

ÉTATS-UNIS: LE COÛT DE LA DÉSINFLATION

Avec le retour de l'inflation forte, le débat sur le coût d'une politique désinflationniste, très vif au début des années 80, fait son retour aux Etats-Unis. Il porte sur le ratio de sacrifice – la perte de production par rapport à la tendance en contrepartie d'une baisse de l'inflation – et si l'atterrissage se fera en catastrophe ou en douceur. Les termes du débat ont évolué dernièrement et les commentateurs s'interrogent désormais sur une possible « désinflation immaculée » : la Réserve fédérale parviendrait à ramener l'inflation à sa cible grâce à une politique monétaire restrictive avec un faible coût en matière de chômage. Néanmoins, cela prendra du temps. Par ailleurs, l'économie américaine se porterait mieux si les postes vacants étaient pourvus. Clairement, l'inconnue de l'évolution du taux de chômage demeure.

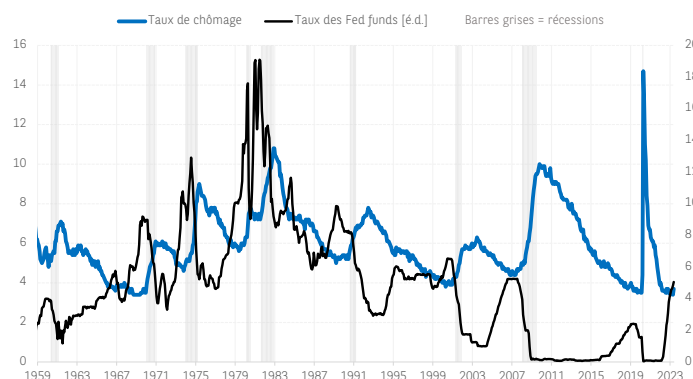
Au début des années 1980, alors que les banques centrales s'efforçaient de maîtriser l'inflation, les chercheurs ont largement débattu de la perte de croissance due à une politique désinflationniste. La thèse était la suivante : un resserrement monétaire agressif entraînerait une baisse de l'activité économique, augmenterait le taux de chômage, et diminuerait la croissance des salaires et celle de l'inflation.

On considérait qu'une augmentation temporaire du taux de chômage au-dessus de son taux naturel, ainsi qu'une perte de production par rapport au niveau tendanciel étaient le prix à payer pour faire reculer l'inflation à un niveau acceptable. Ce coût est représenté par le ratio de sacrifice, avec au numérateur, la somme des pertes de production – les déviations entre la production effective et la production au plein emploi ou tendancielle – et, au dénominateur, la variation de l'inflation tendancielle sur une période donnée, soit la différence entre le pic et le creux¹.

En 1994, Laurence Ball, professeur d'économie à l'université Johns Hopkins, a déclaré que les « désinflations constituent une importante cause de récession dans les économies modernes - peut-être même la cause principale »². C'est la raison pour laquelle les cycles de resserrement des taux donnent lieu à des discussions animées entre commentateurs du marché sur la question d'un atterrissage en catastrophe (*hard landing*) ou en douceur (*soft landing*) de l'économie. Au vu des données historiques, ce dernier cas de figure a été l'exception.

Depuis que la Réserve fédérale a commencé à relever les taux des fonds fédéraux au cours de ce cycle, le débat s'est poursuivi mais il a pris, depuis peu, une nouvelle tournure. On parle désormais de « désinflation immaculée », un processus selon lequel l'inflation est ramenée à sa cible par la banque centrale grâce à une politique monétaire restrictive, mais avec un coût insignifiant en matière de chômage³.

ÉTATS-UNIS : TAUX DE CHÔMAGE ET TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 1 SOURCES : NBER, BLS, RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST. LOUIS, BNP PARIBAS

D'un point de vue historique, les cycles de resserrement se sont accompagnés d'un accroissement significatif du taux de chômage, à l'exception majeure de celui de 1994 au cours duquel le chômage a poursuivi sa décrue (graphique 1). D'après la dernière synthèse des projections économiques du FOMC, les membres du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale s'attendent à une croissance du PIB réel inférieure à la tendance cette année et la suivante, qui s'accompagnerait d'une hausse limitée du taux de chômage à 4,5 % (contre 3,7 % en mai), soit un niveau à peine plus élevé que celui prévu sur le long terme (4,0 %).

¹ Source : Laurence Ball, What determines the ratio de sacrifice, in Monetary Policy, révisé par N. Gregory Mankiw, NBER, The University of Chicago Press, 1994.

² Source : voir note de bas de page 1.

³ Voir : Tracy Alloway, So where does 'immaculate disinflation' come from anyway?, Bloomberg, 9 février 2023 et Paul Krugman, Working out: from stagflation to immaculate disinflation, New York Times, 10 février 2023.

Les tensions sur le marché du travail peuvent s'atténuer en raison d'une réduction des embauches et/ou d'une augmentation des licenciements. Toutefois, l'impact sur l'emploi dépend également de la facilité avec laquelle les offres d'emploi seront satisfaites. Il est clair que l'incertitude sur ce qui arrivera au taux de chômage dans ce cycle reste grande.



Un journaliste a alors fait le commentaire suivant lors de la conférence de presse de Jerome Powell : « *il semble que [le processus] soit plus immaculé au lieu de plutôt problématique* »⁴. Cela fait écho au débat de l'année dernière sur la question de savoir si un atterrissage en douceur était une hypothèse réaliste⁵ ou pas. Selon J. Powell, la désinflation des prix des biens passe par la poursuite de l'amélioration des conditions de l'offre. Ce processus est en cours.

Autre source importante d'inflation : les services liés au logement. Or, les loyers actuels et les nouveaux contrats de bail ressortent à des niveaux bas, ce qui devrait contribuer à abaisser l'inflation à terme. Enfin, et il est important de le souligner que, dans le secteur des services, « *nous observons les tout premiers signes de désinflation* ». Compte tenu de l'intensité de main-d'œuvre de ce secteur, les coûts salariaux jouent un rôle clé.

Selon le président de la Fed, le retour de l'inflation vers la cible implique une croissance économique significativement inférieure à la tendance et une poursuite de la détente du marché du travail. « *Des dispositions ont été prises que nous devons surveiller mais il faudra du temps pour que leurs effets sur l'inflation se fassent réellement sentir* ». La croissance des salaires a reculé, quoique à un rythme très progressif. J. Powell fait à cet égard allusion à une étude récente de Bernanke et Blanchard – « *qui rejoint dans une large mesure ce que je pense* » - dans laquelle les auteurs concluent que « *même si les tensions des marchés du travail n'ont pas été jusqu'à présent le principal moteur de l'inflation, nous estimons que les effets de la surchauffe de ces marchés sur la croissance nominale des salaires et l'inflation sont plus durables* »⁶.

La maîtrise de l'inflation passe par un allègement des tensions sur le marché du travail, c'est-à-dire par une amélioration de l'équilibre entre la demande et l'offre de main-d'œuvre. C'est la raison pour laquelle la Fed a procédé à une remontée aussi rapide et significative de ses taux directeurs.

La maîtrise de l'inflation passe par un allègement des tensions sur le marché du travail, c'est-à-dire par une amélioration de l'équilibre entre la demande et l'offre de main-d'œuvre. C'est la raison pour laquelle la Fed a procédé à une remontée aussi rapide et significative de ses taux directeurs.

William De Vijlder

⁴ Source : Transcription de la conférence de presse de Jerome Powell, Réserve fédérale, 14 juin 2023. L'auteur de ce commentaire est Howard Schneider de Reuters.

⁵ Voir Félix Berte, Ralentissement du marché du travail et récession, EcoFlash, BNP Paribas, 10 février 2023.

⁶ Ben Bernanke et Olivier Blanchard, What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?, Hutchins Center, document de travail n°86, juin 2023.

SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES DU FOMC

Projections de juin	Médiane			
	2023	2024	2025	Long terme
Variations du PIB réel	1	1,1	1,8	1,8
Taux de chômage	4,1	4,5	4,5	4
Inflation PCE	3,2	2,5	2,1	2
Inflation PCE sous-jacente	3,9	2,6	2,2	
Taux des <i>Fed funds</i> (trajectoire appropriée de la politique monétaire selon les projections)	5,6	4,6	3,4	2,5

TABLEAU 1

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, 14 JUIN 2023

