issue d'une phase d'accommodation monétaire sans précédent dans l'histoire moderne des États-Unis. Maintenus au voisinage de zéro depuis mars 2020, les taux d'intérêt exprimés en termes réels se sont enfoncés en territoire négatif, jusqu'à des profondeurs jamais atteintes jusqu'ici (cf. graphique 2). C'est aussi le cas des rendements obligataires, que les rachats de titres de la Banque centrale ont contribué à maintenir sous l'éteignoir. D'un montant total de USD 4 600 milliards (20 points de PIB annuel), la dernière vague de *quantitative easing* (QE) a donné lieu à une création monétaire exceptionnelle et favorisée, au-delà du choc d'offre, la reprise de l'inflation (cf. graphique 3 et Wolf, 2021²).

Le but initial de la Réserve fédérale - éviter les ruptures de liquidité, contre les effets dépressifs de la Covid-19 - a été atteint, sans doute au-delà de toute espérance. L'économie américaine a largement dépassé son niveau pré-pandémique : avec un taux de chômage repassé sous la barre de 4%, elle opère aux frontières du plein emploi. Dès lors, la normalisation monétaire devient le maître mot.

Jusqu'où peut-elle aller ? À en croire les dernières projections du Comité de l'*open market* (FOMC), le taux des fonds fédéraux pourrait remonter jusqu'à 2,8% dans les quinze prochains mois, ce qui implique six hausses supplémentaires d'un quart de point en 2022 et au moins trois autres en 2023. La réduction de l'encours des titres détenus au titre du QE (USD 8 500 mds) commencerait, quant elle, dès le mois de mai, à un rythme qui reste à préciser. Ainsi tracée, la feuille de route est plus exigeante que dans sa version de décembre 2021. Aux yeux du président de la Fed, Jerome Powell, elle est tenable, l'économie américaine ayant recouvré sa pleine santé.

TEST DE RÉSISTANCE

Le resserrement monétaire envisagé aura, en réalité, valeur de test. L'inflation étant supposée décélérer, il implique une remontée d'au moins 5 points des taux directeurs réels en un peu plus d'un an. Dans une conjoncture rendue à nouveau très dépendante du crédit, cela n'est pas anodin. En 2021, les flux nets d'emprunts du secteur privé ont représenté USD 1 596 mds, un record depuis 2007³. Un temps freinés par la Covid-19, les prêts à effet de levier ont marqué une reprise sensible, à l'image des activités de fusions-acquisitions ou de titrisation (FMI, 2021)⁴. Alors même que les aides fédérales contribuaient à gonfler leur trésorerie, les entreprises ont vu leur dette nette progresser ; rapportée au PIB, celle-ci se maintient à un niveau élevé (graphique 4).

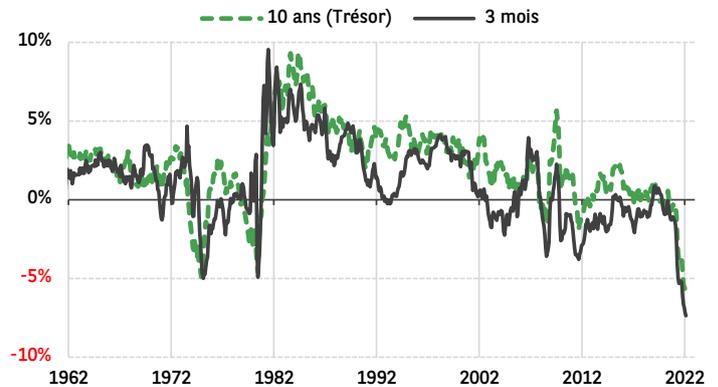
Pour certains intervenants de marché comme les fonds d'investissement en LBOs (*Leveraged buyouts*) ou les *Real Estate Investment Trusts*, l'action de la Fed a déjà des conséquences concrètes en ce sens qu'elle contribue à aplatir la courbe des taux d'intérêt.

² Depuis février 2020, le principal agrégat monétaire M2 a augmenté de 24 points de PIB, soit autant qu'entre 2000 et 2019. Cf. Wolf M. (2022) *As inflation rises, the monetarist dog is having its day*, Financial Times, February 22.

³ Prêts aux ménages et aux entreprises non financières, y compris émissions nettes de titres. Source : Réserve fédérale, *Financial Accounts of the United States*, 4^e trimestre 2021.

⁴ Principaux instruments de titrisation des prêts à effet de levier, les CLO's (*Collateralized Debt Obligations*), ont connu, en 2021, une année record en termes d'émissions : USD 150 mds aux États-Unis, d'après les estimations du FMI. Cf. Fonds Monétaire International (2021), *Global Financial Stability Report*, Ch. 1, Octobre.

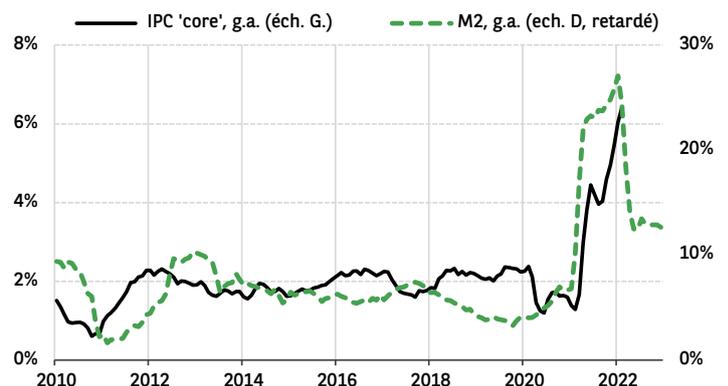
ÉTATS-UNIS, TAUX D'INTÉRÊT RÉELS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, REFINITIV, BLS

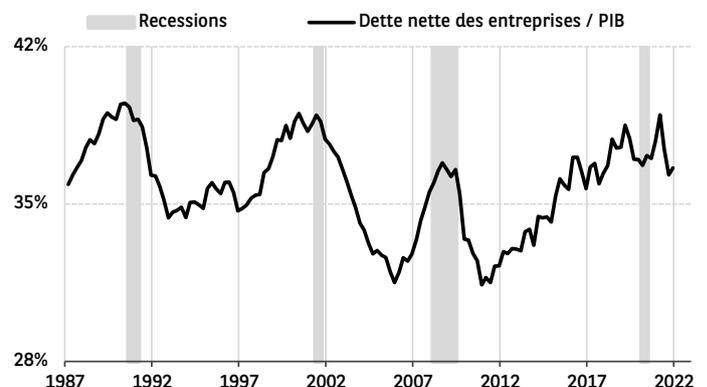
ÉTATS-UNIS, MONNAIE ET INFLATION



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLS, FED

ÉTATS-UNIS, DETTE NETTE DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES / PIB (*)



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BEA, NBER. RETRAITEMENTS : BNP PARIBAS



Les conditions de transformation se durcissent alors que les opérations d'acquisition exigent des multiples de résultats élevés, de quoi tempérer l'engouement des investisseurs⁵. Le risque d'un retournement rapide n'est pas exclu, ni même totalement absent des débats entre banquiers centraux, ainsi qu'en témoignent les « minutes » du Comité de l'*open market*⁶.

Dans son intention de frapper fort, la Fed met en avant une dynamique salariale « incompatible avec l'objectif de stabilité des prix ». Il est vrai qu'à 6,7% sur an en février 2022, la croissance moyenne des rémunérations horaires est la plus rapide jamais enregistrée depuis 1982. Sa lecture reste toutefois brouillée par la crise sanitaire, qui, en affectant la composition des effectifs, déforme aussi la distribution des salaires. L'indice du coût de l'emploi, à pondérations fixes donc non soumis au même biais, épouse une pente moins abrupte (+4,4% sur un an au quatrième trimestre de 2021 dans une acception large, incluant les avantages sociaux) mais tout de même plus marquée qu'avant la pandémie.

Pour ne pas faire mentir la courbe de Phillips, les revalorisations sont substantielles là où les difficultés de recrutement post-crise se concentrent, comme dans l'hôtellerie-restauration, le transport-entrepôt, ou encore le commerce de détail. Elles dépassent aussi la moyenne dans les services aux entreprises, qui comptent pour près d'un quart des emplois du tertiaire privé et se situent au cœur de la transformation numérique. Dans l'ensemble, elles s'échangent contre des gains de productivité eux-mêmes plus marqués et en rupture avec la tendance pré-pandémique⁷.

En bout de course, la hausse des coûts unitaires du travail (les salaires et prestations rapportés aux volumes de production) demeure contenue et sans commune mesure avec celle, à deux chiffres, du début des années 1980. Dans la décomposition fournie par le BEA (Bureau of Economic Analysis) elle n'apparaît pas comme un moteur essentiel de rebond des prix de la valeur ajoutée en 2021, ce dernier tenant davantage aux impôts à la production et à l'importation (eux-mêmes alourdis par la hausse du coût des intrants) ainsi qu'à la progression des marges (tableau 1).

Souvent évoquée, la matérialisation d'une véritable boucle prix-salaires ne s'impose pas comme une évidence aux États-Unis. Bien que dépassant toutes les attentes et risquant encore d'augmenter, l'inflation ne paraît pas devoir basculer dans un régime d'auto-alimentation permanente. Reste que, pour s'en assurer, la Réserve fédérale est amenée à sévir, quitte à risquer l'atterrissage abrupt de l'économie.

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

PRIX PAR UNITÉ DE VALEUR AJOUTÉE RÉELLE (ENTREPRISES NON FINANCIÈRES) AU T3 2021

	USD	T/T-4	CONTRIB.
TOTAL	1,17	5,1%	
COÛTS UNITAIRES SALARIAUX	0,70	0,4%	0,3%
COÛTS UNITAIRES NON SALARIAUX	0,29	15,8%	3,5%
DONT TAXES A LA PRODUCTION ET A L'IMPORTATION *	0,08	163,3%	4,4%
MARGES UNITAIRES	0,18	9,6%	1,4%

TABLEAU 1

(*) NETS DES TRANSFERTS ET SUBVENTIONS
SOURCE : BEA

⁵ Ibid, p.20-21. En 2021, près de 60% des opérations de LBOs ont représenté plus de six années de résultats opérationnels (EBITDA, earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization), un record depuis 2007.

⁶ « A few [...] participants raised concerns that a relatively flat yield curve could adversely affect interest margins for some financial intermediaries, which may raise financial stability risks. » Source : FOMC Minutes, 15-16 Dec. 2021, pp.4-5.

⁷ En 2020 et 2021, le taux de croissance annuel moyen de la productivité horaire du travail dans le secteur privé s'établit à 2,3%, alors que la tendance pré-pandémique était proche de 1%. Source : Bureau of Labor Statistics, calculs BNP Paribas.



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon

Responsable – Zone euro, Allemagne - Climat

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Europe du Sud, Japon - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

France

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab

Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat

Responsable – États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable – Argentine

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Perrine Guérin

Afrique anglophone

+33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche et d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change