

## TROIS FREINS À LA CROISSANCE

Devant le Sénat américain, Jerome Powell a reconnu qu'il pouvait y avoir une inflation moins transitoire que ce que l'on avait pensé jusque-là, ce qui justifierait une réduction des achats d'actifs plus rapide. Malgré ce durcissement de ton, les bons du Trésor ont peu réagi. Cela pourrait refléter l'inquiétude des marchés sur l'évolution de la pandémie. Le nouveau variant Omicron constitue, en outre, un choc d'incertitude pour les ménages et les entreprises. Il vient s'ajouter à un choc d'offre négatif qui freine la demande. Cela rend la tâche des banques centrales plus complexe que jamais au moment de décider de l'ampleur du coup de frein monétaire qu'elles peuvent donner.

« Tout est éphémère, y compris la vie ». Tel est le constat (sans appel) formulé par un sénateur américain au moment de poser sa question à Jerome Powell sur le caractère transitoire de l'inflation<sup>1</sup>. Le président de la Réserve fédérale a reconnu qu'il pouvait très bien y avoir une inflation élevée plus persistante, et donc moins transitoire, que ce que l'on avait pensé jusque-là. Eu égard à la vigueur de l'économie, J. Powell a ajouté que cela justifierait une réduction des achats d'actifs (*tapering*) plus rapide que ce qui avait été indiqué à l'issue de la dernière réunion du comité monétaire (FOMC)<sup>2</sup>.

Comme on pouvait s'y attendre, les marchés ont immédiatement réagi à ce durcissement de ton : le rendement des Treasuries à 10 ans a augmenté d'environ six points de base et celui des Treasuries à 2 ans légèrement plus, d'environ 11 points de base (graphique 1)<sup>3</sup>. La partie courte de la courbe de taux a, ensuite, fluctué dans une fourchette étroite. Plus surprenant, en revanche, le taux de l'obligation d'État américaine à 10 ans a commencé, après sa réaction réflexe initiale, à évoluer à la baisse, se retrouvant, à la clôture de Wall Street, à peine au-dessus du niveau atteint avant l'intervention de Jerome Powell devant le Sénat.

Cela pourrait être dû à trois facteurs. Premièrement, les investisseurs pourraient être préoccupés à l'idée d'un *tapering* accéléré et d'une plus forte probabilité de relèvement prochain des taux directeurs, craignant probablement une réaction rapide et plutôt négative de l'économie à un tel resserrement de la politique monétaire. Dans ce type de scénario, on observe inévitablement un aplatissement de la courbe de taux. Deuxièmement, les investisseurs seraient moins préoccupés par les conséquences du durcissement de ton de la Fed sur l'économie que sur le marché actions. Dans ce cas, la demande d'actifs sûrs augmenterait, poussant les cours des obligations à la hausse et les rendements à la baisse. La réaction timide du marché obligataire aux commentaires de Jerome Powell pourrait refléter l'anticipation d'un tel scénario. Troisièmement, les opérateurs du marché craignent peut-être que la hausse persistante du taux d'incidence du variant delta ne finisse par peser sur la croissance à court terme. Il semble que la situation évolue déjà dans ce sens dans plusieurs pays européens, d'où la crainte que les États-Unis connaissent le même sort à leur tour. Le graphique 2 montre, d'après les données de Google sur la mobilité, qu'en Europe, la fréquentation des commerces et établissements de loisirs a baissé de manière assez sensible ces dernières semaines<sup>4</sup>. On ignore encore si les dépenses globales s'en ressentiront, mais il est clair que certains secteurs seront touchés – notamment, celui des loisirs et de l'hôtellerie-restauration – et que cela pourrait favoriser les achats en ligne plutôt qu'en magasin.

Il y a lieu de craindre que le nouveau variant, Omicron, n'accroisse ces évolutions, même si cela dépend du degré de transmissibilité et de

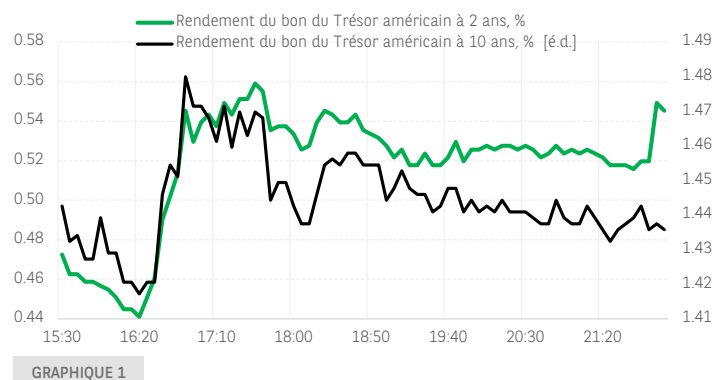
dangerosité de ce variant, ainsi que de l'efficacité des vaccins existants. Lorsque les informations sur ce nouveau variant ont commencé à circuler, les marchés ont réagi en révisant à la baisse les perspectives de croissance, comme le montrent le repli des cours du pétrole – qui traduit un recul attendu de la demande – et le fléchissement du dollar face à l'euro – reflétant l'opinion selon laquelle la Réserve fédérale pourrait être moins encline à remonter rapidement les taux. La baisse des rendements obligataires va également dans ce sens.

Le variant Omicron représente indéniablement un choc d'incertitude pour l'économie et laisse craindre, de nouveau, un retour à la normale plus long que prévu. Les études montrent qu'un tel choc d'incertitude pèse sur les dépenses d'investissement – les entreprises préférant attendre pour y voir plus clair – mais les dépenses des ménages, en particulier en biens durables, peuvent également en pâtir, les ménages craignant des répercussions sur le marché du travail. Dans la situation actuelle, la réaction sera probablement plus limitée compte tenu de l'espoir que, de nouveau, des vaccins efficaces seront rapidement mis au point en cas de besoin. Pour les ménages et les entreprises cependant, ce choc d'incertitude vient s'ajouter à un choc d'offre négatif – rupture des chaînes d'approvisionnement, augmentation considérable des prix à la production et, quoique dans une moindre mesure, des prix à la consommation – qui constitue un frein évident pour la demande.

Cela rend la tâche des banques centrales plus complexe que jamais au moment de décider de l'ampleur du coup de frein monétaire qu'elles peuvent donner. Une double question se pose en effet : dans quelle mesure l'inflation est-elle transitoire et, plus difficile encore, dans quelle mesure l'impact du nouveau variant peut-il être transitoire ?

William De Vijlder

## RENDEMENT DES TREASURIES AU 30 NOVEMBRE 2021 (CET)



GRAPHIQUE 1

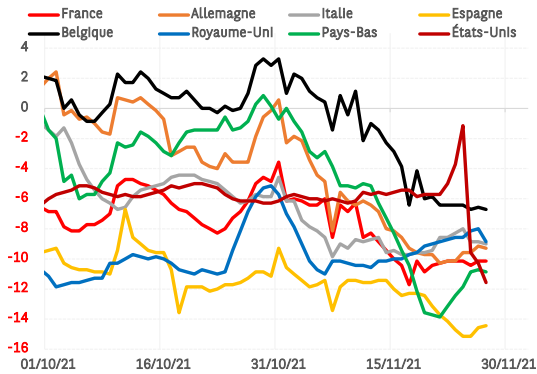
SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

1 *Coronavirus and CARES Act*, Audition de Jerome H. Powell devant la commission du Sénat américain pour les affaires bancaires, le logement et l'urbanisme, 30 novembre 2021.

2 Réunion des 2 et 3 novembre 2021

3 Le graphique indique l'heure CET (*Central European Time*) ou heure normale d'Europe centrale. L'audition a commencé vers 16h00 CET.



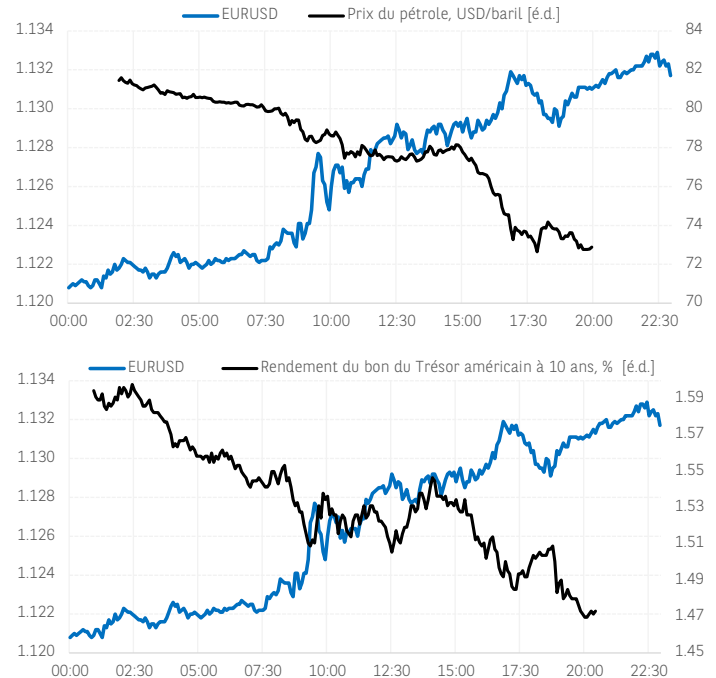
FRÉQUENTATION DES COMMERCE ET ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS  
(MOYENNE MOBILE DE 7 JOURS PAR RAPPORT À LA RÉFÉRENCE\*)

GRAPHIQUE 2

SOURCES : GOOGLE (02/12/2021), BNP PARIBAS

\* Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 février 2020. Un chiffre de -30% montre donc une fréquentation qui est 30% en-dessous de la valeur de référence. Ces rapports montrent des tendances sur plusieurs semaines et leurs données les plus récentes datent de deux ou trois jours environ, ce qui correspond au temps nécessaire pour produire les rapports. Nous utilisons une moyenne mobile sur sept jours des données brutes dans les rapports sur la mobilité de Google.

## MARCHÉS FINANCIERS AU 26 NOVEMBRE 2021 (CET)



GRAPHIQUES 3 &amp; 4

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

“Price increases have spread much more broadly in the recent few months across the economy and I think the risk of higher inflation has increased (...) So I think the word “transitory” has different meanings to different people. To many it carries a sense of short-lived, we tend to use it to mean that it won’t leave a permanent mark in the form of higher inflation. I think it is probably a good time to retire that word and try to explain more clearly what we mean.”

“But clearly the risk of more persistent inflation has risen and I think you’ve seen our policy adapt and you’ll see it’ll continue to adapt. We’ll use our tools to make sure that higher inflation does not become entrenched.”

“Remember that every dollar of asset purchases adds accommodation to the economy but at this point the economy is very strong and inflationary pressures are high and it is therefore appropriate in my view to consider wrapping up the taper of our asset purchases, which we actually announced at the November meeting, perhaps a few months sooner. And I expect that we will discuss that at our upcoming meeting in a couple of weeks...”

“And also we’ve said that we do see these inflationary pressures as now being sustained well into next year. We do expect them though to subside in the second half of next year and by the way that is very widely held in the forecasting community which admittedly has much to be humble about.”

Quelques commentaires de J. Powell lors de son audition devant le Sénat américain le 30 novembre 2021 (Source: [https://www.youtube.com/watch?v=\\_D97jdDzznk](https://www.youtube.com/watch?v=_D97jdDzznk))

