



# Etats-Unis

## Réduit à l'essentiel

- Après des mois d'accélération, l'inflation sous-jacente a quelque peu ralenti. Faut-il y voir le jeu d'effets de base ou le caractère temporaire de l'accélération ?
- L'inflation a déjà, dans un passé récent, enregistré un rebond de courte durée. Aussi la Fed reste-t-elle prudente.
- Certains facteurs plaident en faveur d'un maintien de l'inflation aux niveaux actuels (prix du pétrole, valeur du dollar, anticipations). D'autres vont dans le sens d'une poursuite de l'amélioration (réduction de l'output gap, normalisation du marché du travail).

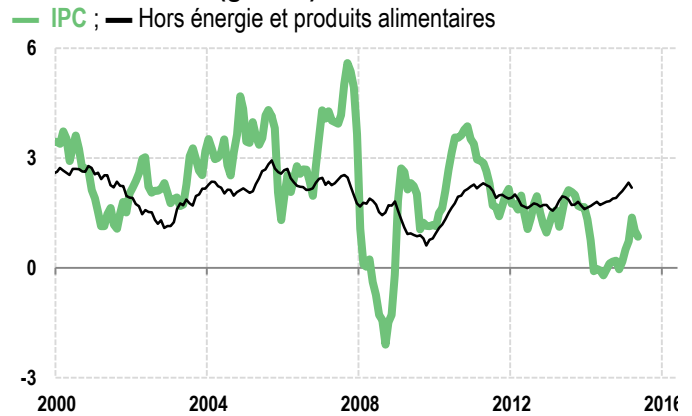
A en juger par plusieurs mesures, l'inflation a récemment accéléré aux États-Unis. De là à conclure que l'évolution est durable, il y a un pas que Janet L. Yellen, Présidente de la Fed, ne veut pas franchir, jugeant qu'il « est encore trop tôt pour dire si cette accélération récente sera ou non durable »<sup>1</sup>. La difficulté est en effet de savoir si l'accélération est celle qu'on attendait depuis si longtemps – la Fed a manqué son objectif de 2% au cours des 46 derniers mois<sup>2</sup> – ou si cette évolution est simplement une réédition de ce qui s'est passé sur la période 2011-2013, où la tendance à la hausse s'était révélée de courte durée. La question se pose d'autant plus que l'inflation semble avoir légèrement marqué le pas en mars. Entre janvier 2011 et mars 2012, l'inflation était passée de 1% à 2,3% (g.a.), une évolution en partie artificielle et due à la faiblesse de la progression mensuelle des prix en 2010, comme illustré par le profil en cloche (graphique 2). D'un mois sur l'autre, les prix sous-jacents ont augmenté légèrement plus vite en 2011 (et au début de 2012), mais plus ou moins au même rythme qu'en 2009. Cependant, les faiblesses mensuelles de 2010 ont engendré de forts effets de base en 2011, se soldant par une hausse prononcée de l'inflation en glissement annuel. Après la disparition de ces effets de base, l'inflation annuelle a rechuté.

Pour isoler tendance et fluctuations, les économistes font habituellement appel à des mesures sous-jacentes. La plus utilisée est celle excluant les prix de l'énergie et des biens alimentaires, ces prix étant à la fois volatils et dépendants de facteurs sur lesquels la politique monétaire n'a aucune influence. D'autres mesures existent, comme les indices « trimmed-mean » : plutôt que d'exclure les mêmes composantes d'un mois sur l'autre, ces mesures élaguent l'indice, chaque mois, des composantes enregistrant des évolutions extrêmes à la hausse ou à la baisse. Ainsi, l'indice Trimmed Mean PCE de la Fed de Dallas exclut les 24% de composantes connaissant les plus fortes baisses et les 31% de celles enregistrant les plus fortes hausses. Depuis quelques années, nous utilisons

<sup>1</sup> « The Outlook, Uncertainty, and Monetary Policy », Janet L. Yellen, Allocution prononcée à l'Economic Club of New York, 29 mars 2016.

<sup>2</sup> Aux États-Unis, les deux grandes séries d'inflation sont l'indice des prix à la consommation (IPC) et l'indice des prix des dépenses de consommation privées (PCE), sur lequel est défini l'objectif d'inflation de 2% de la Fed.

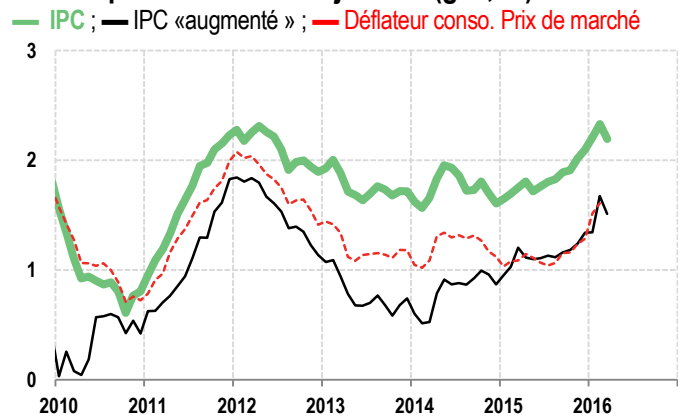
### Avec ou sans (g.a., %)



Graphique 1

Source : US Bureau of Labor Statistics

### Quelques indices sous-jacents (g.a., %)



Graphique 2

Sources : BEA, BLS, BNP Paribas

notre propre indice d'inflation sous-jacente « augmenté » ; cette mesure de l'inflation est dérivée de celle de la Banque du Canada, appliquée aux données américaines<sup>3</sup>.

Il y a quelques semaines, nos collègues économistes de marché publiaient une nouvelle mesure d'inflation dans la zone euro : l'indice « core-core »<sup>4</sup>. L'idée est de construire un indice principalement déterminé par la demande intérieure et les salaires. Le fait d'exclure l'alimentation et l'énergie – dont les prix dépendent des marchés internationaux, de facteurs géopolitiques et/ou climatiques – ne débarrasse pas complètement les mesures d'inflation des évolutions internationales : certains produits ont un fort contenu importé avec, parfois, un lien étroit, quoiqu'indirect, avec les prix de l'énergie

<sup>3</sup> L'indice exclut les prix des : fruits, légumes, essence, mazout, gaz naturel, équivalent-loyer des propriétaires de leur résidence principale, transport interurbain et tabac.

<sup>4</sup> « Eurozone inflation : at the core of the core », Clemente De Lucia, Gizem Kara et Luigi Speranza, BNP Paribas Global Markets, 18 mars 2016.



(transports). Enfin, le prix de certains produits et services peut être influencé par les décisions des pouvoirs publics (c'est probablement davantage le cas en Europe qu'aux États-Unis).

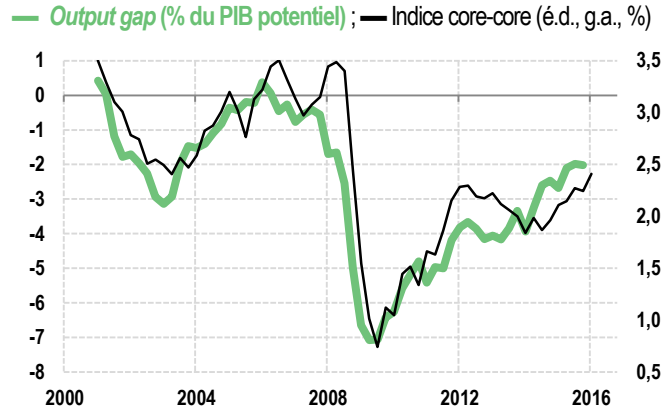
Pour appliquer cette méthode aux données américaines et déterminer les indices à retenir, nous régressons chaque sous-composante de l'IPC sous-jacent sur l'output gap. Celles présentant la relation plus forte sont agrégées, la pondération étant déterminée par les coefficients de corrélation. Notre IPC « core-core » couvre un peu moins de 50% de l'IPC, laissant supposer que les prix, bien que sensibles à l'output gap, demeurent dépendants d'autres facteurs : 1/ la valeur du dollar, qui affecte le prix des produits importés ainsi que celui des biens dont la production, même nationale, comprend un fort contenu importé ; 2/ les prix de l'énergie ; 3/ les prix alimentaires, dans une moindre mesure.

Pour ce qui est de l'évolution « en cloche », de 2011-2013, l'indice « core-core » montre que l'output gap n'y est pas étranger. De fait, sa réduction a alors connu une nette accélération pour fléchir ensuite brutalement, et l'indice « core-core » a suivi le même chemin. Les prix du pétrole s'étaient par ailleurs envolés au début de 2011, tirant les anticipations d'inflation. Dans le même temps, les salaires étaient restés atones, peut-être la raison pour laquelle l'accélération des prix n'a pas duré. Le pouvoir d'achat du salaire horaire moyen (personnel non-cadre affecté à la production dans le secteur privé) est resté essentiellement inchangé, avant de reculer sensiblement au début de 2013, avec la hausse de 2 points des cotisations salariales.

Les récentes décisions de la BCE et de la Fed ont permis de stopper l'appréciation du dollar, qui a même été légèrement corrigée. En termes effectifs réels et après avoir progressé de près de 20% entre la mi 2014 et le début 2016, il a reculé de 3%. Une correction limitée, qui pourrait suffire à enrayer la tendance, un élément clé pour la politique de prix des exportateurs et importateurs. Un risque demeure sur les prix du pétrole. De concert avec l'évolution du dollar, ces prix semblaient avoir atteint un plancher en début d'année. Le 11 février, le West Texas Intermediate avait atteint un point bas de USD 26,14/baril. Depuis, il a rebondi (USD 42,12 /baril le 12 avril). Les perspectives restent néanmoins incertaines, comme l'a montré la récente rechute des cours, suite à l'absence d'accord quant aux niveaux de production des pays de l'OPEP. S'agissant des salaires, l'accélération est nette. Le salaire horaire (personnel non-cadre affecté à la production dans le secteur privé), qui n'augmentait que de 1,6% (en g.a.) au début de 2015, progressait de 2,5% un an plus tard. On ne retrouve cependant pas cette dynamique en février et mars : l'augmentation a fléchi à 2,3%. Il existe, néanmoins, de bonnes raisons d'être optimiste quant aux futures évolutions, car le taux de chômage se situe à présent dans la fourchette d'estimation du NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment ou taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation). Espérer une redite des évolutions de la fin des années 1990 ou du début des années 2000, lorsque les salaires progressaient de 4%, serait peu raisonnable. Reste que la normalisation du marché du travail est de plus en plus manifeste, comme le montre notre Indice SLACK<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> L'Indice SLACK est construit à partir d'une somme d'indicateurs normés, et se lit comme la différence à sa moyenne en nombre d'écart-type. Ces composantes sont les différents indicateurs de sous-emploi cités par Mme Yellen ("What the Federal

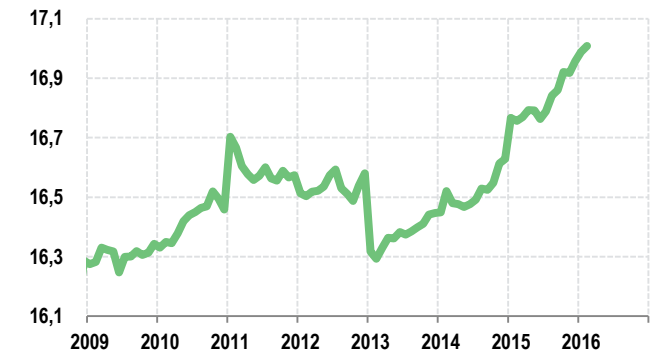
**L'essentiel de l'essentiel**



Graphique 3 Sources : BLS, CBO, BNP Paribas

**Et si c'était l'essentiel**

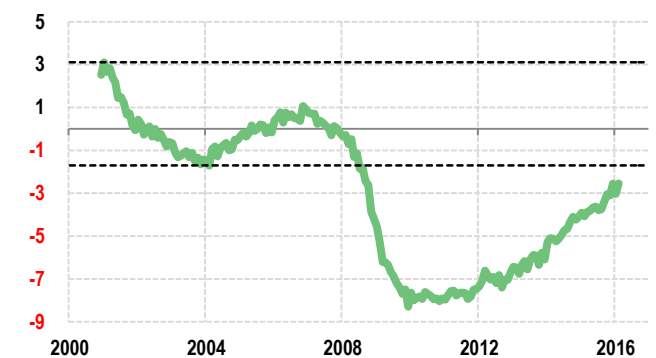
**Pouvoir d'achat du salaire horaire, net d'impôts (personnel non-cadre affecté à la production, secteur privé, USD 2009)**



Graphique 4 Sources : BEA, BLS, BNP Paribas

**Normalisation du marché du travail**

**Indice SLACK ; Bande de fluctuation avant 2007**



Graphique 5 Sources : BLS, BNP Paribas Recherche économique

Reserve is Doing to Promote a Stronger Job Market", 2014 National Interagency Community Reinvestment Conference, Chicago, 31 mars 2014) : les employés dont le temps de travail est inférieur à leur souhait, les taux d'embauche et de démission, le taux d'activité des 25-54 ans, la part des chômeurs de longue durée, et, finalement, l'évolution des salaires. Voir, notamment, « La vérité est ailleurs ou pourquoi la baisse du taux de chômage tarde à accélérer l'inflation aux États-Unis », Alexandra Estiot, BNP Paribas Conjoncture, Octobre-Novembre 2014.