

### Fed : les raisons (internes) d'un statu quo

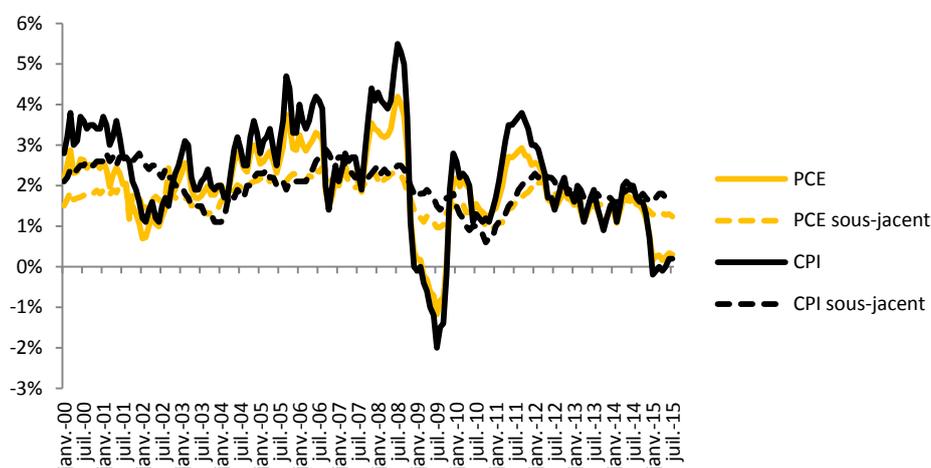
Jeudi 24 septembre 2015

Suite au statu quo décidé par la Réserve fédérale le 17 septembre dernier, le présent flash revient sur les facteurs d'inquiétude domestique aux Etats-Unis.

#### 1. Une inflation trop faible...

La Réserve fédérale des Etats-Unis a un **mandat** dit « **dual** » censé promouvoir l'**emploi maximum** et la **stabilité des prix**. A l'instar d'autres banques centrales (par exemple la Banque centrale européenne), ce dernier objectif est réputé atteint lorsque la progression des prix est proche de + 2 %. Après avoir oscillé autour de ce seuil entre juillet 2012 et avril 2014, l'indice des prix<sup>1</sup> a connu une **nette décélération** à partir de la fin d'année dernière et s'établit désormais autour de **0 %**, sous l'effet notamment de la **forte baisse du cours du baril de pétrole**, alors que l'indice « sous-jacent » (hors prix volatils) reste positif.

Taux d'inflation, en glissement annuel

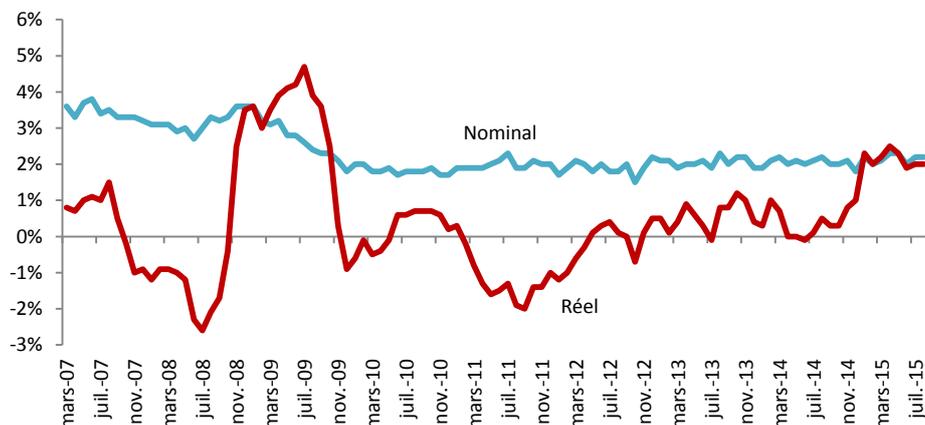


Source : Afep à partir de BLS et de BEA.

#### 2. ... des salaires qui n'accélèrent pas...

Par rapport à d'autres économies avancées, les Etats-Unis connaissent une **croissance** relativement **dynamique** depuis la Grande récession, permettant un **net reflux du taux de chômage** passé de 10 % au plus fort de la crise à près de 5 % à la mi-2015.

Taux de croissance du salaire horaire, en glissement annuel



Source : Afep à partir de BLS.

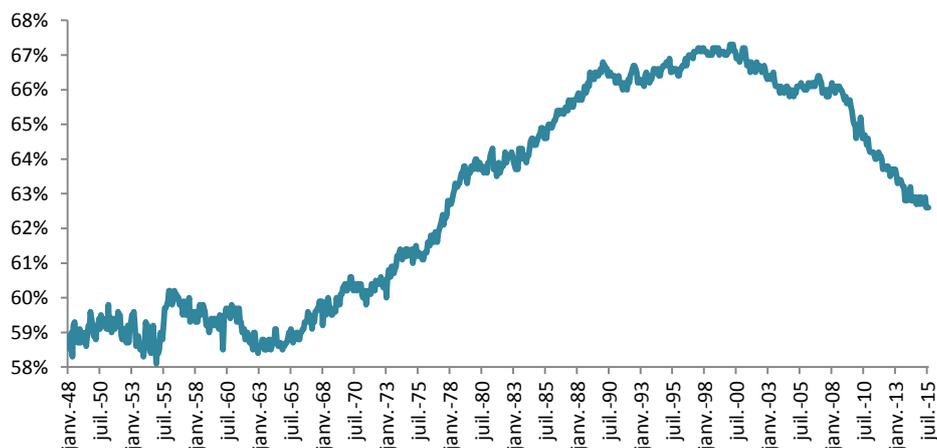
<sup>1</sup> Deux indices sont couramment utilisés outre-Atlantique : le PCE (*Personal consumer expenditure price index*) et le CPI (*Consumer price index*), qui diffèrent à la fois sur la formule de calcul, le champ couvert...

Dans ces conditions, **les salaires devraient accélérer** selon la théorie économique : en effet, l'équilibre entre l'offre et la demande de travail évoluant au profit de la première doit permettre aux salariés d'obtenir des augmentations sous peine « d'aller voir ailleurs » dans un marché du travail tendu. Or le constat empirique fait apparaître une réalité relativement différente, avec une progression des rémunérations nominales autour de + 2 % qui n'a quasiment pas varié depuis 2010. Depuis cette date, **les variations du salaire réel s'expliquent exclusivement par celles de l'inflation** : ainsi, la croissance du salaire réel depuis le second semestre 2014 reflète la désinflation observée, et non une progression des salaires nominaux<sup>2</sup>. Parmi les explications avancées, une relative rigidité salariale à la baisse lors de la contraction serait « rattrapée » par une non-accélération des salaires depuis la reprise de l'activité<sup>3</sup>.

### 3. ... et une amélioration du marché du travail en « clair-obscur »

Après l'impact négatif puissant de la Grande récession sur l'emploi (- 6,3 % entre 2008 et 2010, soit la plus forte contraction depuis 1948), la reprise économique a créé une dynamique sur le marché du travail qui a permis, comme indiqué ci-dessus, une **division par deux du taux de chômage**. La situation apparaît donc globalement favorable, *a fortiori* par rapport à celle de certains Etats de la zone euro. Pourtant, **cette évolution** est de plus en plus **nuancée** par **deux phénomènes** dont la persistance inquiète : d'une part, le **nombre élevé d'individus travaillant à temps partiel et souhaitant travailler à temps complet** ; d'autre part, la **baisse du taux d'activité** (qui rapporte la population active – actifs occupés et chômeurs – à la population totale). Sur le premier point, le **taux des temps partiels involontaires** se situe à **4 %**, soit très au-dessus de la moyenne historique prévalant en phase d'expansion. Sur le second point, le **taux d'activité** est à **un plus bas depuis près de 40 ans** : amorcée au début du 21<sup>e</sup> siècle principalement en raison d'un effet de composition (vieillesse des « *baby-boomers* »), la baisse du taux d'activité s'est poursuivie et amplifiée depuis la Grande récession. **Quatre facteurs** sont cités : a) les départs en retraite, b) la hausse des demandes d'invalidité ainsi que c) des inscriptions scolaires et d) la sortie du marché de travailleurs « découragés ». D'un point de vue chronologique, b) et c) seraient en hausse continue depuis 2000, tandis que d) et, surtout, a) contribueraient de façon décisive depuis 2009-2010.

Taux d'activité, 16 ans et plus



Source : Afep à partir de BLS.

\*\*\*

*Encore plus attendue qu'à l'accoutumée, la décision de la Réserve fédérale a sans doute été influencée par l'environnement international (turbulences sur les marchés financiers, risques pour les émergents d'une hausse des taux...). Néanmoins, des facteurs internes ont vraisemblablement pesé tant l'économie des Etats-Unis semble traversée par des signaux contradictoires. Ceci est particulièrement notable sur le marché du travail, où les évolutions favorables de l'emploi et du taux de chômage sont mitigées par une baisse du taux d'activité et une croissance très modérée des salaires qui compliquent singulièrement la tâche de la Fed (plus que jamais « data dependent ») et rappellent la difficulté à sortir, même très progressivement, d'une politique monétaire extrêmement accommodante.*

<sup>2</sup> A titre illustratif, la baisse du cours du baril permettrait une économie annuelle de l'ordre de 700\$ par foyer selon J. Yellen.

<sup>3</sup> Hypothèse dite de la « déflation contenue » (« *pent-up wage deflation* »).