

ÉTATS-UNIS

4

TESTS DE RÉSISTANCE

Face à une inflation qui s'envole, la Réserve fédérale des États-Unis annonce une normalisation à vitesse accélérée de sa politique monétaire. Maintenu au voisinage de zéro jusqu'en mars, son principal taux directeur devrait remonter autour de 2% en fin d'année. La taille de son bilan sera, quant à elle, réduite. L'économie américaine, qui opère au plein emploi, semble avoir suffisamment bien récupéré de la crise sanitaire pour passer le test. Elle reste toutefois sensible aux conditions du crédit et n'est pas immunisée contre les effets de la guerre en Ukraine.

Les dernières enquêtes de conjoncture ont été moins bonnes aux États-Unis, preuve que la première économie mondiale n'est pas immunisée contre les conséquences de la guerre russe en Ukraine. Preuve aussi que l'épidémie de Covid-19, qui amène à de nouveaux confinements en Chine, n'a pas fini de perturber les chaînes de valeur. S'il n'est pas encore question de récession, les commandes passées à l'industrie ont accusé le coup en mars ; les indices régionaux du climat des affaires, tels que ceux de New-York ou de Philadelphie (pour sa composante anticipée) ont été franchement médiocres.

INFLATION, LUTTE PRIORITAIRE

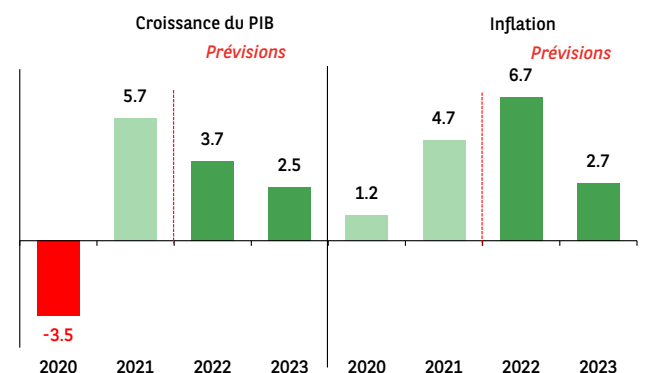
La flambée du coût des intrants – énergie, métaux, matières premières agricoles, etc. – n'est pas terminée et continuera à court terme d'entretenir l'inflation. Le record de février (+7,9% sur un an) risque donc d'être battu, d'autant que le marché de l'immobilier est en surchauffe et entraîne dans sa hausse les loyers, soit le tiers de l'indice des prix.

Avec un chômage descendu à 3,6% de la population active en mars et un niveau de participation des 20-64 ans désormais proche des records pré-pandémiques, le marché du travail est au plein emploi. Les tensions salariales s'accroissent, notamment là où les difficultés de recrutement post-crise se concentrent : hôtellerie-restauration, transport-entrepôt, commerce de détail, etc. 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, les revalorisations s'échangent contre d'importants gains de productivité, en rupture avec la tendance pré-pandémique (graphique 2). Aussi, la hausse des coûts unitaires du travail (les salaires et prestations rapportés aux volumes de production) demeure-t-elle contenue (+3,7% sur un an au quatrième trimestre de 2021) 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 d'ailleurs 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 prix des matières premières) ainsi qu'à la progression des marges.

Il n'empêche, pour la Réserve fédérale des États-Unis (Fed), la hausse des salaires apparaît « incompatible avec l'objectif de stabilité des prix » et le resserrement monétaire déclenché le 16 mars a vocation à se poursuivre. Dans l'hypothèse d'une hausse d'un quart de point des taux directeurs à chaque réunion du Conseil de l'*open market*, le coût des fonds fédéraux atteindrait 1,75% à 2% en fin d'année. La réduction de la taille du bilan de la Fed commencerait, quant à elle, dès le mois de mai, à un rythme qui pourrait atteindre USD 95 milliards par mois. Reste une inconnue : l'aptitude de l'économie américaine, dont la récupération s'est largement appuyée sur la reprise de l'endettement, à négocier le changement de cap.

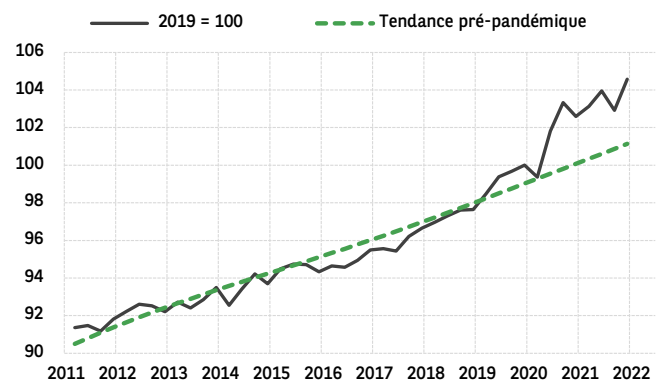
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ÉTATS-UNIS : PRODUCTIVITÉ HORAIRE DU TRAVAIL



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BLS

Achevé de rédiger le 4 avril 2022

Jean-Luc Proutat
jean-luc.proutat@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change