

UNE BONNE SANTÉ SOUS-JACENTE, MAIS DES NUAGES S'AMONCELLENT

D'après les données récentes, la confiance des entreprises et des ménages est en hausse, et la croissance du PIB réel devrait ralentir tout en restant bien supérieure à son potentiel. Les interactions entre les dépenses, les bénéfices des entreprises et l'emploi, alors que conditions monétaires et financières sont favorables, constituent un facteur-clé. Pour utiliser une métaphore courante, le ciel semblait jusqu'à présent dégagé mais les nuages s'amoncellent. Les banques centrales devraient durcir le ton. Aux États-Unis, les dissensions politiques influencent l'agenda économique du président Biden, tandis que la Chine traverse une phase d'ajustements majeure. Surtout, les goulets d'étranglements continuent de peser sur la croissance, tandis que la flambée des prix du gaz et du pétrole nourrit l'inquiétude d'une inflation forte durablement.

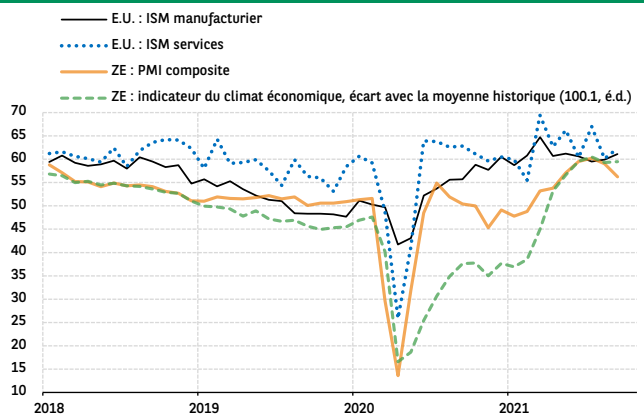
La confiance des chefs d'entreprise et des ménages s'est largement améliorée dans les économies avancées au premier semestre mais, à en juger par les données récentes, un point culminant a, semble-t-il, été atteint. Le PIB devrait avoir enregistré un pic de croissance (en glissement trimestriel), au deuxième ou au troisième trimestre de cette année, selon les pays. Il faut, par conséquent, s'attendre à un ralentissement de la croissance.

Le redressement « mécanique » des secteurs qui avaient, dans un premier temps, pâti des restrictions puis, bénéficié de la levée de ces contraintes, touche à sa fin. Les goulets d'étranglement liés à l'offre pèsent sur la croissance dans de nombreux secteurs, en particulier, dans le bâtiment et l'automobile. Ils exercent, en outre, des pressions à la hausse sur les prix, ce qui pourrait freiner les dépenses de consommation, par leur impact sur le revenu disponible réel, ainsi que les investissements des entreprises, qui voient, de ce fait, leurs marges bénéficiaires s'effriter.

Dans de nombreux pays, la formation de capital des entreprises a été très dynamique, un effet accélérateur qui pourrait aussi commencer à s'essouffler. Enfin, avec une politique budgétaire moins expansionniste, la demande privée devra prendre le relais, à partir de l'année prochaine, pour apporter un fort soutien à la croissance. Pour autant, la croissance du PIB réel devrait rester bien supérieure au potentiel, portée par la faiblesse des taux d'intérêt, la facilité d'accès au financement, une résilience accrue – grâce à des taux de vaccination élevés – à d'éventuelles nouvelles vagues de contamination, ainsi que par les interactions entre les dépenses, les bénéfices des entreprises et l'emploi, qui se renforcent mutuellement. Pour utiliser une métaphore courante, jusqu'à une date récente, le ciel économique semblait plutôt dégagé.

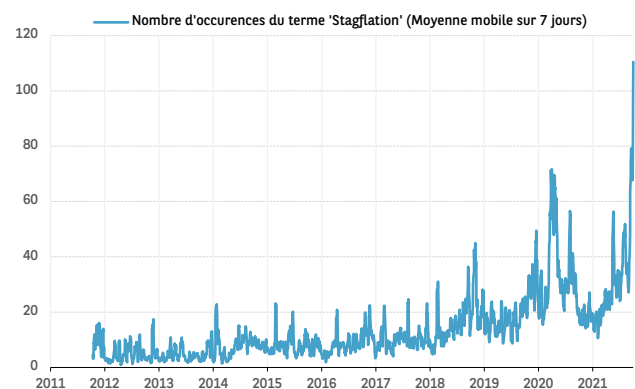
Des nuages sont toutefois apparus. Nous sommes passés d'un monde monothématique – centré sur la situation sanitaire – à un autre, multithématique, encore plus difficile à appréhender en raison du nombre de facteurs changeants à prendre en compte. Le message des grandes banques centrales évolue. Celles de la Norvège, de la Corée du Sud et de la Nouvelle-Zélande ont déjà relevé leurs taux et la banque d'Angleterre semble également durcir le ton. La Réserve fédérale devrait commencer à réduire progressivement ses achats d'actifs en novembre, un processus qui devrait se dérouler sans heurt. Plus important encore, les membres du FOMC sont de plus en plus nombreux à intégrer dans leurs projections un premier tour de vis au cours de l'année prochaine. Une telle perspective devrait exercer des pressions à la hausse sur les rendements des *Treasuries* – avec des effets de contagion à l'échelle mondiale – et pourrait également peser sur l'appétit des investisseurs pour le risque, conduisant à un environnement de marché plus volatil. Des répercussions sur l'économie réelle ne sont pas non plus à exclure. Les facteurs politiques occupent, par ailleurs, une place grandissante.

ENQUÊTES DE CONJONCTURE AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 1 SOURCES : ISM, IHS MARKIT, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

NOMBRE D'OCCURRENCES DU TERME « STAGFLATION » DANS LES ARTICLES PUBLIÉS PAR BLOOMBERG (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 2 SOURCE : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Aux États-Unis, la perspective des élections de mi-mandat compliquera la tâche de l'administration Biden concernant la mise en œuvre de son agenda économique. En Allemagne, la formation d'un nouveau gouvernement va probablement prendre beaucoup de temps. Sa composition devrait influencer l'orientation de la politique budgétaire

allemande, mais aussi le débat sur les nouvelles règles budgétaires au niveau de l'Union européenne. L'économie chinoise connaît des ajustements majeurs suite au durcissement de la réglementation dans divers secteurs et aux efforts engagés pour remédier au problème lié à l'endettement élevé de certaines entreprises publiques et privées. Le ralentissement de la croissance chinoise aura des répercussions mondiales, par le biais des marchés des matières premières et des flux commerciaux.

Enfin, une série de chocs d'offre a rendu les perspectives plus incertaines et engendré des pressions à la hausse sur les prix. Les enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière et les services continuent de faire état de très fortes tensions sur les prix des intrants, malgré un léger relâchement depuis peu, tandis que les anticipations relatives aux prix de vente ont aussi sensiblement augmenté. Les retards de livraison restent très importants. Dans la zone euro, la pénurie de matériel et d'équipements représente un frein majeur pour la production. La demande ne constitue pas un problème : les carnets de commandes sont en effet bien garnis dans la plupart des secteurs, par rapport à la moyenne à long terme mais aussi aux niveaux antérieurs à la pandémie. Les goulets d'étranglement liés à l'offre sont dus à une forte demande mais aussi à des ruptures d'approvisionnement plus en amont dans la chaîne de valeur mondiale, entraînant des hausses significatives des prix du transport maritime et d'importants retards de livraison. L'autre choc d'offre récent est la flambée des prix du gaz, avec ses répercussions sur les prix de l'électricité, une situation qui s'explique par une forte demande – due à la reprise économique, aux efforts de reconstitution des stocks, dont les niveaux se sont effondrés, et à une faible production d'énergie éolienne – ainsi que par les problèmes d'approvisionnement. La hausse des prix de l'énergie devrait peser sur les dépenses des ménages mais elle pourrait aussi conduire à une inflation qui resterait élevée plus longtemps. Ces évolutions ont alimenté le récit de la stagflation même si cela ressemble davantage à la description d'un risque de détérioration plutôt qu'à un scénario de base. L'inflation devrait, en effet, reculer l'année prochaine du fait des effets de base et de l'allègement des tensions liées aux approvisionnements, tandis que la croissance devrait rester supérieure à son potentiel.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com

