

## ÉTATS-UNIS: LES JEUX NE SONT PAS FAITS

Aux États-Unis, la phase d'expansion du cycle conjoncturel, la période de forte inflation, le cycle de resserrement monétaire comme le mode « risk-on » (appétit pour le risque) sur les marchés semblent loin d'être terminés. La croissance relativement forte en cours renforce le risque d'interruption du ralentissement de l'inflation. Pour décrire une telle situation, les observateurs commencent à parler de scénario « sans atterrissage ». Cependant, à en juger par les données les plus récentes, un « atterrissage différé » semble être le scénario le plus probable. Les marchés s'attendent à présent à un taux final plus élevé et, par conséquent, à un allongement de l'horizon de baisse des taux. Plus le taux final est élevé, plus grande est la probabilité d'un atterrissage agité.

En 1973, Yogi Berra, légende du base-ball américain, dont l'équipe avait reculé dans le classement de la Ligue nationale américaine de base-ball, avait eu ce mot : « *ce n'est pas fini tant que ce n'est pas terminé* »<sup>1</sup>. Une manière de dire que la compétition était loin d'être achevée et que tout était encore possible.

Cette formule peut tout aussi bien être appliquée à la description du contexte économique et de la situation des marchés aux États-Unis : la phase d'expansion du cycle conjoncturel, la période de forte inflation, le cycle de resserrement monétaire comme le mode « risk-on » (appétit pour le risque) sur les marchés semblent devoir perdurer. Ainsi, s'agissant de l'expansion conjoncturelle, les données récentes pour le mois de janvier ont été solides : créations d'emplois impressionnantes, rebond particulièrement marqué des ventes au détail à hauteur de 3%, après un repli en novembre et décembre.

Plus généralement, le « nowcast » de la Réserve fédérale d'Atlanta<sup>2</sup> fait ressortir une croissance annualisée du PIB réel de 2,5% du trimestre en cours par rapport au précédent. La croissance actuelle, relativement forte, pourrait freiner le ralentissement de l'inflation. Le marché du travail resterait en tension, favorisant une croissance robuste des salaires tandis que les entreprises maintiendraient leurs marges bénéficiaires sur fond de demande soutenue.

Les observateurs commencent à parler d'« absence d'atterrissage » pour décrire le contexte économique actuel. Il s'agit d'un scénario très différent des options traditionnelles d'atterrissage en douceur ou en catastrophe car, dans ce cas, la banque centrale se verrait contrainte de poursuivre le relèvement des taux<sup>3</sup>.

De ce point de vue, les dernières données sur la hausse des prix à la consommation ont été quelque peu décevantes. L'inflation totale – en variation mensuelle – a progressé, passant du chiffre (révisé à la hausse) de +0,1% en décembre à +0,5% en janvier et l'inflation sous-jacente est restée inchangée à +0,4%. Même si ces chiffres se sont révélés conformes au consensus de Bloomberg dans les deux cas, la stabilité de l'inflation sous-jacente interroge sur le rythme de la désinflation.

Pour une analyse plus approfondie, le graphique 1 montre les moyennes trimestrielles<sup>4</sup> des variations mensuelles des prix à la consommation pour un large nombre de catégories de dépenses. Afin d'apporter un éclairage sur la distribution, pour chaque période les résultats ont été classés par ordre croissant.

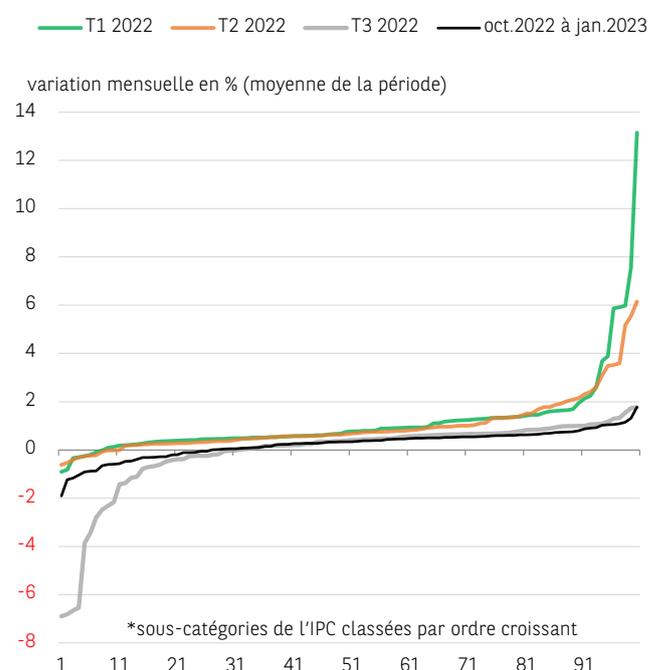
<sup>1</sup> Source : *How people started saying 'It ain't over till it's over'*, site Web de la BBC, 23 septembre 2015.

<sup>2</sup> Le « nowcast » est basé sur un modèle d'estimation en temps réel de la croissance du PIB en fonction de la relation historique entre les données publiées et le PIB.

<sup>3</sup> Le scénario de l'atterrissage en douceur est celui dans lequel la Réserve fédérale réussit à ramener l'inflation vers l'objectif sans provoquer une récession. En cas d'atterrissage en catastrophe, la récession est le prix payé pour atteindre l'objectif d'inflation.

<sup>4</sup> Les données de janvier 2023 ont été ajoutées à celle du quatrième trimestre de l'année dernière.

### INFLATION\* AUX ÉTATS-UNIS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

Après une amélioration spectaculaire au troisième trimestre 2022 – l'ensemble de la distribution s'est déplacé vers le bas, l'extrémité droite s'est aplatie et de nombreuses catégories ont enregistré des chiffres d'inflation très négatifs –, les données indiquent une stabilisation depuis le début du quatrième trimestre 2022: sa distribution épouse celle du trimestre précédent mais avec des valeurs négatives moins extrêmes.

En outre, sur ce graphique, l'inflation médiane se situe toujours à 0,34% en rythme mensuel, ce qui est, certes, un niveau nettement meilleur qu'au premier et au deuxième trimestres de l'année dernière – respectivement 0,75% et 0,65% – mais à peine inférieur à celui du



troisième trimestre (0,38%). Le taux d'inflation mensuelle de 63% (60%) des composantes de l'indice des prix à la consommation correspond à une inflation annuelle supérieure à 2,0% (3,0%).

Dans ces conditions, la Réserve fédérale devra poursuivre sa politique de resserrement monétaire. Compte tenu des dernières données, les marchés anticipent désormais un taux final plus élevé et, par conséquent, une baisse des taux plus tardive (*graphique 2*).

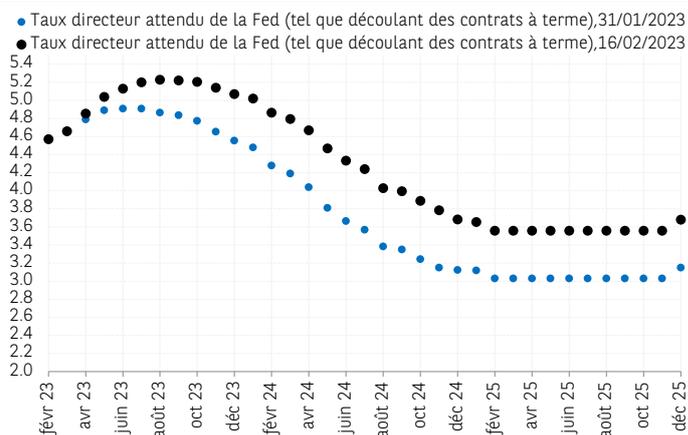
Une telle perspective a pesé sur les marchés actions mais seulement de manière marginale. L'indice S&P 500 a gagné plus de 6% depuis le début de l'année et, malgré la remontée récente des rendements des Treasuries, il n'est qu'à 2,5% de son plus haut de cette année. Cette évolution reflète la tendance des investisseurs à se projeter au-delà du pic des taux d'intérêt et à se montrer optimistes face à l'impact du resserrement monétaire sur les bénéfices des entreprises.

Pour revenir à l'aphorisme de Yogi Berra, comme dans le sport où quelqu'un gagne toujours à la fin, lorsqu'une banque centrale s'est engagée dans un processus de relèvement des taux une fin de partie est inévitable. La Réserve fédérale mettra un terme à cette politique lorsqu'elle sera convaincue que, sans autre intervention de sa part, l'inflation convergera assez rapidement vers la cible.

Quelles en seront les conséquences pour le cycle de croissance et le cycle du marché ? Cela dépendra de l'environnement économique qui aura alors été atteint. À en juger par les données les plus récentes, le scénario le plus probable semble être celui d'un atterrissage différé plutôt que d'une absence d'atterrissage. Plus le taux final sera élevé, plus grande est la probabilité d'un atterrissage chaotique.

William De Vijlder

### TAUX DIRECTEUR ATTENDU DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



À en juger par les données les plus récentes, le scénario le plus probable semble être celui d'un atterrissage différé plutôt qu'une absence d'atterrissage. Après tout, plus le taux final est élevé, plus grande est la probabilité d'un atterrissage chaotique.

